



Centro Universitário de Brasília – UniCEUB
Faculdade de Ciência Jurídicas e Sociais – FAJS
Curso de Direito

NATASHA PEREIRA WIEDMANN

**A CRIMINALIZAÇÃO DO *INSIDER TRADING* NO BRASIL, SUAS
PRINCIPAIS CONTROVÉRSIAS E O CASO “SADIA PERDIGÃO”**

Brasília
2012

NATASHA PEREIRA WIEDMANN

**A CRIMINALIZAÇÃO DO *INSIDER TRADING* NO BRASIL, SUAS
PRINCIPAIS CONTROVÉRSIAS E O CASO “SADIA PERDIGÃO”**

Monografia apresentada como requisito para
conclusão do curso de bacharelado em Direito
do Centro Universitário de Brasília

Orientador: Professor Edson Ferreira

Brasília

2012

WIEDMANN, Natasha Pereira Wiedmann.

A Criminalização do *Insider Trading* no Brasil, suas Principais Controvérsias e o Caso “Sadia Perdigão”

... fls.

Monografia apresentada como requisito para conclusão do curso de bacharelado em Direito do Centro Universitário de Brasília-UniCEUB.

Orientador: Professor Edson Ferreira

NATASHA PEREIRA WIEDMANN

**A CRIMINALIZAÇÃO DO *INSIDER TRADING* NO BRASIL, SUAS
PRINCIPAIS CONTROVÉRSIAS E O CASO “SADIA PERDIGÃO”**

Monografia apresentada como requisito para
conclusão do curso de bacharelado em Direito
do Centro Universitário de Brasília

Orientador: Professor Edson Ferreira

Brasília, de de 2012.
Banca Examinadora

Edson Ferreira
Orientador

Lucinéia Possar

Marlon Tomazette

À minha amada mãe, por todo o exemplo de amor e persistência que me deu a vida inteira e por tanto se sacrificar para que eu pudesse alcançar todos os meus sonhos.

À minha família, às minhas madrinhas e ao meu padrinho, pelo imensurável carinho de todos os momentos.

Aos meus amigos, que sempre estiveram ao meu lado, nos momentos felizes e nos tristes.

AGRADECIMENTOS

Ao professor Edson Ferreira, por todos os ensinamentos e por toda a paciência e compreensão nos momentos difíceis ao longo destes dois últimos semestres.

Aos meus pais, simplesmente por serem meus pais, que sempre me amaram e cuidaram de mim.

Aos amigos e aos colegas de trabalho, que tanto me apoiaram, em especial ao Pedro, pela ajuda na concretização deste trabalho.

“A liberdade nada mais é que a possibilidade de sermos melhores.” (Albert Camus)

RESUMO

O *insider trading*, ou uso indevido de informação privilegiada, é a conduta realizada por pessoas que, por força de sua atividade profissional, tomam conhecimento das atividades da emissora de valores mobiliários antes que se tornem públicas, usando dessa informação para realizar operações auferindo lucros para si ou para terceiros. Em um contexto em que as sociedades anônimas são partes importantíssimas dos mercados de capitais e dos sistemas financeiros e, conseqüentemente, do desenvolvimento econômico, surge a necessidade de uma política intervencionista estatal, através de normas de organização de mercado, entre elas o *insider trading*, não somente nas esferas administrativa e civil, mas também na penal. A conduta no Brasil, apesar de já combatida desde 1976 nas esferas administrativa e civil, somente foi criminalizada em 2001. O presente trabalho faz uma análise dos principais aspectos e controvérsias a respeito da criminalização da conduta no ordenamento pátrio, bem como desenvolve um estudo de caso a respeito da única condenação criminal pela prática.

Palavras chave: *Insider trading*. Informação privilegiada. *Full disclosure*. Sociedades Anônimas. Mercado de capitais. Sistema financeiro nacional.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	10
1. INSIDER TRADING	14
1.1. Conceito Doutrinário Básico de <i>Insider Trading</i> e sua Aplicabilidade no Âmbito das Companhias Abertas	14
1.1.1. <i>Alguns conceitos básicos: mercado de capitais, mercado financeiro e sociedades anônimas</i>	14
1.1.2. <i>Aspectos doutrinários básicos do conceito de insider trading</i>	22
1.2. A Gênese e a Evolução do Combate ao <i>Insider Trading</i> e de sua Criminalização 25	25
1.2.1. <i>A experiência norte-americana</i>	25
1.2.2. <i>O recente combate ao insider trading no Brasil e sua criminalização</i>	37
2. ASPECTOS PENAIS CONTROVERSOS DA CRIMINALIZAÇÃO DO <i>INSIDER TRADING</i> NO BRASIL	46
2.1. Momento Consumativo: Crime Formal x Crime Material	46
2.2. Sujeito Ativo: Crime Comum x Crime Próprio	48
2.3. Competência para Julgamento do Delito de <i>Insider Trading</i>	52
2.4. O Objeto de Tutela Penal do Delito de <i>Insider Trading</i>	57
3. ESTUDO DO CASO “SADIA PERDIGÃO”	66
3.1. Justificativa para o Estudo de Caso	66
3.2. Síntese do Caso	66
3.3. O Tratamento Criminal Dado ao Caso à Luz das Controvérsias Apresentadas no Presente Trabalho	69
3.3.1. <i>Momento Consumativo: Crime Formal x Crime Material</i>	69
3.3.2. <i>Sujeito Ativo: Crime Comum x Crime Próprio</i>	70
3.3.3. <i>Competência para julgamento: Justiça Estadual x Justiça Federal</i>	72
3.3.4. <i>O Objeto Penal Tutelado</i>	76
3.4. Demais Aspectos Tratados na Sentença	80
CONCLUSÃO	83
REFERÊNCIAS	89

INTRODUÇÃO

A prática do *insider trading*, ou uso indevido de informação privilegiada, tem sido cada vez mais combatida ao redor de todo o mundo, não apenas nas esferas administrativa e civil, como também na penal. Não para de crescer o número de países que vêm coibindo a prática criminalmente. Os primeiros a tipificarem a conduta foram os Estados Unidos, onde a pena máxima é de vinte anos de prisão. A legislação ao redor do mundo tem seguido a tendência norte-americana.

Na Nova Zelândia, desde 2008, a prática do *insider trading* pode encarcerar os acusados em até oito anos. Em janeiro de 2011 foi a vez da Rússia impor a possibilidade de aplicação de sanções penais, prevendo uma pena de até sete anos de detenção. Um ano depois, nossos vizinhos argentinos seguiram os mesmos passos, editando uma lei que permite a prisão de até quatro anos pela prática. Na União Europeia, alguns países como Alemanha, Portugal e Inglaterra têm previsão criminal para o *insider trading*, mas a lista pode aumentar se for aprovada uma proposta da Comissão Européia que criminaliza o delito nos 27 países do bloco.¹

No Brasil, a conduta foi criminalizada em 2001. Até então, era punida somente administrativamente, pela Comissão de Valores Mobiliários², havendo ainda a hipótese de responsabilização civil. No entanto, só se tem notícia de apenas uma condenação criminal pela prática, em fase de recurso no Tribunal Regional Federal de São Paulo. Trata-se do caso “Sadia Perdigão”, que será objeto de estudo no presente trabalho.

A criminalização do *insider trading* no Brasil gera muitas dúvidas, uma vez que o tipo penal não deixa claro alguns aspectos, tais como quem pode ser de fato condenado criminalmente, necessidade de exaurimento da conduta para configuração do crime, competência para julgamento e qual o bem jurídico penalmente tutelado. O objeto do presente trabalho acadêmico é analisar o conceito de *insider trading*, a sua tipificação no direito brasileiro, as controvérsias sobre o tema e as tendências a serem adotadas pelos tribunais no tratamento do crime.

¹ CARO, Luciana Del. Algemas neles: punições para quem usa informações privilegiadas para negociar ações se
² Entre 01/09/2001 e 22/09/2011, foram abertos 37 processos na Comissão de Valores Mobiliários para apuração de *insider trading*. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Disponível em <http://www.cvm.gov.br/>. Acesso em 09/05/2012.

Utilizando-se como marco teórico principalmente a doutrina e jurisprudência americanas e a doutrina brasileira, citando autores como Nelson Eizirik, Modesto Carvalhosa, Rodrigo de Grandis, João Carlos Castellar, José Marcelo Martins Proença, Luiz Francisco Torquato Avolio, Luís Gastão de Barros Leães, Guilherme Brenner Lucchesi, José Leite Filho, Fausto Martin De Sanctis, entre outros, busca-se identificar as principais controvérsias a respeito do tema.

A metodologia dogmático-instrumental foi adotada no procedimento de pesquisa, visando à solução de problemas práticos jurídicos adotando os seguintes métodos: (i) revisão bibliográfica, com análise de doutrina e artigos publicados; (ii) estudo sistemático da tipificação do delito em estudo nos Estados Unidos; (iii) análise do tipo penal brasileiro e (iv) estudo de caso da primeira e única condenação por *insider trading* no Brasil.

Destaca-se que a pesquisa feita no presente trabalho é de caráter exploratório-explicativo, vez que busca-se delinear de forma clara as correntes doutrinárias e jurisprudenciais, nacionais e estrangeiras, acerca do tema e demonstrar os fundamentos nos quais se baseiam suas conclusões.

No primeiro capítulo procura-se conceituar a figura do *insider trading*. Para tanto, entendeu-se necessário fazer, primeiramente, algumas considerações a respeito do contexto em que se insere a prática delituosa, quais sejam, o mercado de capitais, o mercado financeiro e as sociedades anônimas. Feita esta contextualização, são apresentados alguns aspectos gerais a respeito do uso indevido de informação privilegiada, com embasamento predominantemente doutrinário nacional.

Em um segundo momento, ainda no primeiro capítulo, passa-se a tratar da gênese e evolução do conceito de *insider trading* e sua criminalização. Adota-se como paradigma o caso norte-americano, fazendo-se uso de uma fundamentação doutrinária e, principalmente, jurisprudencial. Isso porque os Estados Unidos são os precursores no combate ao crime ora em análise, necessidade surgida quando da crise de 1929, que levou o mercado de capitais estadunidense a uma situação de calamidade. Desde então, as cortes americanas vêm desenvolvendo o conceito, aplicando-o de maneira cada vez mais severa àqueles que praticam o *insider trading*.

Em seguida, é apresentada a legislação brasileira de combate ao uso indevido de informação privilegiada, com os comentários e explicações que merecem. Atualmente, os principais normativos que coíbem a prática encontram-se na Lei nº 6.404/1976 (“Lei das

Sociedades Anônimas”) e a Resolução CMN n° 358/2002. Criminalmente, a conduta está prevista no artigo 27-D da Lei n° 6.385/1976, alterada pela Lei n° 10.303/2001.

O segundo capítulo trata acerca das principais controvérsias a respeito da conduta criminosa e sua tipificação. Faz-se um estudo do tipo penal, com fundamentação principalmente teórica e doutrinária.

O primeiro aspecto abordado diz respeito ao momento consumativo do crime. Procura-se identificar se, para a consumação do crime, é necessária a ocorrência de resultado naturalístico. Em um primeiro momento, parece ser claro tratar-se de crime formal, não exigindo o resultado. No entanto, renomados doutrinadores da área do direito financeiro e do mercado de capitais, tais como Nelson Eizirik, Modesto Carvalhosa e João Carlos Castellar acreditam tratar-se de crime material.

Outro aspecto controverso trata do sujeito ativo do crime, bem como sua caracterização como crime comum ou crime próprio. Discute-se quem pode ser condenado pela prática de *insider trading*. Como ficará demonstrado, parte da doutrina defende tratar-se de crime próprio. Mas, nesse caso, quem seriam os possíveis sujeitos ativos? Somente os que apresentam um dever de fidúcia para com a companhia ou para com os investidores? Ou também outras pessoas que, por algum motivo, tiveram acesso à informação, sabendo que se tratava de informação sigilosa?

Discute-se, ainda, a respeito da competência para o julgamento do *insider trading*, uma vez que a Constituição Federal, em seu artigo 109, VI, prevê a competência da Justiça Federal para o julgamento de crimes financeiros, mas somente quando houver determinação expressa em lei. Por outro lado, o inciso IV do mesmo artigo prevê a possibilidade de julgamento, pela Justiça Federal, de crimes praticados contra bens da União ou de suas entidades autárquicas. O inciso VI esgota a disciplina do inciso IV? O crime de *insider trading* viola bem da União ou de entidade autárquica? Ou deve ser atribuída à Justiça Estadual a competência para o julgamento do crime?

Por fim, a última controvérsia estudada e que apresenta grande divergência doutrinária envolve a identificação do bem jurídico penalmente tutelado no crime em análise. A criminalização de uma conduta deve, necessariamente, proteger um bem jurídico, não sendo todo bem jurídico merecedor de tutela penal. Daí a importância da identificação do bem protegido, uma vez que este deve exigir uma proteção especial do Estado para ser admitida a sua criminalização. O que se quer proteger com a criminalização do *insider trading*? O

mercado de capitais, a confiança dos investidores? Esse trabalho irá apresentar as posições doutrinárias a respeito do assunto, inclusive as que defendem que a prática ora em análise não protege qualquer bem jurídico, não se justificando o tratamento criminal.

O último capítulo desenvolve um estudo de caso a respeito da primeira condenação pela conduta tipificada no artigo 27-D da Lei nº 6.385/1976, o precedente “Sadia Perdigão”. Apesar de a conduta ter sido criminalizada em 2001, somente em 2009 o Ministério Público Federal ofereceu a primeira denúncia pela prática do *insider trading*. Assim, busca-se analisar o tratamento dado pelo juiz sentenciante no caso, à luz das controvérsias apresentadas no capítulo dois. Por último, são feitos breves comentários a respeito dos demais aspectos abordados no caso e não discutidos no segundo capítulo.

1. INSIDER TRADING

1.1. Conceito Doutrinário Básico de *Insider Trading* e sua Aplicabilidade no Âmbito das Companhias Abertas

1.1.1. Alguns conceitos básicos: mercado de capitais, mercado financeiro e sociedades anônimas

De forma direta e objetiva, o conceito de *insider trading* diz respeito ao uso indevido de informação privilegiada. O universo de sua ocorrência compreende em sentido amplo o mercado de capitais e, em uma visão mais restrita, o acesso a este mercado por parte de sociedades anônimas de capital aberto.

Conquanto, à primeira vista, possa parecer um conceito de fácil assimilação, o fato é que a análise detida de seu conteúdo pressupõe o conhecimento de aspectos conceituais pertinentes aos mercados financeiro e de capitais e às especificidades das sociedades anônimas que demandam estes mercados.

Por esta razão, antes de compreendermos o crime de *insider trading*, é preciso entender, mesmo que de forma breve, o contexto em que se insere, qual seja, o mercado de capitais, no âmbito das sociedades anônimas.

Desde a sua origem³, a atividade financeira encontra-se ligada à atuação do Estado. No regime capitalista, enquanto a atividade econômica em geral se constitui em

³ A respeito das origens da intermediação financeira, Sidnei Turczyn narra que “Embora a existência dos bancos seja tão antiga quanto a própria moeda, não é necessário maior aprofundamento na pesquisa histórica para entender determinados fenômenos. Assim, a consolidação do estigma, que há séculos acompanha a atividade de intermediação financeira e seu exercício, pode ser encontrada na Idade Média, decorrente da vedação peremptória da prática da usura pela Igreja Católica. A proibição da usura pela Igreja, em uma época caracterizada pelo dismantelamento das estruturas econômicas e pelo retorno a uma economia praticamente de subsistência, objetivava, decerto, a eliminação da possibilidade de retomada de um processo de desenvolvimento econômico rompido da Idade Média. Inexistindo atividade econômica e baseando-se a economia feudal em regime de produção para subsistência tendo como única fonte de riqueza a terra, limitando-se o acesso à propriedade da terra à nobreza e ao próprio clero, assegurada estaria a perpetuação de pleno domínio dessas duas classes. Mesmo com todo o poder de que dispunha a Igreja, a eliminação da prática financeira não foi absoluta, de vez que os judeus e lombardos (e os protestantes após a Renascença) não se sujeitavam aos seus decretos. Até mesmo os cavaleiros da Ordem dos Templários praticavam atividades bancárias tradicionais, como a receptação e transferência de fundos, a concessão de créditos e a guarda de valores. A doutrina refere que, sob o aspecto da evolução histórica, a atividade bancária se caracteriza por dois períodos distintos: um primeiro dos “bancos monetários”, em que preponderavam as operações de câmbio manual de moedas; o comércio de metais preciosos; os depósitos em custódia; as operações de empréstimos; as

atividade-fim, a financeira se constituiu em atividade-meio, isto é, facilitadora do exercício das demais modalidades de atividades econômicas, o que, também, contribui para que a ela se reconheça um caráter especial⁴.

A participação crescente de capitais é exigência *sine qua non* no processo de desenvolvimento de uma economia. Esses capitais são identificados por meio da poupança disponível em poder dos agentes econômicos e direcionados para os setores produtivos carentes de recursos mediante intermediários e instrumentos financeiros. A função econômica e social do sistema financeiro fica evidenciada em função desse processo de distribuição de recursos.

Sistema Financeiro Nacional (SFN) pode ser entendido, de forma técnica, como um conjunto de instituições financeiras (públicas e privadas) e instrumentos financeiros que viabilizam a transferência de recursos dos agentes econômicos (pessoas, empresas, governo) capazes de gerar poupança e em condições de financiar o crescimento da economia (agentes econômicos superavitários) para os agentes econômicos carentes de recursos⁵ (agentes econômicos deficitários)⁶.

O SFN pode ser dividido em dois grandes subsistemas: normativo e de intermediação financeira. O subsistema de intermediação detalha as instituições componentes

operações de pagamentos, por caixa e por contabilidade; e o câmbio trajectício. No segundo período surgem os “bancos de crédito” que representava um estágio mais evoluído e no qual se faria presente a intermediação financeira, ou seja, a captação de recursos em depósitos e a concessão de empréstimos sobre esses depósitos. É de se notar a qual se faz referência é aquela que se caracteriza pela cobrança de qualquer quantia a título de juros ou pela obtenção de qualquer vantagem a eles assemelhada. A legislação do Reino de Portugal a respeito dá a exata medida do caráter absoluto de vedação à usura, como se denota do simples exame de algumas das diversas regras legais relativas ao assunto: “Usura se não permite no contracto de empréstimo ou outro qualquer, em que se leva alguma cousa por vantagem além do principal”; “Usura quem a fizer recebendo vantagem pelo empréstimo, ou outro semelhante contracto, perde o principal e o accrêssimo para a coroa, e é degradado para a África por dos annos”; “Usurário é o contracto, em que se dá alguma quantidade menos, por receber ao depois maior”. No entanto, com o desmoronamento do regime feudal e com o reinício do exercício de atividades econômicas, a manutenção da vedação à prática da usura se mostrou totalmente inexecutável, com a conseqüente alteração da doutrina da própria Igreja, e consolidou-se a inafastabilidade da presença da atividade de intermediação financeira nesse processo.” TURCZYN, Sidnei. *O sistema financeiro nacional e a regulação bancária*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2005. p. 33-34.

⁴ TURCZYN, Sidnei. *O sistema financeiro nacional e a regulação bancária*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2005, p. 33-34.

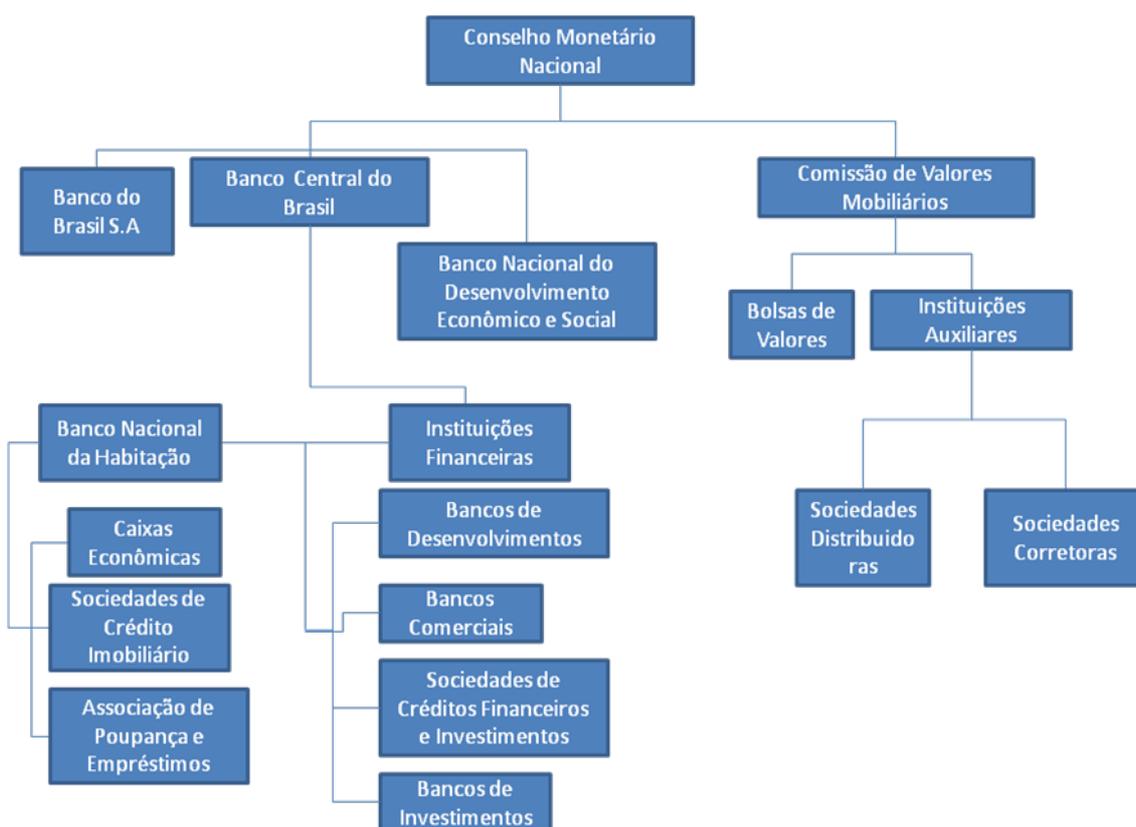
⁵ Os agentes carentes de recursos são aqueles que assumem uma posição de tomadores no mercado, isto é, que dependem em consumo e investimento valores mais altos que suas rendas, enquanto que os agentes superavitários, por sua vez, são aqueles capazes de gastar em consumo e investimento menos do que a renda auferida formando um excedente de poupança.

⁶ NETO, Alexandre Assaf. *Mercado Financeiro*. 7 ed. São Paulo: Editora Atlas, 2006, p. 44-45.

do SFN, podendo essas ser classificadas em bancárias e não bancárias, de acordo com a capacidade que apresentam de emitir moeda.⁷

Por sua vez, o subsistema normativo é responsável pelo funcionamento do mercado financeiro e de suas instituições, fiscalizando e regulamentando suas atividades, por meio principalmente do Conselho Monetário Nacional (CMN) e do Banco Central do Brasil (Bacen). Enquadra-se também neste subsistema a Comissão de Valores Mobiliários (CVM).⁸ órgão normativo de apoio ao sistema financeiro que atua mais especificamente no mercado de valores mobiliários e que será de grande importância no decorrer deste estudo.

Para fins do presente trabalho, nos interessa conhecer principalmente o subsistema normativo, cujo quadro ilustrativo é apresentado por Paulo José da Costa Jr.⁹:



⁷ NETO, Alexandre Assaf. *Mercado Financeiro*. 7 ed. São Paulo: Editora Atlas, 2006, p. 44.

⁸ *Id. Ibid.*

⁹ COSTA JR., Paulo José; QUEIJO, Maria Elizabeth; MACHADO, Charles Marcildes. *Crimes do colarinho branco*. São Paulo: Editora Saraiva, 2000, p. 27.

A Constituição Federal de 1988 deu maior relevância ao Sistema Financeiro Nacional que as Cartas que a antecederam¹⁰, sendo o tema tratado em capítulo próprio, denominado “Do Sistema Financeiro Nacional” (Capítulo IX, Título VII – Da Ordem Econômica e Financeira). O SFN é disciplinado no art. 192, com redação dada pela Emenda Constitucional nº 40 de 2003, a seguir transcrito:

Art. 192. O sistema financeiro nacional, estruturado de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do País e a servir aos interesses da coletividade, em todas as partes que o compõem, abrangendo as cooperativas de crédito, será regulado por leis complementares que dispõem, inclusive, sobre a participação do capital estrangeiro nas instituições que o integram.¹¹

Em uma concepção jurídica, por sistema financeiro nacional, podemos conceber todo o disciplinamento jurídico que regula as instituições financeiras de crédito, públicas ou privadas, bem como todas as entidades congêneres que atuam na economia popular¹². O SFN encontra-se regulado pela Lei nº 4.595/1964, que dispõe sobre a política e as instituições monetárias, bancárias e creditícias, criou o Conselho Monetário Nacional, entre outras providências.

O sistema financeiro brasileiro é segmentado em quatro grandes mercados, interligados entre si: monetário, de crédito, de capitais e de câmbio¹³. Para fins deste trabalho, nos interessa apenas o estudo do mercado de capitais.

Para José Marcelo Martins Proença, mercado de capitais refere-se, de uma forma geral, à oferta e procura de dinheiro possível de investimento monetário e real, incluindo direitos negociáveis. Outras definições possíveis se baseariam em elementos como a poupança, ou os empréstimos de longo prazo.¹⁴

O mercado de capitais possui uma relevante função socioeconômica, abrangendo negócios financeiros em uma escala de longo prazo e contribuindo para a formação do capital,

¹⁰COSTA JR., Paulo José; QUEIJO, Maria Elizabeth; MACHADO, Charles Marcildes. *Crimes do colarinho branco*. São Paulo: Editora Saraiva, 2000, p. 24.

¹¹BRASIL. Constituição (1988). Constituição da República Federativa do Brasil. Brasília: Senado Federal, 2005.

¹²FIGUEIREDO, Leonardo Vizeu. O Sistema Financeiro e a Atualização Monetária no Brasil. In: JANTALIA, Fabiano (Coord.). *A regulação jurídica do sistema financeiro nacional*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2009, p. 16.

¹³BRASIL. Banco Central do Brasil. *Sistema Financeiro Nacional*. Disponível em [http://www.bcb.gov.br/Pre/BCUniversidade/Palestras/BC%20e%20Universidade%202.6.2006.pdf]. Acesso em 11/11/2011.

¹⁴PROENÇA, José Marcelo Martins. *Insider Trading. Regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais*. São Paulo: Editora Quartier Latin, 2005, p. 72.

em virtude da transformação de serviços específicos do mercado. Sua função reside, portanto, na formação de capital, o que não nos leva a concluir que isso necessariamente deva ocorrer, não obstante o capital adicional possa refletir o desempenho do mercado.¹⁵

Nelson Eizirik, a respeito do tema, nos traz a seguinte lição:

A função econômica essencial do mercado de capitais é a de permitir às empresas, mediante a emissão pública de seus valores mobiliários, a captação de recursos não exigíveis para o financiamento de seus projetos de investimento ou mesmo para alongar o prazo de suas dívidas; como não se tratam de empréstimos, a companhia não está obrigada a devolver os recursos aos investidores (exceto no caso de debêntures e *commercial papers*, que também integram o mercado de capitais), mas, isto sim, a remunerá-los, sob a forma de dividendos, caso apresente lucros em suas demonstrações financeiras. Daí decorre a natureza do mercado “de risco”, uma vez que os investidores não têm qualquer garantia quanto ao retorno de seus investimentos, que dependerá dos resultados do empreendimento econômico desenvolvido pela companhia. Embora as ações constituam investimentos de risco, são, usualmente, dotadas de liquidez, isto é, podem ser rapidamente transformadas em dinheiro, particularmente quando admitidas à negociação em bolsa de valores.¹⁶

O professor acrescenta que, mesmo existindo uma grande discussão teórica a respeito do tema, diversos estudos demonstrariam existir uma relação direta entre o desenvolvimento econômico e o desenvolvimento do mercado de capitais. Haveria, ainda, indicações empíricas de um impacto positivo do mercado de capitais sobre a criação de empresas, fator este que poderia ser visto como um estímulo à realização de novos empreendimentos.¹⁷

Depois desta breve análise dos conceitos de Sistema Financeiro Nacional e mercado de capitais, por fim, cumpre tecer algumas considerações a respeito das sociedades anônimas, antes de partir para a análise do conceito que se pretende analisar neste estudo.

É na Idade Média, mais especificamente em Gênova, que se tem as primeiras notícias de associações que, apesar de não se tratarem propriamente de sociedades anônimas, possuíam já algumas características semelhantes a estas. O surgimento desse tipo societário foi conseqüência da união de interesses e capitais públicos e privados.¹⁸

¹⁵PROENÇA, José Marcelo Martins. *Insider Trading. Regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais*. São Paulo: Editora *Quartier Latin*, 2005, p. 73.

¹⁶EIZIRIK, Nelson; B. GAAL, Ariadna; PARENTE, Flavia; DE FREITAS FENRIQUES, Marcus. *Mercado de capitais: regime jurídico*. 2.ed. revisada e atualizada. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 8-9.

¹⁷*Id. Ibid*, p. 9.

¹⁸REQUIÃO, Rubens. *Curso de direito comercial*. 24 ed. São Paulo: Saraiva, 2000, v. 2, p.4.

Isso porque, à época, a administração tributária, hoje exercida exclusivamente pelo Estado, era também exercida pelos credores dos títulos públicos. Estes, por sua vez, financiavam a atividade estatal, e seu pagamento era garantido pela arrecadação futura de tributos. Assim, esses credores precisavam se organizar para gerir o recolhimento e cobrança dos tributos.¹⁹

No entanto, Tullio Ascarelli, bem como grande parte da doutrina, reconhece que a primeira sociedade anônima foi a Companhia Holandesa das Índias Orientais.²⁰ Seguiram-se a essa a Companhia das Índias Ocidentais, nos Países Baixos, que teve como objetivo patrocinar a conquista do Brasil, entre tantas outras, fundadas na França, Inglaterra e Portugal. Nessa primeira fase da existência das sociedades anônimas, era o Estado quem promovia a constituição dessas sociedades. A sua constituição, portanto, como sujeito autônomo de direitos, era deferida pelo poder público como um privilégio.²¹ Apesar de sua multiplicação no séc. XVIII, as sociedades por ações ainda não eram muito representativas, não possuindo grande importância econômica.²²

Os princípios da liberdade industrial, comercial e de associação, consagrados pela Revolução Francesa, acabaram por gerar muitos abusos. Muitas companhias eram fundadas com o intuito único de especular com ações²³, o que fez surgir a necessidade de um controle mais rígido. Assim, em 1807, o Código Comercial Francês condicionou a constituição das sociedades a uma autorização governamental, concedida mediante a regularidade de constituição da sociedade. Não obstante fosse um sistema eficiente, era muito burocrático e impedia que as sociedades se difundissem.

Percebeu-se, no entanto, que a sociedade anônima era uma forma eficiente para fomentar as atividades industriais, pois possibilitaria a incorporação de grandes quantidades de capitais. Surgiu, então, o regime de liberdade plena de constituição, que chegou ao Brasil

¹⁹COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de Direito Comercial. Direito de empresa*. São Paulo: Saraiva, 2008, v. 2, p. 64.

²⁰ASCARELLI, Túllio. *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*. Campinas: Bookseller, 2001, p. 452.

²¹*Id. Ibid.*

²²GILISSEN, John. *Introdução histórica ao direito*. Tradução de A. M. Hespanha e L. M. Macaísta Malheiros. 2. ed. Lisboa: Fundação Lacouste Gulbenkian, 1995, p. 774.

²³BULGARELLI, Waldirio. *Manual das sociedades anônimas*. 10 ed. São Paulo: Atlas, 1998, p. 62.

em 1882²⁴. Neste regime, para a aquisição da personalidade jurídica e o reconhecimento da responsabilidade limitada dos sócios, bastava o cumprimento das formalidades prescritas na lei, reservando-se a autorização governamental apenas para objetos específicos, tais como bancos ou seguradoras, ou quando há qualquer tipo de exploração de serviços públicos, ou de comunicações, transportes e minas²⁵.

Essas três fases da evolução da sociedade por ações, quais sejam, privilégio, autorização governamental e liberdade, convivem nos dias de hoje, sendo que há um domínio da liberdade plena. A fase do privilégio é comum nas sociedades de economia mista, pois dependem de uma concessão estatal. O regime de autorização governamental é identificável em atividades específicas, tais como em instituições financeiras e seguradoras²⁶.

Feito esse histórico, cumpre agora conceituar a sociedade por ações, delinear suas principais características e sua importância econômica. Modesto Carvalhosa conceitua a sociedade por ações como “a pessoa jurídica de direito privado de natureza mercantil, em que o capital se divide em ações de livre negociabilidade, limitando-se a responsabilidade dos subscritores ou acionistas ao preço de emissão das ações por eles subscritas²⁷.”

Segundo Fábio Ulhoa Coelho, seria a forma jurídico-societária que mais se adequaria aos empreendimentos econômicos de grande vulto, tendo como características principais a limitação da responsabilidade dos sócios e a negociabilidade da participação societária. Isso porque empreendimentos que dependem de grandes montas de capital dependem da mobilização da poupança de um grande número de pessoas. No caso das sociedades anônimas, essas pessoas não precisam ter interesse no objeto social da companhia. O que interessa é a melhor alternativa de ganho, oferecido pelo mercado. Assim, a limitação da responsabilidade e a negociabilidade da participação societária, características da anônima, seriam mecanismos apropriados para o aporte de capital.²⁸

Spencer Vampré, citado por Marlon Tomazette, por sua vez, define a sociedade anônima como “a sociedade sem firma social, onde todos os sócios respondem somente pelo

²⁴TOMAZETTE, Marlon. *Curso de direito empresarial. Teoria geral e direito societário*. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2009, v. 1, p. 386.

²⁵BULGARELLI, Waldirio. *Manual das sociedades anônimas*. 10 ed. São Paulo: Atlas, 1998, p. 62.

²⁶TOMAZETTE, Marlon. *Op. cit.*, p. 386-387.

²⁷CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei das sociedades anônimas*. São Paulo: Saraiva, 1997, v. 1, p. 4.

²⁸COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de Direito Comercial. Direito de empresa*. São Paulo: Saraiva, 2008, v. 2, p. 63.

valor das ações, que subscrevem, ou que lhes são cedidas, as quais, por sua vez, pode ceder-se livremente.”²⁹ A partir desses conceitos, se pode concluir que a sociedade anônima é uma típica sociedade de capitais.

Nas sociedades anônimas, as qualidades pessoais dos sócios não possuem relevância para a sua participação acionária. O capital, por sua vez, é dividido em frações, representadas por títulos negociáveis no mercado de valores mobiliários, as ações, podendo estas representar uma alternativa de investimento para o público em geral.³⁰

No que tange à limitação da responsabilidade dos sócios, isso implica em dizer que os acionistas somente assumem o risco de perder o valor investido, isso é, o preço de emissão³¹ não colocando em risco o restante de seu patrimônio pessoal. Por fim, determina o § 1º, art. 2º da Lei nº 6.404/64, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, que sua natureza será sempre mercantil, qualquer que seja seu objeto.³²

Segundo Rubens Requião, a sociedade anônima tornou-se um eficaz instrumento do capitalismo, justamente por permitir que os grandes empreendimentos contem com a participação da poupança popular, sem que o investidor responda além da soma investida e pela liberdade que permite que, a qualquer momento, o investidor negocie os títulos, obtendo a liquidez monetária que desejar. Esse mecanismo é como que um instrumento popular do capitalismo, sem o qual não se poderia imaginar sua expansão.³³

Tamanho a dimensão da importância assumida pela sociedade anônima na sociedade moderna, que seus problemas, sejam eles de ordem interna ou externa, estruturais ou de financiamento, constituem preocupações de economistas e juristas. A sociedade anônima, aberta à subscrição popular, não pode, portanto, ser considerada como uma empresa qualquer.³⁴ Ela é instrumento fundamental para o desenvolvimento dos grandes empreendimentos, aliando capacidade ilimitada de atrair recursos financeiros e a possibilidade de dispersar os riscos dos empreendimentos.³⁵

²⁹VAMPRÉ, Spencer. *Tratado elementar de direito comercial*. Rio de Janeiro: F. Briguiet, 1922, v. 2, p. 9. *apud* TOMAZETTE, Marlon. *Curso de direito empresarial. Teoria geral e direito societário*. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2009, v. 1, p. 387.

³⁰TOMAZETTE, Marlon. *Op. Cit.*, p. 387.

³¹Valor pago para subscrever a ação.

³²TOMAZETTE, Marlon. *Op. cit.* p. 387-388.

³³REQUIÃO, Rubens. *Curso de direito comercial*. 24 ed. São Paulo: Saraiva, 2000, v. 2, p.6.

³⁴*Id. Ibid.*, p.7.

³⁵TOMAZETTE, Marlon. *Op. cit.*, p. 388.

1.1.2. Aspectos doutrinários básicos do conceito de insider trading

Feitas essas primeiras considerações, podemos partir para a análise do conceito do *insider trading*, ou uso indevido de informação privilegiada. Como foi visto, a sociedade anônima, sendo o tipo societário mais comum para a organização do grande capital, depende da presença maciça de investidores. Estes, por sua vez, precisam sentir segurança em aplicar seu dinheiro em companhias, de forma que lhes sejam asseguradas algumas garantias em relação ao capital investido.

Dessa feita, a fim de proteger o interesse dos investidores e, principalmente, o correto desenvolvimento do mercado de capitais e conseqüentemente o desenvolvimento econômico, é que surge a necessidade de uma política intervencionista estatal, através da edição de normas de organização e funcionamento do mercado.

Dentre estas normas, há aquelas que impõem responsabilidades e deveres aos administradores e acionistas de companhias abertas, as quais a doutrina norte-americana chama de *fiduciary-duties*. Tratam-se de deveres como de lealdade, de diligência, de informar e dever de sigilo, também abordados pela nossa legislação pátria.³⁶

O dever de sigilo tem o intuito de preservar informações que, se divulgadas de forma prematura, podem influenciar a cotação das ações da companhia, trazendo vantagens indevidas a quem teve conhecimento de dados que, por algum motivo, ainda não poderiam ser revelados ao mercado.³⁷

Em sua literalidade, a expressão inglesa que traduz o uso de informação privilegiada, *insider trading*, às vezes citada como *insider dealing*³⁸, refere-se à comercialização de valores mobiliários de uma sociedade envolvendo o uso de uma informação ainda não divulgada, conhecida apenas por pessoas a ela vinculadas.³⁹

³⁶TAYAR DUARTE DIAS, Amanda. Questões atuais envolvendo *insider trading*. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. São Paulo, v. 12, n. 45, p.12. jul./set.2009.

³⁷*Id. Ibid.*

³⁸DE FARIA COSTA, José; RAMOS, Maria Elisabete. *O crime de abuso de informação privilegiada (insider trading). A informação enquanto problema jurídico-penal*. Coimbra: Coimbra Editora, 2006, p.18.

³⁹TORQUATO AVOLIO, Luiz Francisco. A criminalização do insider trading no Brasil e seu contributo para o direito penal econômico. *Revista dos Tribunais*. São Paulo, v. 95, n. 850, p. 443. Agosto/2006.

Norma Jonsen Parente, de forma muito objetiva e em termos unicamente doutrinários, define o *insider* em uma companhia, como sendo aquela pessoa que, em proveito das circunstâncias, tem acesso a “informações relevantes” referentes aos negócios da companhia, sendo consideradas informações relevantes, aquelas com o poder de influenciar de forma mensurável na cotação das ações de emissão da companhia, afetando a decisão dos investidores ao negociá-las.⁴⁰

Cabe mencionar novamente os ensinamentos do professor Eizirik, que assim define o *insider trading*:

O *insider trading* consiste na utilização de informações relevantes sobre valores mobiliários, por parte de pessoas que, por força de sua atividade profissional, estão “por dentro” dos negócios da emissora, para transacionar com os valores mobiliários antes que tais informações sejam de conhecimento público. Assim agindo, o *insider* compra ou vende valores mobiliários a preços que ainda não estão refletindo o impacto de determinadas informações, que são de seu conhecimento exclusivo.⁴¹

Ainda para este mesmo autor, há razões de ordem ética e econômica a serem consideradas ao se reprimir a prática do uso indevido de informação privilegiada. Isso porque um mercado é eficiente quando as informações sobre as emissoras e os títulos negociados estão refletidos nos preços dos valores mobiliários. Normalmente, pode-se dizer que, quanto maior a reação do mercado a uma nova informação, mais eficiente é o mercado.

As normas que estabelecem a obrigação de divulgação da informação relevante pretendem, portanto, que a cotação dos títulos reflita apenas as informações publicamente disponíveis. As razões de ordem ética estariam ligadas à conduta reprovável de se auferir lucros em função da utilização de informações confidenciais, ainda não reveladas ao mercado, derivadas do princípio da igualdade de acesso às informações.⁴²

A doutrina distingue, ainda, duas categorias de *insiders*, quais sejam, os “*insiders primários*” dos “*insiders secundários*” também chamado de *tippees*. A respeito, explica Nelson Eizirik:⁴³

⁴⁰JONSSSEN PARENTE, Norma. *Aspectos Jurídicos do “insider trading”*. Disponível em: [http://www.cvm.gov.br/port/public/publ/Publ_600.asp]. Acesso em 09/05/2012.

⁴¹EIZIRIK, Nelson; B. GAAL, Ariadna; PARENTE, Flavia; DE FREITAS FENRIQUES, Marcus. *Mercado de capitais: regime jurídico*. 2.ed. revisada e atualizada. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 536.

⁴²*Id. Ibid.*, p. 536-537.

⁴³O entendimento de Eizirik entra em consonância com a definição dada em relatório da *International Organization of Securities Commissions (IOSCO)*: “*In definitions of insiders, a distinction is usually drawn between two categories of insiders: primary insiders and secondary ones. Such a distinction is justified for a number of reasons. First, primary insiders get information from its source and have the necessary knowledge*

Os “*insiders primários*” ou “institucionais” são aqueles que detêm acesso a informação privilegiada em razão de sua condição de acionistas controladores, pelo fato de ocuparem cargo de administração, ou de um ofício, ainda que temporário⁴⁴, que lhes permita o acesso direto a uma informação privilegiada. São as pessoas que recebem, diretamente, a informação privilegiada de sua fonte e têm o conhecimento especializado suficiente para saber que tal informação é relevante.

Já os “*insiders secundários*” (*tippees*) são aqueles que recebem a informação privilegiada, direta ou indiretamente, dos “*insiders primários*” e não estão obrigados ao dever de sigilo e nem necessariamente sabem que se trata de uma informação relevante.⁴⁵

to assess the materiality of the information. Secondly, they are expected to understand the consequences of trading on confidential information. Hence, the sanctions imposed on primary insiders are usually much harsher than those imposed on secondary ones.(...) Definitions of "primary insider" generally include members of management and the supervisory or administrative bodies of the issuer. This definition is sometimes expanded to include employees of the company and those who provide services to the issuer (including outside lawyers, accountants and financial advisers). (...) The concept of primary insiders under US regulations relates to the fiduciary duty of particular persons to the relevant corporation, such as officers, directors, and employees. However, such a fiduciary duty can be "acquired" by persons who provide services to the corporation, like outside lawyers, consultants, investment bankers or others (so called "temporary" or "constructive" insiders (see section 1.2.1.1.), provided the corporation expects them to keep the information confidential. Definitions of "primary insider" should encompass the officers in the company generating the inside information, as well as any outside professional service providers having access to inside information. In jurisdictions where the employees of the securities regulator have access to inside information, they should be included within this definition. To facilitate the enforcement of insider trading regulations, a primary insider should have the burden of proof to negate a presumption that he had knowledge of inside information.” IOSCO, *Insider Trading – How Jurisdictions Regulate It*, Março de 2003. Disponível em www.iosco.org. Acesso em 29/11/2011.

Tradução livre: Em definições de *insiders*, normalmente é feita uma distinção entre duas categorias: *insiders primários* e *insiders secundários*. Tal distinção se justifica por várias razões. Primeiramente, *insiders primários* obtêm as informações em sua origem e têm o conhecimento necessário para avaliar a relevância das informações. Em segundo lugar, espera-se que eles entendam as consequências da troca/negociação de informações confidenciais. Assim, as sanções impostas aos *insiders primários*, normalmente são mais pesadas em relação àquelas impostas aos secundários. (...) As definições de *insider primário* geralmente incluem membros de administração e supervisão ou de conselhos administrativos. Esta definição é por vezes aberta para incluir empregados da companhia e aqueles que prestam serviços ao emitente (incluindo advogados externos, contadores, e consultores financeiros). (...) O conceito de *insiders primários* sob a ótica da legislação norte-americana relaciona-se com o dever fiduciário de determinadas pessoas para a corporação, como executivos, diretores e empregados. No entanto, o dever de confiança pode ser adquirido por pessoas que prestam serviços à corporação, tais como advogados externos, consultores, banqueiros/corretores de investimentos e/ou outros (assim chamados de *insiders temporários* ou construtivos (ver seção 1.2.1.1), desde que a empresa espere deles que guardem a informação confidencial. Definições de *insider primário* deveriam abranger os executivos da companhia que geram a informação confidencial, assim como qualquer profissional externo que preste serviços e tenham acesso à informação privilegiada. Em jurisdições onde os empregados que regulam valores mobiliários tenham acesso à informação privilegiada, também deveriam ser incluídos nesta definição. Para facilitar o cumprimento das regulamentações de *insider trading*, um *insider primário* deveria ter o ônus da prova para negar a presunção de que ele tinha o conhecimento das informações privilegiadas.

⁴⁴A doutrina americana se refere aos *insiders* que não são empregados da companhia, mas que prestam serviços a ela, tais como advogados, contadores e auditores como “*temporary insiders*”. DAVIS, Harry. *Overview of the law of insider trading*. In DAVIS, Harry (Org.). SCHULTE ROTH & ZABEL LLP. *Insider trading. Law and compliance*. Answer Book 2011-12. New York City: Practising Law Institute, 2011. p. 4.

⁴⁵EIZIRIK, Nelson; B. GAAL, Ariadna; PARENTE, Flavia; DE FREITAS FENRIQUES, Marcus. *Mercado de capitais: regime jurídico*. 2.ed. revisada e atualizada. Rio de Janeiro: Renovar, 2000, p. 545.

Essa distinção é amplamente aceita pela doutrina e, em termos práticos e jurídicos, é de suma importância, como ficará demonstrado em momento oportuno.

1.2. A Gênese e a Evolução do Combate ao *Insider Trading* e de sua Criminalização

1.2.1. A experiência norte-americana

Já no século XVII há alguns esparsos registros de grupos restritos que, na posse de informação reservada, negociaram suas ações em prejuízo do público investidor que não dispunha de tais informações. E já nessa época esses relatos são feitos em tom de denúncia, no sentido de que mencionada negociação provocaria o enriquecimento próprio e o empobrecimento alheio.⁴⁶

É no século XX, no entanto, que a prática do *insider trading*, se expõe de maneira constante. O marco de sua regulação surgiu em uma das maiores crises econômicas mundiais. A respeito, Luiz Francisco Torquato Avolio narra que a regulamentação de combate ao uso indevido de informação privilegiada firmou-se com a edição do *Securities Exchange Act* de 1934. Esta lei integrava a política do *New Deal*, de Franklin Roosevelt, política esta que se fez necessária diante da situação de calamidade em que se encontrava o mercado de capitais com a crise de 1929, que levou à quebra de 20% dos bancos americanos.⁴⁷

À época, uma série de investigações constatou que a forte especulação no mercado de ações advinha de interesses conflitantes entre o comércio de ações e a atuação dos bancos comerciais e seus clientes. Diante deste cenário, em 1933, o senador Carter Glass e o deputado Henry Steagall apresentaram o projeto de lei conhecido como *Glass-Steagall Act*, que previa a segmentação de atividades típicas dos bancos comerciais e dos bancos de investimento.⁴⁸

Nessa linha, tanto o *Securities Act* de 1933 quanto o *Securities Exchange Act*, de 1934, vieram com o intuito de complementar o arsenal legislativo norte-americano no

⁴⁶DE FARIA COSTA, José; RAMOS, Maria Elisabete. *O crime de abuso de informação privilegiada (insider trading). A informação enquanto problema jurídico-penal*. Coimbra: Coimbra Editora, 2006, p. 18.

⁴⁷TORQUATO AVOLIO, Luiz Francisco. A criminalização do *insider trading* no Brasil e seu contributo para o direito penal econômico. *Revista dos Tribunais*. São Paulo, v. 95, n. 850, p. 443. Agosto/2006.

⁴⁸*Id. Ibid.*

combate ao *insider trading*. Isso porque, antes mesmo da edição dessas normas federais adotadas para regular o mercado de valores em geral, já haviam, em alguns estados, as *blue sky laws*,⁴⁹ leis estaduais surgidas décadas antes, que proibiam, cada uma de uma maneira particular, o uso de informações confidenciais por ocupantes de cargos de chefia.⁵⁰

A legislação federal da *Securities Exchange Commission* (SEC)⁵¹ se preocupou mais em proteger os investidores do que diretores e membros da companhia, passando, necessariamente, pelo princípio do *full disclosure*.⁵² Segundo Amanda Tayar Duarte Dias, o *full disclosure*:

[...] representa o dever de divulgar informações relativas à companhia de forma clara e transparente, sendo abordados aspectos positivos e negativos relativos à sua situação financeira quaisquer outras questões que influenciem de alguma forma na correta compreensão do estado da companhia por parte de seus investidores.⁵³

Conforme se constatou dos debates parlamentares que precederam o *Securities Act* de 1933, o intuito dessa legislação repressora ao *insider trading* foi colocar em posição de igualdade, da maneira mais eficiente quanto possível, os proprietários de títulos com os dirigentes das sociedades. Quanto à informação disponível, a intenção era a de proteger

⁴⁹L. G. Paes de Barros Leães explica que “A primeira ‘lei do céu azul’ foi promulgada em Kansas, em 1911. Nos dois anos subseqüentes, dezoito outros Estados adotaram leis semelhantes, em rápida sucessão. Entre 1914 e 1916, porém, submetidas à apreciação judicial, vários desses diplomas não lograram passar pelos testes de constitucionalidade. Em Michigan, na Virgínia Ocidental e em Iowa, as cortes declararam inconstitucionais as leis de seus Estados. A pendência foi solvida, finalmente, em 1917, nos chamados *Blue Sky Cases* (a saber, *Hall v. Geiger-Jones Co.*, *Caldwell v. Sioux Falls Stock Yards Co.* e *Merrick v. N.W. Halsey & Co.*), quando a Suprema Corte considerou as leis do céu azul dos vários Estados como exercício natural do poder de polícia estadual, enfatizando-lhes destarte a constitucionalidade. Os pronunciamentos da Corte Suprema estimularam ampla adoção, pelos Estados, de leis disciplinadoras do mercado de títulos dentro de suas fronteiras. Na altura de 1919, trinta e dois Estados dispunham de *Blue Sky Laws*, e, em 1933, quando surgiu o primeiro diploma federal, quarenta e sete Estados e o Havá, com a exceção de Nevada, já contavam com legislação semelhante. Ao sustentar a constitucionalidade da legislação estadual, a Corte Suprema impôs limites ao seu alcance. Limitadas às fronteiras estaduais, as leis do céu azul não atingiriam as operações de títulos e valores (*securities*) realizadas em seu território, através do correio e de outros instrumentos do comércio inter-estadual que, por disposição constitucional, era da competência do Governo central.” LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Mercado de capitais e insider trading*. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 1982, p. 83-84.

⁵⁰MARTINS PROENÇA, José Marcelo. *Insider trading. Regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 214.

⁵¹A *Securities Exchange Commission* é uma agência federal dos Estados Unidos da América, criada pelo *Securities Exchange Act* de 1934, responsável por regular e fiscalizar o mercado de valores mobiliários norte-americano.

⁵²DE FARIA COSTA, José; RAMOS, Maria Elisabete. *O crime de abuso de informação privilegiada (insider trading). A informação enquanto problema jurídico-penal*. Coimbra: Coimbra Editora, 2006, p. 19.

⁵³TAYAR DUARTE DIAS, Amanda. Questões atuais envolvendo insider trading. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. São Paulo, v. 12, n. 45, p.124. jul./set.2009.

aqueles que não tinham conhecimento das condições de mercados daqueles que as conheciam.⁵⁴

Há que se dar destaque para dois dispositivos na legislação de mercado norte-americana, quais sejam, a Seção 16(b), da *Securities Exchange Act* de 1934, e a Regra 10 b-5. A primeira fixa a responsabilidade do *insider* para com a companhia. Oito anos mais tarde, a regra 10 b-5, editada em 1942 pela SEC, foi editada com o intuito de auto-regular a Seção 10(b), estendendo a proteção relativa às práticas fraudulentas do *insider*.

Frise-se que a seção 10(b) e a Regra 10b-5 foram os primeiros normativos federais editados com o fito de proibir a prática do *insider trading*. Foi principalmente a interpretação dada a esses dois dispositivos que possibilitou o desenvolvimento e evolução da lei de combate ao ilícito ora em análise.

A Seção 16(b), também conhecida como *insiders' short-swing profit provision*, isto é, disposição sobre o lucro auferido pelos *insiders* em operações de compra e venda realizadas em curto espaço de tempo,⁵⁵ deve ser analisada em conjunto com a Seção 16(a), as quais, por suas respectivas importâncias para compreensão do conceito, e tendo em vista que seus conteúdos resultaram aplicados no âmbito do mercado mobiliário brasileiro, seguem transcritas, com os comentários que se impõem:

Securities Exchange Act, 1934, Seção 16 (a):⁵⁶ “Toda pessoa que detiver, direta ou indiretamente, mais do que 10% de qualquer categoria de ações da companhia,

⁵⁴MARTINS PROENÇA, José Marcelo. *Insider trading. Regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 213.

⁵⁵LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Mercado de capitais e insider trading*. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 1982, p. 141.

⁵⁶*Ad litteram*: “SEC. 16. DIRECTORS, OFFICERS, AND PRINCIPAL STOCKHOLDERS.

(a) DISCLOSURES REQUIRED.—

(1) DIRECTORS, OFFICERS, AND PRINCIPAL STOCKHOLDERS REQUIRED TO FILE.—Every person who is directly or indirectly the beneficial owner of more than 10 percent of any class of any equity security (other than an exempted security) which is registered pursuant to section 12, or who is a director or an officer of the issuer of such security, shall file the statements required by this subsection with the Commission.

(2) TIME OF FILING.—The statements required by this subsection shall be filed—

(A) at the time of the registration of such security on a national securities exchange or by the effective date of a registration statement filed pursuant to section 12(g);

(B) within 10 days after he or she becomes such beneficial owner, director, or officer, or within such shorter time as the Commission may establish by rule;

(C) if there has been a change in such ownership, or if such person shall have purchased or sold a security-based swap agreement involving such equity security, before the end of the second business day following the day on which the subject transaction has been executed, or at such other time as the Commission shall establish, by rule, in any case in which the Commission determines that such 2-day period is not feasible.

(3) CONTENTS OF STATEMENTS.—A statement filed—

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 SEC (e à bolsa, se a ação for cotada), através de relatórios mensais, das eventuais alterações ocorridas no número das ações possuídas, no mês antecedente. (Tradução transcrita da obra de Luis Gastão Paes de Barros Leães, “Mercado de Capitais e *Insider Trading*”)⁵⁷

Securities Exchange Act, Seção 16 (b):⁵⁸ “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 recompensa 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 em proveito da sociedade emissora, independentemente da intenção que porventura tenha impulsionado essas pessoas a realizarem a operação descrita. A ação judicial objetivando esse resultado, a ser proposta segundo princípios de direito e equidade, compete inicialmente à própria

(A) under subparagraph (A) or (B) of paragraph (2) shall contain a statement of the amount of all equity securities of such issuer of which the filing person is the beneficial owner; and

(B) under subparagraph (C) of such paragraph shall indicate ownership by the filing person at the date of filing, any such changes in such ownership, and such purchases and sales of the security-based swap agreements or security-based swaps as have occurred since the most recent such filing under such subparagraph.

(4) ELECTRONIC FILING AND AVAILABILITY.—Beginning not later than 1 year after the date of enactment of the Sarbanes-Oxley Act of 2002—

(A) a statement filed under subparagraph (C) of paragraph (2) shall be filed electronically;

(B) the Commission shall provide each such statement on a publicly accessible Internet site not later than the end of the business day following that filing; and

(C) the issuer (if the issuer maintains a corporate website) shall provide that statement on that corporate website, not later than the end of the business day following that filing.”

Disponível em [<http://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf>]. Acesso em 19/10/2011.

⁵⁷LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Mercado de capitais e insider trading*. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 198, p. 141

⁵⁸Ad. Litteram: “SEC. 16. DIRECTORS, OFFICERS, AND PRINCIPAL STOCKHOLDERS.

[...]

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

Disponível em [<http://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf>], em 19/10/2011.

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% da compra e revenda, nem se aplica às hipóteses expressamente excluídas pela SEC, por meio de atos normativos específicos. (Tradução transcrita da obra de Luís Gastão Paes de Barros Leães, “Mercado de Capitais e *Insider Trading*”)⁵⁹

Como menciona Barros Leães, da leitura da legislação acima transcrita, podem-se tirar duas conclusões. A primeira delas é que a simples ocorrência do *short-swing profit* acarreta numa presunção *juris et de jure* de uso indevido de informações confidenciais, sendo prescindível, portanto, de provas do seu efetivo uso. Essa é a interpretação jurisprudencial pacífica do caráter da seção 16 (b). A segunda conclusão que se tira da norma é que, considerando que a lei fala em *any equity security of the company* (qualquer título de participação acionária⁶⁰), a *corporate recovery* dos lucros obtidos pelo *insider* (reversão dos lucros obtidos pelo *insider* em proveito da companhia) inclui operações realizadas com qualquer título da companhia.⁶¹

A Seção 16 (b) recebeu muitas críticas, pois, limitando-se a atingir apenas as operações realizadas dentro de seis meses a partir da venda ou da compra anteriormente feita, em virtude de informação sigilosa por parte de administrador, alto empregado ou grande acionista, excluía, ainda, as informações recebidas de segunda mão. Em adição, não outorgou à SEC poderes para penalizar os infratores.⁶²

Por outro lado, o alcance limitado da norma (justamente por se restringir às operações realizadas dentro de seis meses a partir da venda ou da compra anteriormente feita e por excluir as informações recebidas de segunda mão) se explicaria por se tratar de uma exceção à teoria da responsabilidade subjetiva, encontrando respaldo na presunção *jure et de jure* quando da ocorrência do *insider trading*.

Explica Leães que a justificativa da Seção 16 (b) seria justamente causar um impacto *in terroren* sobre os detentores de informação privilegiada. O dispositivo, por isso,

⁵⁹LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Mercado de capitais e insider trading*. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 1982, p. 143.

⁶⁰GOYOS JÚNIOR, Durval de Noronha. *Legal dictionary english – portuguese portuguese – english. Dicionário Jurídico inglês-portuguêsportuguês-inglês*. São Paulo: Observador Legal Editora Ltda., 1994. 2. ed., p. 106.

⁶¹LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Op. cit.*, p. 144.

⁶²MARTINS PROENÇA, José Marcelo. *Insider trading. Regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais*. São Paulo: QuartierLatin, 2005, p. 218.

ficou conhecido nas comissões do Congresso de 1934 como “uma dura lei do polegar” (*rule-of-thumb*).⁶³

As lacunas da Seção 16 (b) da *Securities Exchange Act* foram determinantes para o desenvolvimento jurisprudencial da *Rule 10b-5*, que limitou ainda mais a prática do *insider trading*. Aqui, cumpre esclarecer que a Seção 10(b) não é regra auto-executável e não foi editada com o fito de combater o *insider trading* especificamente. Outrossim, ela pretendeu estabelecer uma proibição genérica a um leque amplo de práticas fraudulentas.

Assim dispõe esta última:

*Securities Exchange Act, Seção 10:*⁶⁴ “É vedado a toda pessoa, direta ou indiretamente, através da utilização dos meios e instrumentos próprios do comércio interestadual, ou do correio, ou ainda servindo-se de qualquer bolsa nacional de valores.

[...]

(b) usar ou empregar, quando em relação com a compra e venda de valores mobiliários, cotados ou não em bolsa, práticas fraudulentas ou manipulações de preços contravenientes às normas baixadas pelo SEC, de proteção aos investidores e ao interesse público.” (Tradução transcrita da obra de Luís Gastão Paes de Barros Leães, “Mercado de Capitais e Insider Trading”)⁶⁵

A edição da Regra 10b-5 foi a auto-regulação dada pela SEC à Seção 10(b), que teve o intuito de estender aos vendedores de títulos no mercado as proteções contra práticas fraudulentas, dispensadas já aos compradores,⁶⁶ detalhando a hipótese antijurídica do *insider trading*, com o seguinte teor:

⁶³LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Mercado de capitais e insider trading*. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 1982, p. 149-150.

⁶⁴*Ad. Litteram*: “SEC. 10. It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce or of the mails, or of any facility of any national securities exchange—
(a)(1) To effect a short sale, or to use or employ any stop-loss order in connection with the purchase or sale, of any security other than a government security, in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors.
(2) [15] Paragraph (1) of this subsection shall not apply to security futures products.
(b) To use or employ, in connection with the purchase or sale of any security registered on a national securities exchange or any security not so registered, or any securities-based swap agreement, any manipulative or deceptive device or contrivance in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors.”

Disponível em [<http://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf>], em 19/10/2011.

⁶⁵LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Op. cit.* p. 150.

⁶⁶*Id. Ibid.*, p. 161.

Regra 10 (b) – 5:⁶⁷ “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 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.”

(Tradução transcrita da obra de Luís Gastão Paes de Barros Leães, “Mercado de Capitais e *Insider Trading*”⁶⁸

Em 1984, foi editada a regra 14e-3. O dispositivo dispõe que é ilegal o *tipping* (passar informações) sobre uma oferta pública de aquisição ainda não divulgada, mesmo que aqueles que receberam as informações, ou seja, os *tippees*, não realizem negociações com base na informação recebida. Até então, a norma punia apenas o *tipping* quando esse resultasse em negociações por parte do *tippee*.⁶⁹

Assim, a regra 14e-3 se diferencia da regra 10b-5 por dois aspectos principais. O primeiro deles é a especificidade da primeira, que se destina apenas à ocorrência do *insider trading* quando de uma oferta pública de ações (*tender offer*). O segundo diz respeito ao fato de que a regra 14e-3 cria um dever de sigilo ou abstenção a uma pessoa que não possua uma obrigação fiduciária preexistente.⁷⁰

Feita essa breve análise dos principais normativos estadunidenses que coíbem o *insider trading*, é relevante, ainda, apresentar mais alguns aspectos importantes a respeito. Nos Estados Unidos, o *insider trading* pode ser punido nas esferas civil, administrativa e penal. As penalidades aplicadas dependem do nível de culpabilidade do agente.

⁶⁷Ad litteram: “It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails, or of any facility of any national securities exchange, (1) to employ any device, scheme, or artifice to defraud, (2) to make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statement made, in the light of the circumstance under which they were made, not misleading, or (3) to engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person, in connection with the purchase or sale of any security.”

⁶⁸LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Mercado de capitais e insider trading*. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 1982, p.146.

⁶⁹PROENÇA, José Marcelo Martins. *Insider Trading. Regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais*. São Paulo: Editora Quartier Latin, 2005, p. 235.

⁷⁰SANDICK, Harry. *Statutory Background*. In: SCHULTE ROTH & ZABEL LLP.; DAVIS, Harry (coord.). *Insider trading. Law and compliance. Answer Book 2011-12*. New York City: Practising Law Institute, 2011, p. 33.

Nos casos em que o *insider* praticar o ato de maneira a desejar o resultado ou estando ele consciente da ilicitude (“*knowing or willfull violation*”), poderá ser condenado em até 20 anos de prisão e/ou multa de até US\$ 5 milhões, no caso de pessoa física, e US\$ 25 milhões, no caso de pessoa jurídica, conforme a seção 32(a) do *Securities Exchange Act*⁷¹ de 1934. As sentenças são impostas de acordo com o *Federal Sentencing Guidelines*, que estabelece os vários fatores a serem considerados durante a fase de sentença, tais como lucros obtidos, o cargo de confiança que o acusado ocupava e se ele cooperou ou não com as investigações.⁷² Não responderá criminalmente por *insider trading* aquele que conseguir provar que não possuía conhecimento das normas regulatórias.⁷³

Apesar da previsão criminal disposta no *Securities Exchange Act*, o Congresso americano aprovou uma nova legislação, o *Sarbanes-Oxley Act*, que entrou em vigor em julho de 2002, adicionando ao *Title 18* (Título 18) do *U.S. Code* um novo estatuto federal criminal que proíbe fraudes envolvendo valores mobiliários, inclusive o *insider trading*.⁷⁴ Na esfera civil, os remédios contra a atuação do *insider* incluem restituição do lucro obtido ou danos evitados (15 U.S.C. § 78ff), sanções pecuniárias de até três vezes o valor da vantagem obtida (15 U.S.C. § 78ff), suspensão ou proibição de atuar (ou se associar a) como *broker-dealer* ou *investment adviser*, medida cautelar a fim de evitar atual ou futura violação às normas de proteção ao mercado de valores mobiliários (15 U.S.C. § 78u-4) e congelamento de bens.⁷⁵

⁷¹ **Securities Exchange Act, 1934. SEC. 32. (a)** Any person who willfully violates any provision of this title (other than section 30A), or any rule or regulation thereunder the violation of which is made unlawful or the observance of which is required under the terms of this title, or any person who willfully and knowingly makes, or causes to be made, any statement in any application, report, or document required to be filed under this title or any rule or regulation thereunder or undertaking contained in a registration statement as provided in subsection (d) of section 15 of this title, or by any self-regulatory organization in connection with an application for membership or participation therein or to become associated with a member thereof, which statement was false or misleading with respect to any material fact, shall upon conviction be fined not more than \$5,000,000, or imprisoned not more than 20 years, or both, except that when such person is a person other than a natural person, a fine not exceeding \$25,000,000 may be imposed; but no person shall be subject to imprisonment under this section for the violation of any rule or regulation if he proves that he had no knowledge of such rule or regulation. Disponível em <http://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf>. Acesso em 10/04/2012.

⁷² DAVIS, Harry. *Overview of the law of insider trading*. In DAVIS, Harry (Org.). SCHULTE ROTH & ZABEL LLP. *Insider trading. Law and compliance*. Answer Book 2011-12. New York City: Practising Law Institute, 2011. p. 6

⁷³ GLICKMAN, Alan; COHEN, Yocheved. *Elements of an insider trading claim*. In: SCHULTE ROTH & ZABEL LLP.; DAVIS, Harry (coord.). *Op. cit.* p. 70.

⁷⁴ SANDICK, Harry. *Statutory Background*. In: SCHULTE ROTH & ZABEL LLP.; DAVIS, Harry (coord.). *Op. cit.*, p. 39.

⁷⁵ SANTANGELO, Betty; WHITE, Peter. *Civil and criminal enforcement*. In: SCHULTE ROTH & ZABEL LLP.; DAVIS, Harry (coord.). *Op. cit.*, p. 488-499.

Em adição, indivíduos que negociam contemporaneamente com o *insider* têm o direito de ajuizar ação individual contra o infrator. A *Section 20(A)*⁷⁶ do *Securities Exchange Act* prevê o ressarcimento dos prejuízos pecuniários causados, limitado ao valor dos lucros obtidos ou danos evitados e abatidos quaisquer ressarcimentos eventualmente já realizados pela SEC em uma ação de execução.⁷⁷

A doutrina e a jurisprudência estadunidense apresentam duas teorias principais que tratam a respeito da responsabilidade do *insider trading*, quais sejam, a teoria clássica (*classical theory*) e a teoria da malversação (*missappropriation theory*). Ambas envolvem a violação de um dever fiduciário, mas divergem com relação ao tipo de relação do *insider* para

⁷⁶**Securities Exchange Act 1934. LIABILITY TO CONTEMPORANEOUS TRADERS FOR INSIDER TRADING**
SEC. 20A. (a) PRIVATE RIGHTS OF ACTION BASED ON CONTEMPORANEOUS TRADING.—Any person who violates any provision of this title or the rules or regulations thereunder by purchasing or selling a security while in possession of material, non-public information shall be liable in an action in any court of competent jurisdiction to any person who, contemporaneously with the purchase or sale of securities that is the subject of such violation, has purchased (where such violation is based on a sale of securities) or sold (where such violation is based on a purchase of securities) securities of the same class.
(b) LIMITATIONS ON LIABILITY.—(1) **CONTEMPORANEOUS TRADING ACTIONS LIMITED TO PROFIT GAINED OR LOSS AVOIDED.**—The total amount of damages imposed under subsection (a) shall not exceed the profit gained or loss avoided in the transaction or transactions that are the subject of the violation.
(2) OFFSETTING DISGORGEMENTS AGAINST LIABILITY.—The total amount of damages imposed against any person under subsection (a) shall be diminished by the amounts, if any, that such person may be required to disgorge, pursuant to a court order obtained at the instance of the Commission, in a proceeding brought under section 21(d) of this title relating to the same transaction or transactions.
(3) CONTROLLING PERSON LIABILITY.—No person shall be liable under this section solely by reason of employing another person who is liable under this section, but the liability of a controlling person under this section shall be subject to section 20(a) of this title.
(4) STATUTE OF LIMITATIONS.—No action may be brought under this section more than 5 years after the date of the last transaction that is the subject of the violation. **(c) JOINT AND SEVERAL LIABILITY FOR COMMUNICATING.**—Any person who violates any provision of this title or the rules or regulations thereunder by communicating material, nonpublic information shall be jointly and severally liable under subsection (a) with, and to the same extent as, any person or persons liable under subsection (a) to whom the communication was directed.
(d) AUTHORITY NOT TO RESTRICT OTHER EXPRESS OR IMPLIED RIGHTS OF ACTION.—Nothing in this section shall be construed to limit or condition the right of any person to bring an action to enforce a requirement of this title or the availability of any cause of action implied from a provision of this title.
(e) PROVISIONS NOT TO AFFECT PUBLIC PROSECUTIONS.—This section shall not be construed to bar or limit in any manner any action by the Commission or the Attorney General under any other provision of this title, nor shall it bar or limit in any manner any action to recover penalties, or to seek any other order regarding penalties. (June 6, 1934, ch. 404, title I, Sec. 20A, as added Pub. L. 100-704, Sec. 5, Nov. 19, 1988, 102 Stat. 4680.)

Disponível em <http://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf>. Acesso em 15/04/2012.

⁷⁷A SANTANGELO, Betty; WHITE, Peter. *Civil and criminal enforcement*. In: SCHULTE ROTH & ZABEL LLP.; DAVIS, Harry (coord.). *Insider trading. Law and compliance. Answer Book 2011-12*. New York City: Practising Law Institute, 2011, p. 488-499.

com a companhia. Há ainda uma terceira teoria, que trata da responsabilidade *tipper-tippee* (*tipper-tippee liability*).⁷⁸

Essas três teorias encontram fundamentação nos normativos federais de proteção do mercado de capitais estadunidense. As duas primeiras, *classical theory* e *misappropriation theory*, surgem das interpretações da seção 10(b) e da regra 10b-5. Já a última, *tipper-tippee liability*, surge da regra 14e-3, já descrita neste trabalho.⁷⁹

A teoria clássica se assemelha às outras teorias de violação do dever fiduciário (como a *misappropriation theory*) no sentido de que a queixa deve conter cinco elementos básicos: (1) a compra ou venda de qualquer valor mobiliário (2) com base em (3) uma informação privilegiada (4) ainda não divulgada ao público e (5) que tenha sido obtida em violação a um dever de sigilo.⁸⁰

O desenvolvimento da teoria clássica, como já mencionado, surgiu da necessidade de se interpretar a seção 10-b do *Securities Exchange Act*. Muito embora esse diploma legal tenha sido promulgado em 1934 e a *Rule 10b-5* editada em 1942, as leis contra o mercado de valores mobiliários não eram utilizadas para coibir o *insider trading* até a decisão da SEC no caso *In re Cady, Roberts & Co*, em 1961.⁸¹

No julgamento do caso, então, a SEC entendeu ter havido violação às leis do mercado mobiliário, definindo o que ficou conhecido como a teoria clássica, que impôs o dever de “*abstain or disclosure*” (dever de não usar a informação ou divulgá-la ao mercado) aos *corporate insiders* que possuem deveres fiduciários para com a companhia e seus investidores. A SEC determinou que *insiders* devem divulgar as informações com potencial

⁷⁸WARD, Robert. *Breach of duty: classical theory*. In: SCHULTE ROTH & ZABEL LLP.; DAVIS, Harry (coord.). *Insider trading. Law and compliance. Answer Book 2011-12*. New York City: Practising Law Institute, 2011, p. 176.

⁷⁹SCHIFFMAN, Howard; MANN, William. *Tipper and Tippee Liability*. In: SCHULTE ROTH & ZABEL LLP.; DAVIS, Harry (coord.). *Op. cit.* p. 232.

⁸⁰WARD, Robert. *Breach of duty: classical theory*. In: SCHULTE ROTH & ZABEL LLP.; DAVIS, Harry (coord.). *Op. cit.*, p. 177.

⁸¹Nesse caso, a SEC instituiu procedimento contra a corretora *Cady, Roberts & Co* e Robert Gintel (corretor e sócio). Gintel, supostamente, recebeu a informação de um diretor de uma companhia de capital aberto a respeito do pagamento de dividendos. Antes que a notícia fosse publicada, Gintel vendeu suas participações para seu fundo de investimentos e seus clientes. WARD, Robert. *Breach of duty: classical theory*. In: SCHULTE ROTH & ZABEL LLP.; DAVIS, Harry (coord.). *Op. cit.*, p. 180.

para influir na decisão de investir e que são de seu conhecimento em virtude do cargo que ocupam, mas não são conhecidas pelos investidores.^{82 83}

Em outras palavras, o *insider*, ao utilizar em benefício próprio informação ainda não divulgada obtida em função da posição que ocupa, estaria violando um dever fiduciário devido aos acionistas de sua companhia.

A *misappropriation theory*, por sua vez, foi desenvolvida como um esforço a preencher as lacunas deixadas pela teoria clássica, uma vez que esta última não protegia os mercados de agentes que tivessem acesso às informações, embora não tivessem relação profissional direta com a companhia. Para essa teoria, o sujeito é responsável pela prática de *insider trading* quando possui um dever fiduciário de confiança com a fonte da informação privilegiada e usa essa informação em proveito próprio.⁸⁴

Ultimamente, a Suprema Corte americana tem adotado mais a teoria da malversação em detrimento da clássica. A diferença entra as duas reside no fato de que para a teoria da malversação o agente quebra um dever devido à parte que confiou a informação relevante a ele, muito embora não possua qualquer dever de fidedelidade para com os investidores da companhia, enquanto a teoria clássica é baseada em um dever fiduciário de lealdade devido pelo *corporate insider* à companhia e aos investidores.⁸⁵

⁸²*Ad litteram*: “We, and the courts, have consistently held that insiders must disclose material facts which are known to them by virtue of their position but which are not known to persons with whom they deal, and which, if known, would affect their investment judgment. Failure to make disclosure in these circumstances constitutes a violation of the anti-fraud provisions (...) if disclosure prior to effecting a purchase or sale would be improper or unrealistic under the circumstances.” WARD, Robert. *Breach of duty: classical theory*. In: SCHULTE ROTH & ZABEL LLP.; DAVIS, Harry (coord.), *Op. cit.* p. 180.

Tradução livre: “Nós e os tribunais temos constantemente afirmado que *insiders* precisam divulgar fatos relevantes que são de seu conhecimento devido às suas posições, mas que não são de conhecimento de pessoas com quem eles lidam, e que, se conhecidos, afetariam o juízo sobre investimentos. Deixar de fazer a divulgação em tais circunstâncias constitui uma violação das previsões normativas contra fraudes (...) se divulgadas, mais do que afetar uma compra e venda, seriam impróprias ou irreais nas respectivas circunstâncias.”

⁸³WARD, Robert. *Breach of duty: classical theory*. In: SCHULTE ROTH & ZABEL LLP.; DAVIS, Harry (coord.). *Insider trading. Law and compliance. Answer Book 2011-12*. New York City: Practising Law Institute, 2011, p. 180.

⁸⁴MORVILLO, Richard. *Breach of duty: misappropriation theory*. In: SCHULTE ROTH & ZABEL LLP.; DAVIS, Harry (coord.). *Op. cit.*, p. 197-199.

⁸⁵*Id. Ibid.*, p. 198-199.

A *misappropriation theory*, apesar de discutida no caso *Chiarella v. United States*,⁸⁶ foi primeiramente adotada quando do julgamento do caso *United States v. O'Hagan*.⁸⁷ No julgamento, a Suprema Corte entendeu que as duas teorias são complementares, ambas reunindo esforços para dar o adequado tratamento ao uso de informações privilegiadas.⁸⁸

Entendeu, ademais, que a teoria seria aplicada nos casos em que o agente faz mal uso da informação em quebra a um dever para com a fonte da informação.⁸⁹ Por fim

⁸⁶No caso *Chiarella v. United States*, a Suprema Corte adotou a teoria clássica, conforme precedente do caso *Cady, Roberts*, baseando a responsabilidade na violação de um dever fiduciário, em vez de manter o entendimento do Segundo Circuito (*Second Circuit*) no sentido de se aplicar ao caso a '*market unfairness theory*'. O acusado, no caso, era *financial printer* da empresa. Seu trabalho, conseqüentemente, o fez ter contato com documentos financeiros de um cliente. Apesar de os nomes das partes envolvidas e da empresa terem sido apagados dos documentos, o réu conseguiu identificar as partes envolvidas e, usando da informação para negociar no mercado de valores mobiliários, obteve muitos lucros. A Corte do Segundo Circuito entendeu que o acusado seria responsável, mesmo não tendo um dever fiduciário para com os acionistas da empresa, usando como base para a acusação a '*market unfairness theory*'. A Suprema Corte, no entanto, reverteu a decisão entendendo ser aplicável a teoria de quebra de dever fiduciário (*breach of duty theory*) e inocentou *Chiarella*, uma vez que ele não possuía qualquer dever fiduciário para com os acionistas da empresa. A Corte enfatizou que uma pessoa não tem o dever de se abster de negociar fazendo uso de informação privilegiada (*refrain from trading*) unicamente por ter tido acesso à informação, desde que não tenha violado qualquer dever fiduciário para com os acionistas da companhia. Assim, estabeleceu a Corte que a seção 10(b) e a Regra 10b-5 não impõem o dever de divulgar pela simples posse da informação. Antes, é a natureza da relação entre as partes que sustenta a exigência de divulgar ou se abster de negociar com a informação. WARD, Robert. *Breach of duty: classical theory*. In: SCHULTE ROTH & ZABEL LLP.; DAVIS, Harry (coord.). *Insider trading. Law and compliance. Answer Book 2011-12*. New York City: Practising Law Institute, 2011, p. 182.

⁸⁷No caso *O'Hagan*, um sócio de um escritório de advocacia teve acesso a informações privilegiadas de um dos clientes do escritório, que estava envolvido na oferta de compra de outra companhia. *O'Hagan* então começou a comprar opções e ações ordinárias da companhia que seria comprada e com a qual não possuía qualquer dever fiduciário, uma vez que a empresa não pertencia ao seu cliente. Após a notícia da aquisição ter se tornado pública, *O'Hagan* vendeu os valores mobiliários recentemente comprados, obtendo lucros de \$4,3 milhões. MORVILLO, Richard. *Breach of duty: misappropriation theory*. In: SCHULTE ROTH & ZABEL LLP.; DAVIS, Harry (coord.). *Op. cit.*, p.205.

^{88c}*The two theories are complementary, each addressing efforts to capitalize on non-public information through the purchase or sale of securities. The classical theory targets a corporate insider's breach of duty to shareholders with whom the insider transacts; the misappropriation theory outlaws trading on the basis of non-public information by a corporate 'outsider' in breach of a duty owed not to a trading party, but to the source of the information.*" MORVILLO, Richard. *Op. cit.* p. 190.

Tradução livre: As duas teorias são complementares, cada uma dirigindo esforços para capitalização com base em informações ainda não divulgadas, através da compra e venda de valores mobiliários. A teoria clássica objetiva a violação corporativa do dever de um *insider* para com acionistas da companhia; a teoria de apropriação indébita (*misappropriation theory*) se dirige à comercialização com base em informações não públicas, por parte de um *outsider* que viola um dever devido, não a quem seja parte da transação, mas à fonte da informação.

^{89c}*The misappropriation theory is based on a fiduciary relationship between company insider and purchaser or seller of the company's stock. [...] is based in a fiduciary turned trader's deception of those who entrusted him with access to confidential information. (...) a fiduciary's fraud is consummated, not when the fiduciary gains the confidential information, but when, without disclosure to his principal, he uses the information to purchase or sell securities.*" MORVILLO, Richard. *Op. cit.* p. 205.

Tradução livre: A teoria de apropriação indébita (*misappropriation theory*) se baseia na relação de confiança entre um *insider*, um comprador ou um vendedor de ações da empresa. [...] é baseada na decepção daqueles que negociam com valores mobiliários da empresa e que confiaram no *insider* no que se refere ao acesso às

especificou que para imputar a responsabilidade criminal com fulcro na teoria ora em análise, o governo deve provar que o acusado violou a *Rule* 10b-5 de forma a desejar a vantagem indevida (“*willfully*”).⁹⁰

Outro caso de destaque em que a Suprema Corte aplicou a *misappropriation theory* foi o *Dirk v. SEC*.⁹¹ Na ocasião, o juiz Lewis Powell Jr. escreveu para a corte explicando que, em algumas circunstâncias, tais como quando uma informação relevante é informada a um subscritor, contador, advogado ou consultor, que esteja prestando serviços para a companhia, esses outsiders acabam se tornando agentes fiduciários. O fundamento para reconhecer esse dever de fidúcia não é simplesmente o fato de que certas pessoas obtêm informação não pública, mas sim o fato de que eles passaram a fazer parte de uma relação fiduciária confidencial na condução dos negócios da companhia e receberam a informação unicamente por fins corporativos.⁹²

Note-se que existe uma grande questão que envolve a definição de que pode vir ser imputado pela prática do *insider*. Com a evolução da jurisprudência e da doutrina, o alcance da imputação, em interpretação dada à regra 10b-5, estendeu bastante os possíveis sujeitos ativos da conduta, se comparada ao alcance inicial da seção 16 (b).

1.2.2. O recente combate ao insider trading no Brasil e sua criminalização

informações confidenciais. (...) a consumação de uma fraude ocorre não quando uma pessoa de confiança obtém a informação, mas quando, sem a divulgação, aquela usa a informação para comprar ou vender valores mobiliários.

⁹⁰MORVILLO, Richard. *Breach of duty: misappropriation theory*. In: SCHULTE ROTH & ZABEL LLP.; DAVIS, Harry (coord.). *Insider trading. Law and compliance. Answer Book 2011-12*. New York City: Practising Law Institute, 2011, p. 206.

⁹¹*Id. Ibid.*, p. 204-205.

⁹²“Under certain circumstances, such as where corporate information is revealed legitimately to an underwriter, accountant, lawyer, or consultant working for the Corporation, these outsiders may become fiduciaries of the shareholders. The basis for recognizing this fiduciary duty is not simply that such persons acquired non-public corporate information, but rather that they have entered into a special confidential relationship in the conduct of the business of the enterprise and are given access to information solely for corporate purposes” MORVILLO, Richard. *Op. cit.*, p.205.

Tradução livre: “Em determinadas circunstâncias, tais como quando informações corporativas são reveladas legitimamente a um subscritor, contador, advogado ou consultor que trabalhe para a companhia, esses indivíduos estranhos podem se tornar pessoas de confiança dos acionistas. O ponto de partida para reconhecimento de um dever de confiança não é simplesmente que essas pessoas adquiram informações da empresa que não sejam públicas, mas sim que eles tenham entrado, de certa forma, em uma relação confidencial na condução do negócio da empresa e tenham acesso às informações apenas para fins corporativos.”

Admitida no direito brasileiro, como já mencionado, a previsão da figura do *insider trading* possui inspiração declarada no direito estadunidense. Ao adotar o princípio do *full disclosure*, natural que a legislação de mercado de capitais também se preocupasse em proibir o ilícito em questão.

A Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965, atribuiu ao Conselho Monetário Nacional a regulamentação dos mercados financeiro e de capitais e ao Banco Central a respectiva fiscalização. O inciso X, artigo 3º, da lei em questão, previu a competência do Banco Central de “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.”⁹³

Em adição, o art. 4º, § 6º, da lei em questão, fazia remissão ao capítulo V da Lei 4.595, de 31 de dezembro de 1964,⁹⁴ que determinava sanções de polícia para condutas genéricas. No entanto, a lei não forneceu os parâmetros necessários para o exercício do poder

⁹³BRASIL. Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965. Disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento. Brasília, 2005. Disponível em http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L4728.htm. Acesso em 03/05/2012.

⁹⁴Lei 4.595, de 31 de dezembro de 1964:

CAPÍTULO V - DAS PENALIDADES

Art. 42. O art. 2º, da Lei nº 1808, de 07 de janeiro de 1953, terá a seguinte redação:

"Art. 2º Os diretores e gerentes das instituições financeiras respondem solidariamente pelas obrigações assumidas pelas mesmas durante sua gestão, até que elas se cumpram.

Parágrafo único. Havendo prejuízos, a responsabilidade solidária se circunscreverá ao respectivo montante." (Vide Lei nº 6.024, de 1974)

Art. 43. O responsável pela instituição financeira que autorizar a concessão de empréstimo ou adiantamento vedado nesta lei, se o fato não constituir crime, ficará sujeito, sem prejuízo das sanções administrativas ou civis cabíveis, à multa igual ao dobro do valor do empréstimo ou adiantamento concedido, cujo processamento obedecerá, no que couber, ao disposto no art. 44, desta lei.

Art. 44. As infrações aos dispositivos desta lei sujeitam as instituições financeiras, seus diretores, membros de conselhos administrativos, fiscais e semelhantes, e gerentes, às seguintes penalidades, sem prejuízo de outras estabelecidas na legislação vigente:

I - Advertência.

II - Multa pecuniária variável.

III - Suspensão do exercício de cargos.

IV - Inabilitação temporária ou permanente para o exercício de cargos de direção na administração ou gerência em instituições financeiras.

V - Cassação da autorização de funcionamento das instituições financeiras públicas, exceto as federais, ou privadas.

VI - Detenção, nos termos do § 7º, deste artigo.

VII - Reclusão, nos termos dos artigos 34 e 38, desta lei.

BRASIL. Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964. Dispõe sobre a Política e as Instituições Monetárias, Bancárias e Creditícias, Cria o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências. Brasília, 1964. Disponível em [http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L4595.htm]. Acesso em 10/11/2011.

de polícia, tampouco determinou quais os atos que poderiam caracterizar o uso privilegiado de informações.⁹⁵

A repressão ao *insider trading* na legislação brasileira foi tratada de maneira pioneira e de forma sistemática pela Lei de Sociedades Anônimas (Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976), que acabou por disciplinar de maneira mais acurada o ordenamento jurídico de mercado de capitais. Os artigos 155 e 157 da lei societária, abaixo transcritos, em conjunto, formaram a estrutura jurídica do dever de informar:

Dever de Lealdade

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

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

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

§ 4º É vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001)

[grifos acrescentados]

Dever de Informar

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 ordinária, a pedido de acionistas que representem 5% (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;

⁹⁵LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Mercado de capitais e insider trading*. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 1982, p. 173.

- 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.

§ 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. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001) [grifos acrescidos]⁹⁶

O art. 155, § 1º, considera como relevante o fato que pode alterar significativamente a cotação das ações no mercado. A jurisprudência norte-americana tem entendido que “fato relevante” é aquele que seria levado em consideração pelo investidor médio. Na mesma linha, em nosso ordenamento pátrio, o fato relevante é qualquer evento que pode vir a causar alterações significativas nos valores mobiliários emitidos pela sociedade anônima, independentemente de previsão legal ou regulamentar que relacione taxativamente os fatos que devam ser obrigatoriamente divulgados.⁹⁷

A reforma da Lei das Sociedades Anônimas, instituída pela Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001, acrescentou o § 4º ao art. 155, passando a vedar a utilização da informação relevante, ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela ainda não tenha tido acesso, com fins a obter vantagem para si ou para terceiros. Nelson Eizirik e Modesto

⁹⁶BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Brasília, 1976. Disponível em [http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404compilada.htm]. Acesso em 10/11/2011.

⁹⁷EIZIRIK, Nelson; B. GAAL, Ariadna; PARENTE, Flavia; DE FREITAS FENRIQUES, Marcus. *Mercado de capitais: regime jurídico*. 2.ed. revisada e atualizada. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p.540.

Carvalhosa fazem uma ressalva para a expressão “qualquer pessoa” utilizada na norma, alertando para o fato de que deve haver umnexo profissional entre o vazamento de informações e os terceiros, para que possam ser enquadrados na norma.⁹⁸

Da leitura do artigo 157, § 4º, percebe-se que o direito brasileiro, estruturado a partir da construção feita nos Estados Unidos, conforme, aliás, já comentado, adotou o modelo normativo de “*disclosure or refrain from trading*”. Este modelo determina que o administrador que detém a informação privilegiada, dado o seu dever de fideducía com relação à companhia, caso entenda por bem não divulgar a informação privilegiada, deve abster-se de negociá-la em proveito próprio ou de terceiro.⁹⁹

O art. 157, § 5º, por sua vez, faz transparecer o *affirmative duty of disclosure of any material fact* (dever de divulgação de qualquer fato relevante), afirmado na Rule10b-5. Este dever de informar advém da necessidade de se proteger acionistas minoritários, que podem vir a ser prejudicados diante do não conhecimento de uma informação da qual, por outro lado, um administrador tenha acesso.¹⁰⁰

Originalmente, a Lei das S.A. considerava como *insider* apenas os administradores das companhias. A Instrução CVM nº 31/1984 alargou o rol de *insiders* e hoje em dia a Instrução CVM nº 358/2002 dispõe, em seu art. 13, que podem ser considerados como *insiders* a própria companhia, os acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, ou por quem quer que, em virtude de seu cargo, função ou posição na companhia aberta, sua controladora, suas controladas ou coligadas, tenha conhecimento da informação relativa ao ato ou fato relevante.¹⁰¹

O uso indevido de informação privilegiada é também punível na esfera criminal, sendo este o principal foco de estudo deste trabalho. O crime de *insider trading* e a pena para

⁹⁸CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. *A nova lei das S.A.*. São Paulo: Saraiva, 2003, p. 322.

⁹⁹EIZIRIK, Nelson; B. GAAL, Ariadna; PARENTE, Flavia; DE FREITAS FENRIQUES, Marcus. *Mercado de capitais: regime jurídico*. 2.ed. revisada e atualizada. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 540.

¹⁰⁰LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Mercado de capitais e insider trading*. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 1982, p. 175.

¹⁰¹EIZIRIK, Nelson; B. GAAL, Ariadna; PARENTE, Flavia; DE FREITAS FENRIQUES, Marcus. *Op. cit.*, p.540.

quem o comete estão previstos na Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, em seu art. 27-D, o qual segue:

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: (Artigo incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)
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. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)¹⁰²

Mais a frente, será feito um estudo mais aprofundado a respeito do objeto penal protegido na criminalização do *insider trading*, bem como das principais controvérsias a respeito de sua criminalização. Por ora, convém destacar algumas características do delito, cujo núcleo é “utilizar” a informação, propiciando, para si, ou para terceiros, vantagem mediante negociação com valores mobiliários.

Primeiramente, para caracterização do delito, se requer que a informação seja relevante, conceito este dado pelo art. 155, § 1º, conforme já explicado. Em adição, a Instrução CVM nº 358/2002 assim define fato relevante:

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

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

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

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

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;

¹⁰² BRASIL. Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Brasília, 1976. Disponível em [http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385.htm]. Acesso em 10/11/2011.

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.¹⁰³

Ressalte-se que esse rol não é exaustivo, mas sim exemplificativo. O critério para configuração de um fato relevante consiste em identificar se ele é capaz de influenciar consideravelmente na cotação dos valores mobiliários de emissão da sociedade.¹⁰⁴

Outra característica relevante é o sigilo da informação, isto é, a informação não passível de ser obtida por meios acessíveis ao público em geral.¹⁰⁵ O art. 3º da Instrução CVM nº 358/2002¹⁰⁶ estabelece a forma a ser adotada a fim de conferir publicidade às informações

¹⁰³ BRASIL. Instrução CVM nº 358, 3 de janeiro de 2002. Disponível em [http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385.htm]. Acesso em 10/11/2011.

¹⁰⁴ EIZIRIK, Nelson; B. GAAL, Ariadna; PARENTE, Flavia; DE FREITAS FENRIQUES, Marcus. *Mercado de capitais: regime jurídico*. 2.ed. revisada e atualizada. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. p. 541.

¹⁰⁵ TAYAR DUARTE DIAS, Amanda. Questões atuais envolvendo *insider trading*. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. São Paulo, v. 12, n. 45, p.129. jul./set.2009.

¹⁰⁶ **Art. 3º** Cumpre ao Diretor de Relações com Investidores divulgar e comunicar à CVM e, se for o caso, à bolsa de valores e entidade do mercado de balcão organizado em que os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação, qualquer ato ou fato relevante ocorrido ou relacionado aos seus negócios, bem como zelar por sua ampla e imediata disseminação, simultaneamente em todos os mercados em que tais valores mobiliários sejam admitidos à negociação.

§ 1º Os acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, deverão comunicar qualquer ato ou fato relevante de que tenham conhecimento ao Diretor de Relações com Investidores, que promoverá sua divulgação.

§ 2º Caso as pessoas referidas no parágrafo anterior tenham conhecimento pessoal de ato ou fato relevante e constatem a omissão do Diretor de Relações com Investidores no cumprimento de seu dever de comunicação e divulgação, inclusive na hipótese do parágrafo único do art. 6º desta Instrução, somente se eximirão de responsabilidade caso comuniquem imediatamente o ato ou fato relevante à CVM.

que, após divulgadas, deixam de ser sigilosas. Daí em diante, não se tratam mais de informações privilegiadas.

No caso de o agente utilizar a informação privilegiada para outro fim que não negociar no mercado de valores mobiliários, não incorrerá ele no crime de *insider trading*. É o que ocorre, por exemplo, quando administrador de sociedade anônima usa, em benefício próprio ou de terceiro, oportunidade comercial de que tenha conhecimento em virtude de seu cargo, incorrendo ele no ilícito previsto no art. 155, II da Lei das S.A.¹⁰⁷

Algumas ressalvas merecem ser feitas no que se refere ao sujeito ativo do delito de *insider trading*. Neste aspecto, as normas administrativas tratam da matéria de maneira mais ampla do que o art. 27-D da Lei nº 6.385/1976. Na esfera do direito administrativo sancionador, nos termos do art. 13 da Instrução CVM nº 358, pode ser punida qualquer pessoa que tenha conhecimento da informação, sabendo que é privilegiada (*insider secundário*).¹⁰⁸

Já nos termos do art. 27-D, embora não sem divergência, o delito é próprio¹⁰⁹, somente podendo ser incriminadas as pessoas obrigadas a guardar sigilo, como são o acionista controlador, administradores, membros do conselho fiscal e prestadores de serviços que tenham, em virtude de lei ou de contrato, dever de sigilo, isto é, os *insiders* primários.¹¹⁰ Existe uma discussão a respeito do sujeito ativo do delito bem como a qual punição ele está sujeito, o que será abordado em tópico próprio do presente trabalho.

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

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

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

§ 6º A CVM poderá determinar a divulgação, correção, aditamento ou republicação de informação sobre ato ou fato relevante.

BRASIL. Instrução CVM nº 358, 3 de janeiro de 2002.

¹⁰⁷ EIZIRIK, Nelson; B. GAAL, Ariadna; PARENTE, Flavia; DE FREITAS FENRIQUES, Marcus. *Mercado de capitais: regime jurídico*. 2.ed. revisada e atualizada. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. p.544.

¹⁰⁸ *Id. Ibid.*, p.540.

¹⁰⁹ Segundo Guilherme de Souza Nucci, “são próprios os crimes que exigem sujeito ativo especial ou qualificado, isto é, somente podem ser praticados por determinadas pessoas.” *Manual de direito penal. Parte geral. Parte especial*. 7.ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011, p. 182.

¹¹⁰ EIZIRIK, Nelson; B. GAAL, Ariadna; PARENTE, Flavia; DE FREITAS FENRIQUES, Marcus. *Op. cit.*, p, 545.

Os *insiders* secundários não estão obrigados a guardar sigilo e somente podem ser punidos administrativamente pela CVM, cabendo à esta autarquia a produção de provas do uso indevido de eventual informação privilegiada. Já no que tange aos *insiders* primários, há, na esfera do processo administrativo sancionador, uma presunção *juris tantum* de que detêm a informação relevante e que a possível negociação com valores dessa companhia seria irregular.¹¹¹

Diversamente da legislação de outros países, tais como Estados Unidos, Portugal e Itália, a norma penal brasileira somente incrimina a conduta do *insider* que negocia com valores mobiliários. Isto é, não é punível criminalmente o *insider* que passa a informação a terceiros, podendo este somente vir a ser punido administrativamente por infração ao dever de lealdade, previsto no art. 155 da Lei Societária.¹¹²No entanto, há divergências doutrinárias nesse aspecto, que serão tratadas no próximo capítulo.

O tipo subjetivo da conduta criminosa em apreço é caracterizado, inquestionavelmente, pelo dolo. Não o dolo simples, mas sim o dolo especial,¹¹³ com o fim de se obter a vantagem ilícita por meio da negociação de valores mobiliários quando do uso de informação relevante ainda não divulgada.¹¹⁴ Assim, o *insider* deve desejar o resultado da vantagem indevida, não bastando a simples consciência da ilicitude.¹¹⁵

¹¹¹ EIZIRIK, Nelson; B. GAAL, Ariadna; PARENTE, Flavia; DE FREITAS FENRIQUES, Marcus. *Mercado de capitais: regime jurídico*. 2.ed. revisada e atualizada. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. p.546.

¹¹² *Ib ibid.*

¹¹³ Guilherme de Souza Nucci explica que “*A doutrina tradicional costuma fazer diferença entre dolo e dolo genérico, que seria a vontade de praticar a conduta típica, sem qualquer finalidade especial, e o dolo específico, que seria a mesma vontade, embora adicionada de uma especial finalidade.*” NUCCI, Guilherme de Souza. *Manual de direito penal. Parte geral. Parte especial*. 7.ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011, p. 182.

¹¹⁴ TORQUATO AVOLIO, Luiz Francisco. A criminalização do *insider trading* no Brasil e seu contributo para o direito penal econômico. *Revista dos Tribunais*. São Paulo, v. 95, n. 850, p. 457. Agosto/2006.

¹¹⁵ EIZIRIK, Nelson; B. GAAL, Ariadna; PARENTE, Flavia; DE FREITAS FENRIQUES, Marcus. *Op. cit.*, p. 546.

2. ASPECTOS PENAIS CONTROVERSOS DA CRIMINALIZAÇÃO DO *INSIDER TRADING* NO BRASIL

2.1. Momento Consumativo: Crime Formal x Crime Material

A primeira, e talvez mais simples, das controvérsias a respeito da tipificação criminosa do *insider trading* refere-se à sua caracterização como crime formal¹¹⁶ (também conhecido como delito de mera conduta ou de atividade) ou material¹¹⁷ (delito de resultado ou causal).

A maior parte da doutrina sobre o tema (que ainda é escassa), caracteriza o crime como formal. Nesse sentido, cabe destacar as palavras de Luiz Francisco Torquato Avolio:

Mas não se trata o *insider trading*, como o crime de estelionato, de crime material – que somente se consuma com a obtenção de vantagem ilícita, em prejuízo alheio – e, sim, de crime formal, consistente em utilizar informação relevante, capaz de propiciar, para si ou para outrem vantagem indevida.¹¹⁸

Em igual direção, é o entendimento de Guilherme Brenner Lucchesi:

Ao contrário do que se possa pensar, o tipo penal não exige que o autor efetivamente obtenha a vantagem indevida, bastando que a informação privilegiada, caso utilizada na negociação de valores mobiliários, possa potencialmente acarretar benefício econômico. Isto porque, pelo dinamismo que envolve o mercado financeiro, muito embora o *insider* possa representar a obtenção de uma vantagem, esta pode não vir a ser obtida, em virtude de outras operações realizadas, o que foge do controle do autor. Se a informação obtida, caso utilizada por meio de uma operação bursátil, tenha potencial lucrativo para o autor ou para terceiro, admite-se a imputação. Muito embora não possa ser classificado como tipo material, ou “de resultado”, pois prescinde da verificação da ocorrência do resultado para sua consumação, o delito de *insider trading* também não constitui um tipo de “simples atividade”¹¹⁹, pois se

¹¹⁶ Guilherme de Souza Nucci define os crimes formais como sendo os que “se contentam com a ação humana esgotando a descrição típica, havendo ou não resultado naturalístico.” NUCCI, Guilherme de Souza. *Manual de direito penal. Parte geral. Parte especial*. 7.ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011, p. 185.

¹¹⁷ Sobre os crimes materiais, explica Guilherme de Souza Nucci: “Por outro lado, denominam-se crimes de resultado (também chamados de materiais ou causais) aqueles que necessariamente possuem resultado naturalístico; sem a sua ocorrência, o delito é apenas uma tentativa.” NUCCI, Guilherme de Souza. *Op. cit.*, p. 186.

¹¹⁸ TORQUATO AVOLIO, Luiz Francisco. A criminalização do *insider trading* no Brasil e seu contributo para o direito penal econômico. *Revista dos Tribunais*. São Paulo, v. 95, n. 850, p. 457. Agosto/2006.

¹¹⁹ Alguns autores penalistas diferem os delitos de mera atividade dos delitos formais. Nesse sentido, explica Guilherme de Souza Nucci: “Embora controversa, há quem estabeleça diferença entre os crimes de atividade, vislumbrando situações diversas quanto aos formais e aos de mera conduta. Os formais seriam os crimes de atividade que comportariam a ocorrência de um resultado naturalístico, embora não exista essa exigência (reportamo-nos ao exemplo de prevaricação). Os de mera conduta seriam os delitos de atividade que não comportariam a ocorrência de um resultado naturalístico, contentando-se unicamente em punir a conduta do agente (ex.: algumas formas de violação de domicílio e violação de correspondência. Nessa

exige algum tipo de prejuízo – não, necessariamente, econômico – causado em relação ao mercado de valores mobiliários a ponto de justificar a sanção penal. Neste sentido, o tipo caracteriza um delito formal, no qual, segundo Nélson Hungria, “a consumação antecede ou alheia-se ao *eventus damni*”, isto é, o tipo não exige para a consumação a comprovação de efetiva vantagem auferida pelo autor em detrimento do mercado, pois o pressupõe, antecipando a ele a consumação.¹²⁰

Fausto Martin De Sanctis também se manifesta claramente no mesmo sentido:

Deve ser classificado como delito 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.¹²¹

Esse entendimento é seguido pela própria racionalidade do mercado, onde os resultados não costumam ser alcançados de forma imediata. No mercado de capitais, os resultados demandam a evolução da conjuntura econômica, não podendo ser condicionados, portanto, à consumação do resultado esperado.¹²²

Embora tal caracterização pareça não merecer reparos, o respeitado professor Nelson Eizirik, em sua obra a respeito do mercado de capitais, diverge dos doutrinadores acima mencionados, afirmando que:

O delito é material, de forma que o momento consumativo é o da realização do resultado, a vantagem indevida obtida coma utilização da informação privilegiada. A norma penal, a propósito, é expressa no sentido de exigir que a informação seja capaz de propiciar vantagem indevida mediante negociação com valores mobiliários; não há como se caracterizar a “vantagem indevida” sem a realização do resultado.¹²³

Essa opinião é compartilhada por Castellar:

Trata-se de delito material, pois o resultado dependerá da vantagem que o agente venha a perceber com a negociação da informação relevante no mercado. (...) somente estará configurado o delito descrito no artigo 27-D do CP se o agente

categoria, insere-se o crime exaurido, que é o delito que continua a produzir resultado danoso, depois de estar consumado.” NUCCI, Guilherme de Souza. *Manual de direito penal. Parte geral. Parte especial*. 7.ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011. p. 185-186.

¹²⁰ BRENNER LUCCHESI, Guilherme. O objeto de tutela penal no delito de *insider trading*. Uma análise crítica a partir da dogmática penal contemporânea. *Revista Brasileira de Ciências Criminais*. São Paulo, v.19, n. 90, p. 150. Maio/junho 2011.

¹²¹ MARTIN DE SANCTIS. *Punibilidade no sistema financeiro nacional. Tipos penais que tutelam o sistema financeiro nacional*. Campinas/SP: Millenium, 2003, p. 109-110.

¹²² LEITE FILHO, José. Notas ao crime de uso indevido de informação privilegiada (art. 27-D da Lei 6.385/76). *Revista do Instituto Brasileiro de Ciências Criminais – IBCCRIM*. São Paulo, n.60, p. 112. Mai/jun 2006.

¹²³ EIZIRIK, Nelson; B. GAAL, Ariadna; PARENTE, Flavia; DE FREITAS FENRIQUES, Marcus. *Mercado de capitais: regime jurídico*. 2.ed. revisada e atualizada. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p.547.

efetivamente obtiver a vantagem indevida (ou deixar de obtê-la por circunstância alheia a sua vontade) (...) ¹²⁴

Concluiu este autor que a prática atingiria um bem jurídico mediato, qual seja, a vulneração à confiança, que, por sua vez, dependeria da vulneração de um bem jurídico imediato, de cunho patrimonial. ¹²⁵

2.2. Sujeito Ativo: Crime Comum x Crime Próprio

Quanto à classificação do crime no que se refere ao sujeito ativo, o tipo penal parece deixar claro tratar-se de crime próprio ¹²⁶, pois reclama especial condição do agente. Isso porque o artigo 27-D, da lei nº 6.385/76, refere-se à informação “de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo”. Está claro, pela dicção do artigo, que não é qualquer pessoa que tem a obrigação de manter sigilo. Exige o normativo em questão que o agente, além de ser detentor da informação privilegiada, possua também a obrigação legal de guardar sigilo.

Nessa senda, a norma restringe a responsabilização penal aos *insiders primários*, quais sejam, administradores – e equiparados, aos quais a lei societária obriga o sigilo. ¹²⁷ Guilherme Brenner Lucchesi, ao tratar sobre o assunto, ressalta que não é qualquer empregado ou diretor da companhia que pode ser criminalmente penalizado pela prática, mas somente aqueles que possuem o dever legal de guardar sigilo em razão do cargo ou da posição que ocupam. ¹²⁸ Assim, os agentes secundários ¹²⁹ somente seriam responsabilizados

¹²⁴ CASTELLAR, José Carlos. *Insider Trading e os novos crimes corporativos. (uso indevido de informação privilegiada, manipulação de Mercado e exercício irregular de cargo, profissão, atividade ou função)*. Rio de Janeiro: Editora Lumen Juris, 2008, p. 119.

¹²⁵ *Id. Ibid.*

¹²⁶ Guilherme de Souza Nucci assim define os crimes próprios: “são próprios os crimes que exigem sujeito ativo especial ou qualificado, isto é, somente podem ser praticados por determinadas pessoas. As qualidades do sujeito ativo podem ser de fato, referente à natureza humana ou à inserção social da pessoa (ex.: mulher no autoaborto; mãe no infanticídio; enfermo no perigo de contágio venéreo), ou de direito, referentes à lei (ex.: funcionário público, em vários delitos do Capítulo I, Título XI, da Parte Especial; testemunha no falso testemunho; perito na falsa perícia). NUCCI, Guilherme de Souza. *Manual de direito penal. Parte geral. Parte especial*. 7.ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011, p. 185.

¹²⁷ TORQUATO AVOLIO, Luiz Francisco. A criminalização do *insider trading* no Brasil e seu contributo para o direito penal econômico. *Revista dos Tribunais*. São Paulo, v. 95, n. 850, Agosto/2006 p. 456.

¹²⁸ BRENNER LUCCHESI, Guilherme. O objeto de tutela penal no delito de *insider trading*. Uma análise crítica a partir da dogmática penal contemporânea. *Revista Brasileira de Ciências Criminais*. São Paulo, v.19, n. 90, p. 148, maio/junho 2011.

¹²⁹ A doutrina americana se refere aos *insiders* que não são empregados da companhia, mas que prestam serviços a ela, tais como advogados, contadores e auditores como “*temporary insiders*”. DAVIS, Harry. *Overview of the law of insider trading*. In: SCHULTE ROTH & ZABEL LLP.; DAVIS, Harry (coord.). *Insider trading. Law and compliance. Answer Book 2011-12*. New York City: Practising Law Institute, 2011, p. 4.

criminalmente quando da existência de lei que os obriguem a guardar sigilo, como é o caso de contadores e advogados.¹³⁰

Nesse sentido, estabelece o artigo 8º da Instrução CVM nº 358/2002:

Art. 8o - Cumpre 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, e empregados da companhia, guardar sigilo das informações relativas a ato ou fato relevante às quais tenham acesso privilegiado em razão do cargo ou posição que ocupam, até sua divulgação ao mercado, bem como zelar para que subordinados e terceiros de sua confiança também o façam, respondendo solidariamente com estes na hipótese de descumprimento.

Juliano Breda afirma ser de suma importância reconhecer que o crime não pode ser atribuído a terceiros, que, por caso fortuito¹³¹, tenham tido acesso à informação, sem, no entanto, possuir o requisito típico.¹³² Nesse sentido, afirma João Carlos Castellar:

É claro que sempre haverá a possibilidade de que a informação relevante tenha sido obtida por um *extraneus* e por outros meios que não indiquem relação de causalidade com aquelas pessoas obrigadas ao dever de lealdade. Esses meios podem ser lícitos (captar por acaso uma conversa em um restaurante) ou ilícitos ('grampo' telefônico). Isto, porém, não classificaria o delito como comum, eis que o tipo ostenta a expressão da qual deva manter sigilo, não sendo prevista punição na esfera penal para os casos previstos no § 4º, do artigo 155, da Lei 6.404/76, por conta do princípio da legalidade. Por outro lado, o receptor da informação que age em concurso com o *insider*, também chamado de *insider* 'secundário', desde que consciente de que está adquirindo uma informação privilegiada, estará, de qualquer forma, participando da ação típica [...]¹³³

Não há que se falar em imputação pelo crime, portanto, quando alguém, por caso fortuito, recebe a informação, sem possuir qualquer obrigação legal de manter sigilo,

¹³⁰ TORQUATO AVOLIO, Luiz Francisco. A criminalização do *insider trading* no Brasil e seu contributo para o direito penal econômico. *Revista dos Tribunais*. São Paulo, v. 95, n. 850, Agosto/2006 p. 456.

¹³¹ Interessante citar como exemplo o caso *Securities and Exchange Commission vs. Switzer*, em que, no intervalo de um treino de futebol americano, o técnico, chamado Switzer, descansando nas arquibancadas, acidentalmente ouviu o diretor de uma grande companhia da região conversando com sua esposa a respeito da fusão de uma das companhias subsidiárias da sua. O técnico, então, fazendo uso dessas informações, negociou na bolsa de valores ações dessa companhia, auferindo lucros maiores que US\$500 mil. O caso foi julgado pela Justiça Federal do Distrito Oeste do Estado de Oklahoma, que absolveu o técnico, entendendo que, ao ter obtido as informações por caso fortuito, não teria ele agido em violação ao dever de fidedelidade. BRENNER LUCCHESI, Guilherme. O objeto de tutela penal no delito de *insider trading*. Uma análise crítica a partir da dogmática penal contemporânea. *Revista Brasileira de Ciências Criminais*. São Paulo, v.19, n. 90, p. 149. Maio/junho 2011.

¹³² BITENCOURT, Cezar Roberto; Breda, Juliano. *Crimes contra o sistema financeiro nacional & contra o mercado de capitais*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2012, p. 359.

¹³³ CASTELLAR, José Carlos. *Insider Trading e os novos crimes corporativos. (uso indevido de informação privilegiada, manipulação de Mercado e exercício irregular de cargo, profissão, atividade ou função)*. Rio de Janeiro: Editora Lumen Juris, 2008, p. 121-122.

conforme definido no art. 8º da mencionada instrução CVM. Por outro lado, o *insider* que diretamente passar a informação a terceiro, deve zelar para que esse terceiro mantenha sigilo, sob pena de ambos responderem solidariamente pelo uso indevido da informação privilegiada.¹³⁴

Luiz Francisco Torquato Avolio lança uma crítica a respeito da forma com que o legislador tratou o sujeito ativo no artigo 27-D da Lei 6.385/76. Argumenta que a dicção da norma incriminadora exclui a possibilidade de incriminação de todos os demais participantes do mercado que, de alguma forma, obtiveram a informação privilegiada, mas não possuem a obrigação de guardar sigilo. Sugere ainda que, para corrigir a falha, bastaria o emprego da conjunção alternativa: “de que tenha conhecimento ou da qual deva manter sigilo.”¹³⁵

Vale citar o tratamento dado pela legislação portuguesa¹³⁶ que incrimina não somente o *insider* primário, como também o prestador eventual de serviços e os demais que tenham conhecimento da informação.¹³⁷ Percebe-se que o legislador lusitano foi bem mais claro ao redigir o texto legal.

Já nos Estados Unidos, o termo “*insider*” não foi expressamente definido pelas ‘*securities laws*’ ou pelas regras da SEC, mas tem sido construído pelas cortes para se referir a pessoa ou entidade que, devido a um dever fiduciário (*fiduciary relationship*) com o emitente dos valores mobiliários, tem o conhecimento ou acesso à informação relevante ainda

¹³⁴ BRENNER LUCCHESI, Guilherme. O objeto de tutela penal no delito de *insider trading*. Uma análise crítica a partir da dogmática penal contemporânea. *Revista Brasileira de Ciências Criminais*. São Paulo, v.19, n. 90, p. 149. Maio/junho 2011.

¹³⁵ TORQUATO AVOLIO, Luiz Francisco. A criminalização do *insider trading* no Brasil e seu contributo para o direito penal econômico. *Revista dos Tribunais*. São Paulo, v. 95, n. 850, p. 456. Agosto/2006.

¹³⁶ Assim dispõe o art. 378 do Código de Valores Mobiliários Português: “**Artigo 378.o Abuso de informação** — Quem disponha de informação privilegiada: a) Devido à sua qualidade de titular de um órgão de administração ou de fiscalização de um emitente ou de titular de uma participação no respectivo capital; ou b) Em razão do trabalho ou do serviço que preste, com carácter permanente ou ocasional, a um emitente ou a outra entidade; ou c) Em virtude de profissão ou função pública que exerça; ou d) Que, por qualquer forma, tenha sido obtida através de um facto ilícito ou que suponha a prática de um facto ilícito; e a transmita a alguém fora do âmbito normal das suas funções ou, com base nessa informação, negocie ou aconselhe alguém a negociar em valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros ou ordene a sua subscrição, aquisição, venda ou troca, directa ou indirectamente, para si ou para outrem, é punido com pena de prisão até 5 anos ou com pena de multa.² — Qualquer pessoa não abrangida pelo número anterior que, tendo conhecimento de uma informação privilegiada, a transmita a outrem ou, com base nessa informação, negocie ou aconselhe alguém a negociar em valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros ou ordene a sua subscrição, aquisição, venda ou troca, directa ou indirectamente, para si ou para outrem, é punida com pena de prisão até 4 anos ou com pena de multa até 240 dias.(...)”. PORTUGAL. Código dos Valores Mobiliários. Disponível em <https://www.interbolsa.pt/Portals/0/Ficheiros/CentralValoresMobiliarios.PT.pdf>. Acesso em 19/04/2012.

¹³⁷ TORQUATO AVOLIO, Luiz Francisco. *Op. cit.*, p. 456. Agosto/2006.

não divulgada. Tipicamente, o *insider* seria aquele que ocupa uma posição de confiança com a companhia, tais como *officer*, diretor, acionista controlador ou qualquer empregado.¹³⁸

As regras contra o uso de informação privilegiada, segundo a jurisprudência norte-americana, também seriam aplicadas a empregados indiretos da companhia, tais como auditores, advogados, contadores, bancos investidores, etc.. Pode ser aplicada também, em duas hipóteses, a pessoas que não têm qualquer relação de fidúcia com a empresa.

A primeira hipótese ocorre quando a pessoa obteve a informação diretamente do *insider* e a usou para obter vantagens (“*tippee*”). Pode também ser imputada a pessoa que, mesmo sem qualquer dever de fidúcia ou sem qualquer relação com o *corporate insider*, obtenha a informação sabendo que deve guardar sigilo. Essa segunda possibilidade aplica-se somente quando se adota a *misappropriation theory* e a sua configuração envolve grande complexidade¹³⁹. Esse tema, contudo, não será desenvolvido, pois esse não é o escopo do presente trabalho.

Divergindo da maioria da doutrina brasileira, De Sanctis entende que, muito embora se exija do sujeito ativo a obrigação de sigilo, trata-se de crime comum¹⁴⁰, prescindindo, portanto, do nexos de causalidade entre o conhecimento do sigilo e o cargo ocupado pelo agente. Para o doutrinador, o legislador teria meramente coibido a utilização, mediante negociação, de informação relevante de que tenha conhecimento. Entende, ainda, que poderá ser enquadrada na norma incriminadora qualquer pessoa que tenha acesso à informação privilegiada, sendo suficiente que negocie com valores mobiliários.¹⁴¹

A fundamentação para esse entendimento é o § 4º do artigo 155 da Lei Societária, que veda a qualquer pessoa a utilização de informação relevante ainda não divulgada, com a finalidade de se obter vantagem no mercado de valores mobiliários:

¹³⁸ DAVIS, Harry. *Overview of the law of insider trading*. In: SCHULTE ROTH & ZABEL LLP.; DAVIS, Harry (coord.). *Insider trading. Law and compliance. Answer Book 2011-12*. New York City: Practising Law Institute, 2011, p. 4.

¹³⁹ *Id. Ibid.*, p. 5.

¹⁴⁰ Guilherme de Souza Nucci assim define os delitos comuns: “São considerados comuns os delitos que podem ser cometidos por qualquer pessoa (ex.: homicídio, roubo, falsificação)”. NUCCI, Guilherme de Souza. *Manual de direito penal. Parte geral. Parte especial*. 7.ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011, p. 185.

¹⁴¹ MARTIN DE SANCTIS. *Punibilidade no sistema financeiro nacional. Tipos penais que tutelam o sistema financeiro nacional*. Campinas/SP: Millenium, 2003, p. 110.

A intenção do legislador em preservar a posição de igualdade dos investidores, tutelando o risco normal do mercado, isto é, a regularidade do mercado de valores mobiliários e, por consequência, a ordem econômica, não possibilita a interpretação restritiva do sujeito ativo, até porque, como se observou, não foi esse o seu intuito que, sabiamente, incluiu qualquer pessoa como responsável pela utilização da informação relevantes (art. 155, § 4º, da Lei nº 6.404/76).¹⁴²

O autor conclui que, para que fosse o crime caracterizado como próprio, seria necessário constar do tipo penal o conhecimento em razão do ofício.¹⁴³

2.3. Competência para Julgamento do Delito de *Insider Trading*

Ao introduzir no ordenamento jurídico brasileiro o crime de uso indevido de informação privilegiada, a Lei nº 10.303/2001 não mencionou expressamente de quem seria a competência para o julgamento de causas envolvendo a prática. Boa parte da doutrina, então, atribuiu à Justiça Estadual a competência para o julgamento, usando como argumento principal o fato de que o artigo 109, VI, da Constituição Federal, atribuiu à Justiça Federal o julgamento de crimes contra o sistema financeiro, mas somente nos casos determinados expressamente em lei.¹⁴⁴

Art. 109. Aos juízes federais compete processar e julgar:

(...)

VI - os crimes contra a organização do trabalho e, nos casos determinados por lei, contra o sistema financeiro e a ordem econômico-financeira;¹⁴⁵

Por outro lado, há quem defenda que a competência para o julgamento da prática do *insider trading* é da Justiça Federal, por força do inciso IV, também do artigo 109 da Magna Carta:

IV - os crimes políticos e as infrações penais praticadas em detrimento de bens, serviços ou interesse da União ou de suas entidades autárquicas ou empresas

¹⁴² MARTIN DE SANCTIS. *Punibilidade no sistema financeiro nacional. Tipos penais que tutelam o sistema financeiro nacional*. Campinas/SP: Millenium, 2003, p. 110-111.

¹⁴³ *Id. Ibid.*

¹⁴⁴ DE GRANDIS, Rodrigo. Aspectos penais do uso de informação privilegiada (*insider trading*) no direito brasileiro. In: VILARDI, Celso Sanchez; BRESSER PEREIRA, Flávia Rahal; DIAS NETO, Theonmiro (Coordenadores). *Direito Penal Econômico. Crimes financeiros e correlatos*. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 167.

¹⁴⁵ BRASIL. Constituição (1988). Constituição da República Federativa do Brasil. Brasília: Senado Federal, 2005.

públicas, excluídas as contravenções e ressalvada a competência da Justiça Militar e da Justiça Eleitoral;¹⁴⁶

Esse é o entendimento de Rodrigo de Grandis, que afirma que a norma estampada no artigo 109, VI, não esgotaria a disciplina quanto à competência da Justiça Federal no que diz respeito aos crimes financeiros e contra a ordem econômico-financeira, bastando a análise do inciso IV para atribuir à Justiça Federal a competência para julgamento do crime de *insider trading*.¹⁴⁷

Para sustentar esse entendimento, o autor se apoia na interpretação dada pelo Supremo Tribunal Federal, ao julgar o Recurso Extraordinário nº 502.915-8/SP, de relatoria do então Ministro Sepúlveda Pertence, que assentou, a respeito do artigo 109, VI, da Constituição Federal:

15. Data vênia, contudo, estou convencido de que o art. 109, VI, da Constituição, não esgota a disciplina quanto à competência da Justiça Federal relativamente aos crimes contra o sistema financeiro e a ordem econômico-financeira.

16. Referido inciso, na verdade, antes amplia do que restringe a competência da Justiça Federal: possibilita ele, com efeito, que a partir das peculiaridades de determinadas condutas lesivas ao sistema financeiro nacional e à ordem econômico-financeira, possa a legislação ordinária subtrair da Justiça estadual a competência para julgar causas que se recomenda sejam apreciadas pela Justiça Federal, mesmo que não abrangidas pelo art. 109, IV, da Constituição.

17. Do contrário, poderiam surgir situações em que o crime seria julgado pela Justiça estadual mesmo que cometido contra bens, serviços e interesses, por exemplo, do Banco Central, com repercussões quiçá em toda a ordem econômico-financeira brasileira.

18. Seria impingir ao inciso VI sentido diametralmente oposto ao que se estrai da interpretação sistemática e teleológica dos demais dispositivos relativos à competência da Justiça Federal.¹⁴⁸

De Grandis cita, ainda para embasar a competência da Justiça Federal, o entendimento de Manoel Pedro Pimentel que, em seus comentários à Lei nº 7.492/1986, que define os crimes contra o Sistema Financeiro Nacional, afirma que referido sistema constitui

¹⁴⁶ BRASIL. Constituição (1988). Constituição da República Federativa do Brasil. Brasília: Senado Federal, 2005.

¹⁴⁷ DE GRANDIS, Rodrigo. DE GRANDIS, Rodrigo. Aspectos penais do uso de informação privilegiada (*insider trading*) no direito brasileiro. In VILARDI, Celso Sanchez; BRESSER PEREIRA, Flávia Rahal; DIAS NETO, Theonimiro (Coordenadores). *Direito Penal Econômico. Crimes financeiros e correlatos*. São Paulo: Saraiva, 2011, p.168.

¹⁴⁸ BRASIL. Supremo Tribunal Federal. Recurso Extraordinário nº 502.915-8/SP, Primeira Turma, Min. Rel. Sepúlveda Pertence, julgado em 13/02/2007, DJE nº 81 de 27/04/2007. Disponível em <http://redir.stf.jus.br/paginadorpub/paginador.jsp?docTP=AC&docID=444800>. Acesso em 15/04/2012.

bem, serviço e interesse da União, razão pela qual mencionada lei atribuiu à Justiça Federal o julgamento dessas infrações penais, por meio de iniciativa do Ministério Público Federal.¹⁴⁹

O autor explica, ademais, que não se pode dizer que é somente o Estado o lesado pelo uso indevido de informação privilegiada, o que seria o mesmo que se considerar a inexistência de lesão direta ou imediata a bens, serviços ou interesses da autarquia federal, no caso a CVM, e, portanto, a impossibilidade de se atribuir a competência à Justiça Federal. Isso porque a prática do *insider trading* prejudicaria interesses multifacetados, sendo vários os ofendidos e não somente o Estado.¹⁵⁰

O maior interesse, outrossim, seria o da CVM, que exerce as funções indeclináveis de assegurar o regular e eficiente funcionamento dos mercados de bolsa e de balcão. A autarquia não poderia, portanto, ser considerada parte desinteressada, uma vez que a prática delituosa ora estudada não ofende unicamente acionistas, administradores ou investidores da companhia, mas também a confiança e a lisura das operações concretizadas, elementos que constituem a base e permitem o desenvolvimento do mercado de capitais.¹⁵¹

Ademais, o interesse da CVM manifesta-se também em convênio firmado com o Ministério Público Federal que, dentre outros atos de cooperação técnica e jurídica, prevê:¹⁵²

I) o estreitamento do relacionamento institucional da CVM e do MPF, de modo a imprimir-se maior agilidade e efetividade nas ações de prevenção, apuração e repressão às práticas lesivas ao mercado de capitais adotadas pelas partes, em conjunto ou separadamente (...); IV) o desenvolvimento e o aprimoramento das técnicas e dos procedimentos empregados na apuração, na prevenção e na repressão de práticas lesivas ao mercado de capitais; e V) as comunicações da CVM ao MPF para que este adote as medidas legais cabíveis em defesa dos interesses do mercado de valores mobiliários e dos seus respectivos investidores, nas esferas administrativa, civil ou criminal.¹⁵³

Esse mesmo entendimento encontra fortes argumentos também em acórdão do Superior Tribunal de Justiça, da lavra do E. Ministro Arnaldo Esteves de Lima, onde firmou-

¹⁴⁹ DE GRANDIS, Rodrigo. Aspectos penais do uso de informação privilegiada (*insider trading*) no direito brasileiro. In VILARDI, Celso Sanchez; BRESSER PEREIRA, Flávia Rahal; DIAS NETO, Theonimiro (Coordenadores). *Direito Penal Econômico. Crimes financeiros e correlatos*. São Paulo: Saraiva, 2011, p.168-169.

¹⁵⁰ *Id. Ibid.*, p. 171.

¹⁵¹ *Id. Ibid.*, p. 172.

¹⁵² *Id. Ibid.*

¹⁵³ *Id. Ibid.*, p. 172-173.

se a competência da Justiça Federal para o julgamento do crime descrito no art. 27-C da Lei nº 6.385/76 (manipulação de mercado):

No caso dos autos, observa-se que a criação de situações capazes de gerar melhores resultados a determinado investidor ocasiona um abalo ao sistema financeiro, na medida em que põe em risco a higidez, a confiabilidade e o equilíbrio desse sistema. Assim, tem-se a incidência da hipótese prevista no art. 109, inciso IV, da Carta da República.

Verifica-se que a Lei 6.385/76 não prevê a competência da Justiça Federal; porém, é indiscutível que, caso a conduta possa gerar lesão ao sistema financeiro nacional, na medida em que põe em risco a confiabilidade dos aplicadores no mercado financeiro, a manutenção do equilíbrio dessas relações, bem como a higidez de todo o sistema, existe o interesse da União.

Ressalta-se, ainda, que o art. 19, VI, da Constituição Federal não tem prevalência sobre o disposto em seu inciso IV, podendo ser aplicado à espécie, desde que caracterizada a relevância da questão e a lesão a interesse da União, ensejando a competência da Justiça Federal para o processamento e julgamento do feito.¹⁵⁴

Assim, uma vez que os crimes estampados nos artigos 27-C e 27-D apresentam a mesma natureza jurídica, o entendimento acima poderia também ser aplicado ao delito de *insider trading*.¹⁵⁵

Por fim, conclui de Grandis:

Nesse sentido, é possível deduzir que, uma vez verificado o cometimento de crime previsto na lei n. 6.385/76, poderá a CVM habilitar-se como assistente da acusação, defendendo, no processo penal, interesse que em nenhum momento se confunde com o *jus puniendi* veiculado pelo Ministério Público Federal por intermédio de ação penal pública (cf. Art. 26, parágrafo único, da Lei n. 7.492/86)¹⁵⁶.

Em suma: os crimes contra o mercado de capitais, em especial o delito de *insider trading* (art. 27-D da Lei n. 6.385/76), violam direta e frontalmente os serviços de fiscalização e de regulamentação, bem como o notório interesse da autarquia federal Comissão de Valores Mobiliários (CVM) em assegurar um mercado de valores mobiliários hígido, saudável, íntegro e eficiente, de modo a ensejar a incidência da

¹⁵⁴ BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Conflito de Competência nº 82.961/SP, Terceira Seção, Min. Rel, Arnaldo Esteves de Lima, julgado em 17/05/2009, DJE 22/06/2009. Disponível em https://ww2.stj.jus.br/processo/jsp/revista/abreDocumento.jsp?componente=ITA&sequencial=888353&num_registro=200700810965&data=20090622&formato=PDF. Acesso em 15/04/2012.

¹⁵⁵ DE GRANDIS, Rodrigo. Aspectos penais do uso de informação privilegiada (*insider trading*) no direito brasileiro. In VILARDI, Celso Sanchez; BRESSER PEREIRA, Flávia Rahal; DIAS NETO, Theonomiro (Coordenadores). *Direito Penal Econômico. Crimes financeiros e correlatos*. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 170.

¹⁵⁶ Dispõe o artigo 26 da Lei nº 7.492/1986: Art. 26. A ação penal, nos crimes previstos nesta lei, será promovida pelo Ministério Público Federal, perante a Justiça Federal. Parágrafo único. Sem prejuízo do disposto no art. 268 do Código de Processo Penal, aprovado pelo Decreto-lei nº 3.689, de 3 de outubro de 1941, será admitida a assistência da Comissão de Valores Mobiliários - CVM, quando o crime tiver sido praticado no âmbito de atividade sujeita à disciplina e à fiscalização dessa Autarquia, e do Banco Central do Brasil quando, fora daquela hipótese, houver sido cometido na órbita de atividade sujeita à sua disciplina e fiscalização. BRASIL. Lei nº 7.492 de 16 de junho 1986. Define os crimes contra o sistema financeiro nacional, e dá outras providências. Brasília, 1986. Disponível em http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L7492.htm. Acesso em 19/04/2012.

regra de competência da Justiça Federal prevista no art. 109, IV, da Constituição da República.¹⁵⁷

Diverge desse posicionamento, no entanto, De Sanctis, que entende não haver que se falar em atração da competência da Justiça Federal, nos termos do inciso VI, do artigo 109, da Constituição Federal, quando do silêncio do legislador ordinário. O crime de *insider trading* é um crime tipicamente do sistema financeiro, de forma que incumbia ao legislador determinar expressamente a competência para seu julgamento.¹⁵⁸

De Sanctis afasta a possibilidade de se atrair a competência da Justiça Federal por força do inciso IV do artigo 109, uma vez que o delito não trata, ao seu entender, de infração penal praticada contra bens, serviços ou interesse de entidade autárquica da União. A CVM, no caso, não seria interessada, tampouco vítima do delito ora em análise. Frisa que as conclusões da autarquia, como órgão independente, devem estar cingidas de imparcialidade. O ofendido, único preocupado com a preservação do mercado mobiliário seria, outrossim, o Estado.¹⁵⁹

Afirma o autor, *in verbis*:

Em outras palavras, apenas remotamente se poderia cogitar em haver interesse da CVM, entidade autárquica da União, não sendo esta circunstância suficiente, portanto, para atrair a competência para a Justiça Federal. Impõe-se asseverar, ainda, que a Lei nº 10.303/01, sequer autorizou a CVM a funcionar como assistente de acusação nos novos tipos que criou, diferentemente da Lei nº 7.492/86, art. 26, parágrafo único.

Em sendo assim, não se pode compreender que a competência seja da Justiça Federal, que é especial.

No caso, porém, de conexão com delito contra o Sistema Financeiro Nacional, fato que não deverá ser incomum dada a abrangência do artigo que definiu a instituição financeira (art. 1º e seu parágrafo único da Lei nº 7.492/86), a competência, por força da Súmula 122 do STJ¹⁶⁰, será da Justiça Federal.

¹⁵⁷ DE GRANDIS, Rodrigo. Aspectos penais do uso de informação privilegiada (*insider trading*) no direito brasileiro. In VILARDI, Celso Sanchez; BRESSER PEREIRA, Flávia Rahal; DIAS NETO, Theonmiro (Coordenadores). *Direito Penal Econômico. Crimes financeiros e correlatos*. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 173.

¹⁵⁸ MARTIN DE SANCTIS. *Punibilidade no sistema financeiro nacional. Tipos penais que tutela o sistema financeiro nacional*. Campinas/SP: Millenium, 2003, p. 119.

¹⁵⁹ *Id. Ibid.*, p. 121.

¹⁶⁰ Superior Tribunal de Justiça. Súmula 122: “Compete à Justiça Federal o processo e julgamento unificado dos crimes conexos de competência federal e estadual, não se aplicando a regra do art. 78, II, a, do Código de Processo Penal.”

Compartilham do entendimento de De Sanctis, pelos mesmos fundamentos, Áureo Natal de Paula¹⁶¹ e Carlos Frederico Coelho Nogueira¹⁶².

2.4. O Objeto de Tutela Penal do Delito de *Insider Trading*

A identificação do bem jurídico penalmente tutelado talvez seja uma das maiores divergências doutrinárias no que se refere aos crimes contra o mercado de valores mobiliários, principalmente ao *insider trading*. Assim, uma análise a respeito faz-se importante, uma vez que a interpretação do tipo penal é condicionada à análise do bem jurídico.

Antes de mais nada, cumpre esclarecer que o bem jurídico penal surge, no âmbito social, da concentração de valores a exigir a tutela do Direito Penal. Assim, a conduta mal vista na sociedade, a partir da alta densidade de valoração do bem jurídico, é institucionalizada pelo Direito Penal Positivo¹⁶³. Para Roxin, os bens jurídicos são:

(...) as circunstâncias reais dadas ou finalidades necessárias para uma vida segura e livre, que garanta todos os direitos humanos e civis de cada um na sociedade ou para o funcionamento de um sistema estatal que se baseia nestes objetivos.¹⁶⁴

Cumpre ressaltar que não é todo bem jurídico que merece proteção penal. Nesse sentido, afirma Francisco Assis de Toledo:

(...) nem todo bem jurídico como tal se coloca sob a tutela específica do Direito Penal. (...) Do ângulo penalístico, portanto, bem jurídico é aquele que esteja a exigir uma proteção especial no âmbito das normas do Direito Penal, por se revelarem insuficientes, em relação a ele, as garantias oferecidas pelo ordenamento jurídico, em outras áreas extrapenais. Não se deve, entretanto – e essa é uma nova consequência do já referido caráter limitado do Direito Penal – supor que essa especial proteção penal deva ser abrangente de todos os tipos de lesão possíveis. Mesmo em relação aos bens jurídicos-penalmente protegidos, restringe o Direito Penal sua tutela a certas espécies e forma de lesão, real ou potencial.¹⁶⁵

Complementando esse entendimento, explicam Zaffaroni e Pierangeli que o bem jurídico cumpre duas funções fundamentais, quais sejam:

¹⁶¹ DE PAULA, Áureo Natal. *Crimes contra o sistema financeiro nacional e o Mercado de capitais. Comentários à Lei 10.303/01 à Lei 6.385/76*. Doutrina e Jurisprudência. Curitiba: Juruá, 2006, p. 35.

¹⁶² NOGUEIRA, Carlos Frederico Coelho. *Comentários ao Código de Processo Penal e, a partir dele, aos dispositivos correlatos de toda a legislação especial, inclusive do Código de Processo Penal Militar*. v. I. Bauru, São Paulo: Edipro, 2002, p.908.

¹⁶³ CANTON FILHO, Fábio. *Bem jurídico penal*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2012, p. 13.

¹⁶⁴ ROXIN, Claus. *A proteção de bens jurídicos como função do direito penal*. Organização e tradução André Luis Callegari e Nereu José Giacomolli. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 2006, p. 18-19.

¹⁶⁵ TOLEDO, Francisco de Assis. *Princípios básicos de direito penal*. São Paulo: Saraiva, 2001, p.17.

(...) a) uma função garantidora, que emerge do princípio republicano; e b) uma função teleológica e sistemática, que dá sentido à proibição manifestada do tipo e a limita. Ambas as funções são necessárias para que o Direito Penal se mantenha dentro dos limites da racionalidade dos atos de governo.¹⁶⁶

A atuação punitiva do Estado deve, portanto, se restringir a situações tidas como lesivas à importantes esferas da vida privada ou social. Daí a importância de se conceituar e identificar bens jurídicos, pois, sendo critério para a criminalização de condutas, surge como elemento essencial para a comunidade ou indivíduos.¹⁶⁷

Em consequência, muito embora possa se pôr em causa a ilicitude material, ainda não tipificada, de um bem jurídico, a criminalização da conduta e, conseqüentemente, a imposição de penas, somente pode acontecer quando as sanções das outras esferas do direito não forem suficientes. A norma penal, portanto, somente pode intervir para a proteção de um bem jurídico se for *ultima ratio*¹⁶⁸. Portanto, para que determinada conduta seja criminalizada, deve provocar algum tipo de lesão à coletividade:

(...) seja reduzindo ou suprimindo a liberdade ou segurança dos cidadãos (bens jurídicos individuais), seja limitando o adequado funcionamento do aparelho estatal cujo objetivo seja garantir aos cidadãos liberdade e segurança (bens jurídicos sociais ou coletivos). Não basta que tal conduta seja meramente tida por “imoral” ou inconveniente ao legislador.¹⁶⁹

Feitas essas breves considerações, podemos avançar para a análise dos vários posicionamentos acerca do bem jurídico penalmente tutelado no *insider trading*, trazendo os entendimentos da doutrina nacional, bem como da internacional, que já é mais desenvolvida no tratamento dado ao delito ora em estudo.

Uma primeira hipótese de proteção refere-se aos interesses dos investidores. Essa proteção tem explicação no fato de serem eles os verdadeiros prejudicados pela utilização da

¹⁶⁶ ZAFFARONI, Eugenio Raúl; PIERANGELI, José Henrique. *Manual de direito penal brasileiro*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2002, p. 466.

¹⁶⁷ BRENNER LUCCHESI, Guilherme. *O objeto de tutela penal no delito de insider trading*. Uma análise crítica a partir da dogmática penal contemporânea. *Revista Brasileira de Ciências Criminais*. São Paulo, v.19, n. 90, p. 143. Maio/junho 2011, p. 157.

¹⁶⁸ DE FARIA COSTA, José; RAMOS, Maria Elisabete. *O crime de abuso de informação privilegiada (insider trading)*. *A informação enquanto problema jurídico-penal*. Coimbra: Coimbra Editora, 2006, p. 59.

¹⁶⁹ BRENNER LUCCHESI, Guilherme. *Op. Cit.* p. 144-145.

informação privilegiada, tendo em vista que sofreriam perdas em razão da prática delituosa pelo *insider*. Nessa senda, o delito é equiparado a um crime patrimonial.¹⁷⁰

Esther Hernández Sainz¹⁷¹, por sua vez, afirma ser a proteção ao mercado de capitais o objeto de tutela. Nesse sentido, Frederico de Lacerda da Costa Pinto também destaca que, inclusive por ter relevância constitucional, deve esse setor do sistema financeiro ser protegido penalmente. Assim, argumenta que o crime de uso indevido de informação privilegiada pretende:

(...) proteger um bem econômico de natureza supraindividual que corresponde a essas condições essenciais: a função pública da informação enquanto justo critério de distribuição dos riscos do negócio no mercado de valores mobiliários.¹⁷²

Esse autor defende a proteção dos pressupostos de funcionamento do mercado de capitais, importante setor da economia nacional, e não o mercado em si. A norma que criminaliza o *insider trading*, portanto, visa evitar uma situação de distorção da livre concorrência, por assimetria, uma vez que o *insider* antecipa-se aos demais participantes do mercado com base na informação que dispõe, não estando sujeito aos mesmos riscos.¹⁷³

Há quem considere também que o objeto de proteção penal é a justiça informativa das cotizações. A explicação é que a informação sobre os preços de qualquer produto torna possível que os investidores formem um adequado juízo sobre as operações que venham a realizar.¹⁷⁴

Segundo Elena Íñigo Corroza¹⁷⁵, em consonância com o entendimento de Jacobo López Barjade Quiroga¹⁷⁶, o bem jurídico protegido pelo delito em questão é a confiança depositada pelos investidores no mercado. Esse entendimento, em verdade, é amplamente aceito na Europa. Sua justificativa encontra fundamento no fato de que o uso de informação

¹⁷⁰ HURTADO POZO, José. *El delito de explotación de información privilegiada en el Código Penal suizo*. En: AAVV. *Hacia un Derecho penal económico y europeo*. Madrid: Bolitín Oficial del Estado, 1995, p. 419.

¹⁷¹ ESTHER HERNÁNDEZ SAINZ, *apud* DE GRANDIS, Rodrigo. Aspectos penais do uso de informação privilegiada (*insider trading*) no direito brasileiro. In VILARDI, Celso Sanchez; BRESSER PEREIRA, Flávia Rahal; DIAS NETO, Theonomiro (Coordenadores). *Direito Penal Econômico. Crimes financeiros e correlatos*. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 163.

¹⁷² COSTA PINTO, Frederico de Lacerda da, *apud* DE GRANDIS, Rodrigo. *Op. Cit.*, p. 163.

¹⁷³ LEITE FILHO, José. Notas ao crime de uso indevido de informação privilegiada (art. 27-D da Lei 6.385/76). *Revista do Instituto Brasileiro de Ciências Criminais – IBCCRIM*. São Paulo, n.60, p. 98. Mai/jun 2006.

¹⁷⁴ PRIETO DEL PINO, A. M. *El derecho penal ante el uso de información privilegiada en el Mercado de valores*. Elcano-Navarra: Thomson-Arazandi, 2004, p. 219.

¹⁷⁵ ELENA ÍÑIGO CORROZA, *apud* DE GRANDIS, Rodrigo. *Op. Cit.*, p. 162.

¹⁷⁶ JACOBO LÓPEZ BARJA DE QUIROGA, *apud* DE GRANDIS, Rodrigo. *Op. Cit.*, p. 162.

privilegiada por parte do *insider* diminui a confiança dos demais investidores, que não mais investiriam nesses mercados. Assim, a quebra da confiança acarreta um efeito negativo, gerando repercussões econômicas não favoráveis ao bom funcionamento do mercado.¹⁷⁷

Para a doutrina norte-americana, um dos principais argumentos a favor da criminalização do *insider trading* segue esse entendimento, no sentido de que a sua prática reduz a confiança dos investidores no mercado mobiliário, o que, por sua vez, diminui os investimentos gerando uma iliquidez para a economia. A prática do *insider*, portanto, desencoraja outros investidores, e pode vir a causar uma redução na demanda de valores mobiliários aumentando o valor dos títulos.¹⁷⁸

No entanto, cumpre mencionar outros entendimentos já adotados pelas cortes daquele país. No caso *SEC v. Texas Gulf Sulfur Co.*¹⁷⁹ por exemplo, a corte do segundo circuito (*Second Circuit*) manteve o entendimento firmado quando do julgamento do caso *In re Cady, Roberts & Co.* (quando foi aplicada pela primeira vez a teoria clássica) no que diz

¹⁷⁷ HERMAN, E.S.. *Equity funding inside information and the regulators*. *UCLA Law Review*.1975, nº 21, p. 1-28; ARROYO ZAPATERO, J.L. *El abuso de información privilegiada en el Derecho español*. In: ARROYO ZAPATERO, J.L. y TIEDEMAMM K. *Estudios de Derecho Penal económico*. Cuenca: Ediciones de la Universidad de Castilla la Mancha, 1994, p. 45-61; MUÑOZ CONDE, F. *Delincuencia económica: estado de la cuestión y propuestas de reforma*. In: AAVV. *Hacia um derecho penal económico europeo*. Madrid: Boletín Oficial del Estado, 1995, p. 275, 276.

¹⁷⁸ DAVIS, Harry. *Overview of the Law of insider trading*. In: SCHULTE ROTH & ZABEL LLP.; DAVIS, Harry (coord.). *Insider trading. Law and compliance. Answer Book 2011-12*. New York City: Practising Law Institute, 2011, p. 10-11.

¹⁷⁹ A respeito, narra Robert Ward: “*In SEC v. Gulf Sulphur Co., the Second Circuit followed the holding of Cady, Roberts and held that insider trading is a violation of section 10(b) and Rule 10b-5. But the Second Circuit based the violation on a market unfairness theory, rather than a breach of duty theory. The SEC had commenced the action against several officers, directors, and employees of Texas Gulf Sulphur Company (TGS), because the defendants had purchased stock and call options based on nonpublic information that TGS had found significant mineral strike. The company’s initial press release downplayed the results of the finding. Four days later, TGS confirmed the original results in another press release, which triggered a significant increase in the price of TGS shares. Ultimately, the Second Circuit held that the defendants were liable for insider trading based on a theory that defendants had created inequity in the market because they failed to properly disclose the results, and thus created unequal access to market information.*” WARD, Robert. *Breach of duty: classical theory*. In: SCHULTE ROTH & ZABEL LLP.; DAVIS, Harry (coord.). SCHULTE ROTH & ZABEL LLP.; DAVIS, Harry (coord.). *Op. cit.*, p. 181.

Tradução livre: No caso *SEC v. Gulf Sulphur Co.*, o Segundo Circuito manteve o entendimento do caso *Cady, Roberts*, no sentido de ser o *insider trading* uma violação à seção 10 (b) e da Regra 10b-5. Mas, dessa vez, a corte se baseou na teoria da injustiça de mercado, em detrimento de se basear na quebra do dever fiduciário. A SEC deu início a uma ação contra vários administradores, diretores e empregados da *Texas Gulf Sulphur Company (TGS)*, que teriam comprado ações e opções com base na informação ainda não divulgada de que a companhia teria encontrado reservas minerárias. O primeiro boletim informativo da companhia minimizou os resultados do achado. Quatro dias depois, a *TGS* confirmou os resultados originais em outro informativo, o que desencadeou um aumento no preço das ações da companhia. Ao final do julgamento, o Segundo Circuito entendeu que os indiciados teriam praticado o *insider trading*, fundamentando-se na teoria de que eles teriam criado inequidade no Mercado, pois não teriam divulgado os resultados de forma correta e, assim, teriam criado uma desigualdade de acesso a informações de mercado.

respeito ao fato de ser o *insider trading* uma violação à *Section 10(b)* e à *Rule 10b-5*. No entanto, o fundamento foi o de que teria havido uma violação na *market unfairness theory* (teoria da injustiça de mercado) em vez de se fundamentar na teoria clássica, que envolveria a violação de um dever fiduciário.¹⁸⁰ Assim, o que se pretenderia proteger, de acordo com essa teoria, é a igualdade de acesso ao mercado.

No direito nacional, para Nelson Eizirik, as normas societárias e penais que punem o uso indevido de informação privilegiada protegem a eficiência e estabilidade do mercado de capitais de forma a tutelar o princípio do *full disclosure*. Afirmar, ainda, ser também objeto de tutela penal a proteção da confiança e do patrimônio dos investidores do mercado de capitais.¹⁸¹

José Carlos Castellar, na mesma linha, anota:

Consideramos, portanto, que 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 de seu patrimônio em virtude da desvantagem que operam.¹⁸²

A fundamentação para a proteção da confiança dos investidores parte da igualdade de oportunidade que deve ser oferecida a esses agentes, participantes do mercado de capitais. É fundamental que se proteja o processo de livre formação dos preços. Algumas informações podem ter alto potencial de influir sobre o processo da livre oferta e demanda de valores mobiliários, o que explica a necessidade de se exigir de determinadas pessoas o máximo cuidado no tratamento desses dados.¹⁸³ Aqui, é interessante frisar que a tipificação norte-americana para o delito ora em estudo não pretende assegurar que todos os investidores

¹⁸⁰ WARD, Robert. *Breach of duty: classical theory*. In: SCHULTE ROTH & ZABEL LLP.; DAVIS, Harry (coord.). SCHULTE ROTH & ZABEL LLP.; DAVIS, Harry (coord.). *Insider trading. Law and compliance. Answer Book 2011-12*. New York City: Practising Law Institute, 2011, p. 181.

¹⁸¹ EIZIRIK, Nelson; B. GAAL, Ariadna; PARENTE, Flavia; DE FREITAS FENRIQUES, Marcus. *Mercado de capitais: regime jurídico*. 2.ed. revisada e atualizada. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 539.

¹⁸² CASTELLAR, José Carlos. *Insider Trading e os novos crimes corporativos. (uso indevido de informação privilegiada, manipulação de Mercado e exercício irregular de cargo, profissão, atividade ou função)*. Rio de Janeiro: Editora Lumen Juris, 2008, p. 108.

¹⁸³ BITENCOURT, Cezar Roberto; BREDA, Juliano. *Crimes contra o sistema financeiro nacional & contra o mercado de capitais*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2012. p. 356-357.

tenham a mesma informação, mas sim que todos tenham igual acesso às informações relevantes.¹⁸⁴

José de Faria Costa e Maria Elisabete Ramos defendem ser a tutela penal do uso indevido de informação privilegiada imprescindível para proteção da confiança dos investidores que, nos mercados organizados, vêm-se “confrontados com a massificação, anonimato, indiferenciação pessoal e real”¹⁸⁵. No entanto, para esses doutrinadores, não é somente a posição do investidor individual o objeto de proteção.

A tutela penal dada ao *insider trading* protege, outrossim, um bem jurídico de natureza supra-individual. Assim, a infração não tem como objeto de proteção somente o investidor, pessoa concreta, em sua individualidade, mas sim a confiança e a igualdade entre os investidores. A transação baseada numa informação privilegiada, portanto, não atingiria somente os investidores da empresa em que gira a questão, mas todo o universo de acionistas, efetivos e potenciais, inseridos no mercado de capitais.¹⁸⁶ Assim, concluem os autores portugueses:

A norma incriminadora do abuso de informação visa tutelar um bem jurídico mais do que poliédrico, heterogéneo. Heterogeneidade que ressalta da sua diferenciada composição: confiança e igualdade dos investidores. Não obstante esta diversidade, ainda é possível divisar um denominador comum, um cimento agregador. O núcleo do bem jurídico que se quer defender prende-se, de modo inescapável, com a ideia de que a proibição penal do *insider trading* visa garantir que o mercado de valores mobiliários se pautе pelas regras de mercado.
(...)

¹⁸⁴ “*Insider trading law isn’t intended to ensure equality of information among traders; rather, the focus is on providing everyone equal access to material information. The securities laws are not violated by a mere asymmetry of information between trading partners. Some individuals may be at an informational advantage by having access to non public, albeit nonmaterial, information, while other traders may achieve higher returns based on their own superior ability to piece together public information. In either scenario, the law does not impose an abstain-or-disclosure obligation on such individuals despite the fact that they have more information than other traders in market.*” DAVIS, Harry. *Overview of the law of insider trading*. In DAVIS, Harry (Org.). SCHULTE ROTH & ZABEL LLP. *Insider trading. Law and compliance. Answer Book 2011-12*. New York City: Practising Law Institute, 2011. p. 11.

Tradução livre: A lei de *insider trading* não se destina a assegurar a igualdade de informações entre os investidores, mas sim em fornecer a todos o acesso igual à informação relevante. As leis de valores mobiliários não são violadas por uma simples assimetria de informações entre parceiros comerciais. Alguns indivíduos podem ter uma vantagem de informações por ter acesso à informações que não sejam públicas, muito embora não sendo informações relevantes, enquanto os outros operadores podem obter retorno mais elevado com base na sua própria capacidade de reunir informações públicas. Em ambos cenários, a lei não impõe uma obrigação de abstenção ou divulgação em relação a esses indivíduos, apesar do fato que eles tenham mais informações do que outros operadores de mercado.

¹⁸⁵ DE FARIA COSTA, José; RAMOS, Maria Elisabete. *O crime de abuso de informação privilegiada (insider trading)*. A informação enquanto problema jurídico-penal. Coimbra: Coimbra Editora, 2006, p. 59.

¹⁸⁶ *Id. Ibid.*, p. 60.

O crime de abuso de informação tutela o bem jurídico supra-individual de caráter poliédrico e heterogêneo que na sua complexidade congênita agrega a igualdade entre os investidores e a confiança destes em que o mercado funciona de acordo com as regras de mercado. A necessidade de tal tutela manifesta-se, em nosso entender, nos referidos mercados organizados em que se admite a negociação de valores mobiliários por um conjunto indeterminado de pessoas, porquanto nestas circunstâncias as regras de outros ramos são inoperatórias ou insuficientes.¹⁸⁷

Em oposição a todos esses entendimentos até aqui apresentados, e ao contrário do que se possa imaginar, a criminalização do *insider trading* encontra não somente defensores, mas também oponentes. No que se refere à proteção da confiança dos investidores, alguns estudos têm sugerido que os efeitos do uso indevido da informação privilegiada na oferta e na demanda de valores mobiliários têm um impacto mínimo sobre os preços.¹⁸⁸

Jonathan R. Macey refuta a justificativa da proteção da integridade do mercado, argumentando que as regras que coíbem o uso da informação privilegiada não nivelam o campo de jogo para todos os investidores. Continua, afirmando que nunca haverá uma igualdade de condições, pois os profissionais do mercado sempre usarão as informações a seu favor. Por sua vez, os ‘*outsiders*’ não estarão em posição de desvantagem, uma vez que o preço das ações, que diminuiria com a atuação do *insider*, absorve o risco.¹⁸⁹

Outros críticos afirmam que o *insider trading* não é contrário à noção de justiça, porque permite que ambos, *insiders* e *outsiders*, obtenham lucro. Além disso, já foi reconhecido o fato de que o mercado de capitais, em países que não coíbem o *insider trading*, apresenta resultados de liquidez muito superiores aos índices preço-lucro (*price-to-earnings ratio*) de ações das empresas que negociam na Bolsa de Valores de Nova York.¹⁹⁰ O professor Jonathan Macey cita como exemplo o mercado de capitais japonês, que não mostra sinais de que os investidores têm pouca confiança no mercado de valores mobiliários, muito embora seja a prática do *insider trading* muito comum e aceita.¹⁹¹

¹⁸⁷ DE FARIA COSTA, José; RAMOS, Maria Elisabete. *O crime de abuso de informação privilegiada (insider trading). A informação enquanto problema jurídico-penal*. Coimbra: Coimbra Editora, 2006, p. 37-38, 60-61.

¹⁸⁸ BRAINBRIDGE, Stephen, *apud* DAVIS, Harry. *Overview of the law of insider trading*. In DAVIS, Harry (Org.). SCHULTE ROTH & ZABEL LLP. *Insider trading. Law and compliance*. Answer Book 2011-12. *New York City: Practising Law Institute*, 2011, p. 11.

¹⁸⁹ MACEY, Jonathan, *apud* DAVIS, Harry. *Op. cit.*, p. 11.

¹⁹⁰ DAVIS, Harry. *Op. cit.*, p. 11.

¹⁹¹ MACEY, Jonathan, *apud* DAVIS, Harry. *Op. cit.*, p. 11.

Assim, um dos principais argumentos contra a proibição ao uso indevido de informação privilegiada é o fato de não haver qualquer evidência de que a prática cause danos graves ao mercado. Alguns estudiosos afirmam, inclusive, que a prática do *insider trading* poderia beneficiar o mercado.

Henry Manne explica que, se o *insider trading* não fosse proibido, os detentores de informação privilegiada poderiam negociar com os valores mobiliários dos quais eles já teriam um conhecimento prévio de que perderiam o valor, após sua publicação. Tal atividade iria, conseqüentemente, causar a diminuição do preço dos valores mobiliários em questão.¹⁹²

Alguns doutrinadores defendem, ainda, que o *insider*, ao fazer uso das informações privilegiadas, sinaliza para o mercado, de maneira eficaz e precisa, que considera determinadas ações sobrevalorizadas ou subvalorizadas. A conduta não seria lesiva, uma vez que os investidores não deixariam de operar no mercado, e provavelmente comprariam os valores mobiliários por um preço menor.¹⁹³

Defende-se, portanto, que a prática, ao influir nos preços de forma a torná-los mais próximos àqueles posteriores à divulgação, tornaria o mercado mais eficiente.¹⁹⁴ Para John Murphy, seria uma forma de “telegrafar” aos investidores, antecipando seus efeitos, a tendência (*trend*) que, após a publicação do fato relevante, será seguida pelo mercado.¹⁹⁵

Guilherme Brenner Lucchesi, a respeito do entendimento doutrinário que afirma ser a eficiência do mercado o objeto de tutela penal do *insider trading*, afirma não haver um dado preciso que comprove ser a prática realmente lesiva. Entende que a estabilidade e eficiência do mercado financeiro não poderiam ser elevados à condição de bem jurídico merecedor de tutela penal.¹⁹⁶

O autor critica, ainda, a posição firmada por outra parte da doutrina que considera ser o objeto de tutela penal conferido ao art. 27-D da Lei nº 6.385/76 a confiabilidade no

¹⁹² MANNE, Henry, *apud* DAVIS, Harry. *Overview of the law of insider trading*. In DAVIS, Harry (Org.). SCHULTE ROTH & ZABEL LLP. *Insider trading. Law and compliance*. Answer Book 2011-12. New York City: Practising Law Institute, 2011, p. 11.

¹⁹³ BRENNER LUCCHESI, Guilherme. O objeto de tutela penal no delito de *insider trading*. Uma análise crítica a partir da dogmática penal contemporânea. *Revista Brasileira de Ciências Criminais*. São Paulo, v.19, n. 90, p. 154. Maio/junho 2011.

¹⁹⁴ *Id. Ibid.*, p. 151.

¹⁹⁵ MURPHY, John, *apud* BRENNER LUCCHESI, Guilherme. *Op. cit.*, p. 155.

¹⁹⁶ BRENNER LUCCHESI, Guilherme. *Op. cit.*, p. 155.

mercado de valores mobiliários, em violação ao princípio da igualdade. A lógica para essa proteção seria o fato de que, estando a conduta tipificada, os investidores possuiriam mais confiança em negociar no mercado de valores mobiliários.¹⁹⁷

No entanto, Lucchesi acredita que a norma positivada no direito brasileiro não seria, em termos reais, eficaz para tutelar essa confiabilidade. Isso porque apesar da tipificação do delito ter ocorrido em 2001, apenas em 2009 foi proposta a primeira ação para apuração do crime (o caso da Sadia, que será estudado mais adiante neste trabalho), nos seguintes termos:

(...) o delito estaria tipificado no ordenamento jurídico apenas para que os outros pudessem ver que o Brasil é um país que criminaliza o *insider trading*, sendo que na prática a realidade é diversa: em quase dez anos da existência deste tipo apenas uma acusação formal veio à tona.

Por tais motivos, entende-se que os bens jurídicos comumente apontados pela doutrina são insuficientes ou inadequados para justificar a criminalização da conduta de *insider trading*, a qual, aparentemente, não representa prejuízo material ao mercado financeiro nacional.¹⁹⁸

A prática da conduta tenderia, assim, a cair na “cifra negra” da criminalidade, pois não seria fácil acreditar que este delito teria ocorrido uma única vez até então. Assim, não haveria que se falar que a tipificação da conduta criminosa poderia gerar um sentimento de confiança entre os investidores.¹⁹⁹

¹⁹⁷ BRENNER LUCCHESI, Guilherme. O objeto de tutela penal no delito de *insider trading*. Uma análise crítica a partir da dogmática penal contemporânea. *Revista Brasileira de Ciências Criminais*. São Paulo, v.19, n. 90, p. 155-156. Maio/junho 2011.

¹⁹⁸ *Id. Ibid.* p. 157.

¹⁹⁹ *Id. Ibid.*, p. 156.

3. ESTUDO DO CASO “SADIA PERDIGÃO”

3.1. Justificativa para o Estudo de Caso

Como já foi dito, a prática de *insider trading* foi criminalizada na legislação pátria em 2001. Não obstante, a primeira condenação criminal ocorreu somente em 16/02/2011, sendo, portanto, um divisor de águas no que se refere ao tratamento dado ao tema no Brasil.²⁰⁰ Trata-se do caso Sadia Perdigão, julgado pelo juiz federal da 6ª Vara Federal Especializada em Crimes Contra o Sistema Financeiro Nacional e Lavagem de Valores de São Paulo, Marcelo Costenaro Cavali, e em fase de recurso no Tribunal Regional Federal desse estado.

A intenção em desenvolver o estudo deste caso é analisar quais as tendências adotadas pelo juiz sentenciante no que diz respeito às controvérsias estudadas no presente trabalho. Assim, iniciaremos com uma breve descrição dos fatos e, depois, faremos a análise de como o tema foi tratado no que se refere às controvérsias apresentadas.

Cumprido esclarecer, antes de tudo, que os dados deste estudo de caso foram todos retirados dos autos do Processo nº 0005123-26.2009.403.6181 (2009.61.81.005123-4), julgado, na primeira instância, em 16/02/2011, pelo juiz da 6ª Vara Federal Especializada em Crimes contra o Sistema Financeiro Nacional e Lavagem de Valores de São Paulo, Marcelo Costenaro Cavali, e disponibilizado no DJe de 14/03/2011. O caso encontra-se em fase de recurso, no Tribunal Regional Federal de São Paulo, sob os cuidados do Desembargador Federal Luiz Stefanini.

3.2. Síntese do Caso

O Ministério Público Federal de São Paulo (MPF), por meio do Procurador da República Rodrigo de Grandis, ofereceu denúncia²⁰¹ em face de Romano Ancelmo Fontana

²⁰⁰ Ademais desta única condenação, tramita, ainda, perante a 6ª Vara de Justiça Federal de São Paulo, o processo nº 2009.61.81.009474-9 (Caso Random S.A.), sem decisão sobre o mérito até a presente data (consulta em 09/05/2012). O caso envolveu o controlador Raul Anselmo Randon e sua esposa, Nilva Therezinha Randon (absolvidos, pois quanto a eles o prazo prescricional foi contado pela metade, uma vez serem ambos maiores de 70 anos) e outros quatro executivos da Random. No caso, os réus negociaram ações da empresa e de sua controlada, Fras-Le, antes do anúncio da entrada, em 2002, de um novo sócio na subsidiária.

²⁰¹ BRASIL. 6ª Vara Federal Especializada em Crimes contra o Sistema Financeiro Nacional e Lavagem de Valores de São Paulo. Processo nº 0005123-26.2009.403.6181 (2009.61.81.005123-4). Denúncia do Ministério Público Federal de São Paulo, fls. 02-30.

Filho (Romano), Luiz Gonzaga Murat Junior (Luiz) e Alexandre Ponzio de Azevedo (Alexandre), pela conduta tipificada no art. 27-D, da Lei nº 6.385/1976, uma vez que teriam eles se valido de informação relevante ainda não divulgada ao mercado e da qual deveriam manter sigilo para obter vantagem própria.

A informação privilegiada seria a pretensão de a Sadia S/A (Sadia) realizar oferta pública de aquisição (OPA) das ações da Perdigão S/A (Perdigão). À época dos fatos, Luiz ocupava a função de Diretor de Finanças e Relações com Investidores (DRI) e Romano era membro do Conselho de Administração (CA), ambos da Sadia, e Alexandre era Superintendente Executivo de empréstimos estruturados e gestão de portfólio de crédito do Banco ABN AMRO REAL S/A.

Segundo a denúncia, Luiz, após tomar conhecimento da informação relevante em 07/04/2006, comprou, em nome da empresa *offshore Brackhil Investments Inc.*, registrada nas Ilhas Virgens Britânicas, por intermédio da corretora *Merryl Lynch*, 5.110 *American Depositary Receipts* (ADR's), de emissão da Perdigão na Bolsa de Valores de Nova Iorque (*New York Stock Exchange*). Posteriormente, em 29/06/2006, o denunciado repetiu a operação, dessa vez comprando mais 30.600 ADR's.

Já Romano teria adquirido, em 05/07/2006, em nome próprio, a partir da conta mantida na corretora do HSBC *Republic Bank Suisse*, 10.000 ADR's. Repetiu a conduta em 07/07/2006 e em 12/07/2006, adquirindo mais 5.000 e 3.000 do mencionado certificado, respectivamente. Por fim, sabendo de outra informação privilegiada, qual seja, a revogação da OPA, acabou por vender as ADR's adquiridas, obtendo lucros no montante de US\$ 139.114,50.

Não estudaremos a conduta de Alexandre, eis que o feito foi desmembrado com relação a ele, uma vez que o MPF formulou proposta de suspensão condicional do processo, levando em consideração ter sido sua participação menor no caso. Assim, o denunciado foi excluído da ação penal, se comprometendo à prestação de serviços a uma entidade filantrópica por quatro horas semanais, durante seis meses, e seu comparecimento obrigatório perante o juiz a cada dois meses, pelo prazo de três anos.

Após regular processamento do feito, o juiz da 6ª Vara Federal Especializada em Crimes contra o Sistema Financeiro Nacional e Lavagem de Valores de São Paulo, Marcelo

Costenaro Cavali, condenou Luiz pela prática de *insider trading*, por duas vezes, às penas de 1 ano e 9 meses de reclusão e multa de R\$ 349.711,53. Romano, por sua vez, foi condenado, pela prática do mesmo delito, por quatro vezes, às penas de 1 ano, 5 meses e 15 dias de reclusão e multa de R\$ 374.940,52.²⁰²

O juiz, por fim, substituiu as penas privativas de liberdade aplicada a ambos os acusados por penas restritivas de direitos e pela proibição do exercício do cargo de administrador e/ou conselheiro fiscal de companhia aberta pelo prazo de cumprimento das respectivas penas.

Os condenados, bem como o MPF, apelaram e o processo, agora, encontra-se em grau de recurso, no Tribunal de Regional Federal de São Paulo, sob os cuidados do desembargador federal Luiz Estefanini.

No âmbito administrativo, o órgão colegiado da CVM, em 2008, aplicou aos acusados pena de inabilitação para o exercício dos cargos de administrador e conselheiro fiscal de companhia aberta, pelo prazo de cinco anos.²⁰³ Luiz recorreu da decisão ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. Romano não recorreu.

Nos Estados Unidos, Romano e Luiz foram processados judicialmente pelos mesmos fatos pela *Securities Exchange Commission*. Ambos fizeram, então, um acordo com a SEC, que tomou por bem dispor do direito de ajuizar ação criminal, tendo em vista a efetiva aplicação das sanções, quais sejam (a) proibição permanente de violações à determinadas disposições da legislação norte-americana; (b) obrigação de pagar indenizações equivalentes às quantias supostamente ganhas (US\$ 142.848,95 para Romano e US\$ 184.028,12 para

²⁰² BRASIL. 6ª Vara Federal Especializada em Crimes contra o Sistema Financeiro Nacional e Lavagem de Valores de São Paulo. Sentença proferida pelo juiz Marcelo Costenaro Cavali. Processo nº 0005123-26.2009.403.6181 (2009.61.81.005123-4), fls. 1.092-1.128. Dispositivo a fls. 1128 (frente e verso).

²⁰³ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador SP2007/0117. O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios, sendo-lhe vedado a utilização de informação relevante ainda não divulgada. É vedado ao administrador valer-se da informação relevante para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários. Inabilitação temporária. Colegiado da CVM. Acusado Romano Ancelmo Fontana Filho. São Paulo. Julgado em 26/02/2008;

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador SP2007/0118. Cumpre 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 de informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários. Inabilitação. Colegiado da CVM. Acusado Luiz Gonzaga Murat Júnior. São Paulo. Julgado em 26/02/2008.

Luiz); (c) obrigação de pagar penalidades cíveis (US\$ 173.893,13 para Romano e US\$ 180.404,00 para Luiz); e (d) inabilitação para exercer o cargo de administrador de companhia aberta com ações negociadas no mercado norte-americano por 5 anos.

Feita essa breve descrição do caso, passaremos à análise da decisão, no que se refere aos itens abordados no presente trabalho.

3.3. O Tratamento Criminal Dado ao Caso à Luz das Controvérsias Apresentadas no Presente Trabalho

3.3.1. Momento Consumativo: Crime Formal x Crime Material

Quanto à caracterização do crime em formal ou material, Cavali parece não ter encontrado grandes controvérsias. Tampouco foi pleiteado pela defesa a atipicidade do crime pela inexistência do resultado. Assim, todas as partes, defesa e acusação, bem como o juiz sentenciante, não obstante a divergência doutrinária, parecem terem partido do pressuposto de tratar o *insider trading* de crime formal, não exigindo resultado para sua configuração.

O juiz, de forma sucinta, assim se manifestou com relação ao tema:

Caso assim não se entenda, bastaria o *insider* simplesmente, após adquirir as ações com base na informação privilegiada, mantê-las em carteira por longo período para descaracterizar a ocorrência de lucro, evitando, assim, a aplicação da multa penal.

Nesse sentido, o MPF²⁰⁴ alegou ter havido o exaurimento das condutas praticadas pelos réus, pois ambos teriam auferido lucros com a prática delituosa. Assim, deveria a pena ser majorada, quando da análise das circunstâncias judiciais, na primeira fase da dosimetria da pena.

A defesa de Luiz²⁰⁵ refutou a alegação da acusação da existência de exaurimento da conduta. Primeiramente, porque a legislação brasileira que criminaliza o *insider trading*

²⁰⁴ BRASIL. 6ª Vara Federal Especializada em Crimes contra o Sistema Financeiro Nacional e Lavagem de Valores de São Paulo. Processo nº 0005123-26.2009.403.6181 (2009.61.81.005123-4). Memoriais apresentados pelo Ministério Público Federal., fls. 671-718.

²⁰⁵ BRASIL. 6ª Vara Federal Especializada em Crimes contra o Sistema Financeiro Nacional e Lavagem de Valores de São Paulo. Processo nº 0005123-26.2009.403.6181 (2009.61.81.005123-4). Memoriais

não exige a obtenção de qualquer lucro ou benefício para o seu exaurimento. A conduta exaure-se, outrossim, pelo simples fato de “utilizar” a informação. Argumentou, ainda, que mesmo que a conduta exigisse a obtenção de lucros, não poderia ser a pena majorada, uma vez ter o réu sofrido prejuízo de US\$ 931,00 com as operações. A defesa de Romano²⁰⁶, por sua vez, não se manifestou quanto a esse ponto.

Cavali, na sentença, sem discutir a caracterização do crime quanto ao resultado, acompanhou a acusação do MPF, assim se manifestando quanto aos réus Luiz e Romano:

As consequências do crime devem ser consideradas negativamente. Isso porque o delito de utilização de informação privilegiada é formal, não exigindo a efetiva obtenção da vantagem indevida. Se essa, porém, é obtida, tem-se configurado o exaurimento do delito, sendo devida a exasperação da pena, quanto à vertente “consequências do crime”. Nesse sentido, conforme já decidiu o STJ, “Tendo o réu sido condenado pela prática de crime formal, verificado o seu exaurimento pela ocorrência de resultado, tal fato pode ser utilizado como fundamento idôneo para exasperar a pena-base na apreciação das consequências do delito” (HC 41.466/MG, Rel. Min. Gilson Dipp, Quinta Turma, julg. 16.06.2005, DJ 10.19.2005, p. 402)

Essa majorante acrescentou 2 meses às penas mínimas fixadas. O juiz, nesse momento, não tratou da alegação de o réu Luiz não ter auferido lucros. No entanto, mais à frente, ao tratar da fixação da pena de multa, rejeitou a alegação de prejuízo colocada pelo réu, bem como a alegação da CVM de que, caso houvesse Luiz vendido todos os seus títulos comprados, teria obtido lucro de US\$ 176.656,00.

De acordo com as contas do sentenciante, o valor do lucro auferido pelo réu, caso tivesse vendido todos os títulos adquiridos teria sido de US\$ 115.992,00. Afirmou, ainda, que a circunstância de Luiz não ter vendido as ações adquiridas não descaracterizaria a existência de efetivo lucro.

3.3.2. *Sujeito Ativo: Crime Comum x Crime Próprio*

Nesse ponto, também não há grandes controvérsias que, no caso ora em análise, ambos os réus poderiam, sem sombra de dúvidas, serem agentes ativos do delito. Isso porque,

apresentados pela defesa de Luiz Gonzaga Murat Júnior. Reale e Moreira Porto Advogados Associados. Subscrito por Miguel Reale Júnior, Eduardo Reale Ferrari e Filipe H. Vergniano Magriarelli., fls. 671-718.

²⁰⁶ BRASIL. 6ª Vara Federal Especializada em Crimes contra o Sistema Financeiro Nacional e Lavagem de Valores de São Paulo. Processo nº 0005123-26.2009.403.6181 (2009.61.81.005123-4). Memoriais apresentados pela defesa de Romano Anselmo Fontana Filho. Vilardi & Advogados Associados. Subscrito por Celso Sanchez Vilardi e Anne Carolina Stipp Amador, fls. 859-967.

à época dos fatos, Luiz era Diretor de Finanças e Relações com Investidores e Romano era membro do Conselho de Administração da Sadia.

O Ministério Público Federal²⁰⁷, em sede de memoriais, afirma terem ambos os réus utilizado de suas funções para o cometimento do crime de *insider trading*. Luiz, sendo DRI, teve acesso a informações relevantes que deveriam ser mantidas sob sigilo e participou ativamente dos trabalhos que antecederam a divulgação do “Edital de Oferta Pública”, liderando, no âmbito da Sadia, o processo destinado à aquisição da Perdigão.

Da mesma forma, alegou o MPF que Romano também se valeu de seu cargo, tendo sido comunicado do projeto de realização da oferta pública e participado de diversas tratativas e reuniões versando sobre a OPA.

Cavali, ao analisar o sujeito da conduta, assim entende:

Ao se referir, o tipo penal, a informação “de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo”, faz implícita referência às pessoas que devem manter sigilo sobre a informação privilegiada.

Ficam, assim, excluídas do tipo penal, as pessoas que, não obstante tenham acesso à informação privilegiada, não possuam obrigação legal de guardar sigilo sobre ela – ressalvada a possibilidade de o *extraneus* responder pela prática do delito em concurso com o detentor do dever de sigilo, nos termos do artigo 30²⁰⁸ do Código Penal.

O juiz colacionou o entendimento de Fausto Martin de Sanctis que, conforme já exposto neste trabalho, defende tratar-se o *insider trading* de crime comum. No entanto, discorda do doutrinador, pois entende que não há que se confundir o dever de não utilização da informação privilegiada, com a finalidade de obter vantagem, aplicável a qualquer pessoa, não importando como foi dado o acesso, conforme preceitua o § 4º, do artigo 155 da Lei nº 6.404/1976, com o dever de manter segredo sobre tais informações, que recai somente sobre pessoas determinadas.

Isso porque, continua explicando Cavali, o tipo penal faz menção expressa às informações das quais deva o agente manter sigilo. Assim, entende que é vedado à qualquer pessoa obter vantagem no mercado com base em informação da qual tenha tido acesso, mas

²⁰⁷ BRASIL. 6ª Vara Federal Especializada em Crimes contra o Sistema Financeiro Nacional e Lavagem de Valores de São Paulo. Processo nº 0005123-26.2009.403.6181 (2009.61.81.005123-4). Memoriais apresentados pelo Ministério Público Federal., fls. 671-718.

²⁰⁸ Art. 30. Não se comunicam as circunstâncias e as condições de caráter pessoal, salvo quando elementares do crime. BRASIL. Decreto-Lei nº 2.848, de 7 de dezembro de 1940. Código Penal. Rio de Janeiro, 1940. Disponível em http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/del2848.htm. Acesso em 08/05/2012.

não é vedado, a qualquer pessoa, divulgar tal informação, recaindo essa obrigatoriedade somente a algumas pessoas.

Fundamentou, ainda, seu entendimento, com base principalmente no artigo 8º da Instrução CVM nº 358/2002, que, segundo ele, consolidou os dispositivos da Lei das S.A., principalmente os artigos 146, 155, §1º e 160. Mencionado dispositivo estabelece, a respeito do dever de sigilo:

Art. 8º - Cumpre 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, e empregados da companhia, guardar sigilo das informações relativas a ato ou fato relevante às quais tenham acesso privilegiado em razão do cargo ou posição que ocupam, até sua divulgação ao mercado, bem como zelar para que subordinados e terceiros de sua confiança também o façam, respondendo solidariamente com estes na hipótese de descumprimento.²⁰⁹

Invocou também o art. 13, §1º da mesma Instrução e concluiu ser evidente a aptidão de Luiz e Romano para o cometimento do delito, pois ambos ocupavam funções às quais se liga o dever de sigilo, possuindo a qualidade funcional necessária para a configuração do delito.

Ademais, deixou claro seu entendimento no sentido de ser aplicável a legislação penal do *insider trading* em outros casos em que a lei prevê expressamente o dever de guardar sigilo, citando como exemplos advogados²¹⁰, agentes públicos do Banco Central do Brasil, Comissão de Valores Mobiliários e outros, que possuem dever de sigilo em relação às informações obtidas através do exercício do respectivo poder de fiscalização.²¹¹

3.3.3. Competência para julgamento: Justiça Estadual x Justiça Federal

A questão da competência já havia sido discutida em momento anterior à sentença, quando do julgamento de exceções de competência interpostas pelos denunciados. No entanto, por se tratar de competência material, podendo ser analisada a

²⁰⁹ BRASIL. Instrução CVM nº 358, 3 de janeiro de 2002. Disponível em [http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385.htm]. Acesso em 05/05/2012.

²¹⁰ BRASIL. Lei nº 8.906, de 4 de julho de 1994. Dispõe sobre o Estatuto da Advocacia e a Ordem dos Advogados do Brasil (OAB). Brasília, 1994. Disponível em http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L8906.htm. Acesso em 05/05/2012. Artigo 34, VII.

²¹¹ BRASIL. Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Brasília, 1976. Disponível em [http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385.htm]. Acesso em 10/11/2011. Artigo 28, parágrafo único.

qualquer tempo, debruçou-se o juiz do caso novamente a respeito do tema.

O Ministério Público Federal acentuou que, embora a questão não tenha sido tratada expressamente na Lei nº 6.385/1976, deveria ser admitida a competência da Justiça Federal, por força do artigo 109, VI da Constituição Federal e, caso assim não se entendesse, por força do inciso IV do mesmo artigo. O principal argumento consiste no fato de que o art. 27-D da referida lei:

(...) viola diretamente serviços de fiscalização e de regulamentação, bem como o notório interesse da Comissão de Valores Mobiliários em estabelecer um mercado de valores mobiliários hígido e saudável, livre de práticas desleais que coloquem em risco o dever de lealdade e de informação, incidindo, por conseguinte, o artigo 109, inciso IV da Constituição Federal.²¹²

O *parquet* adotou os entendimentos dos juízes Márcio Rached Millani e do próprio Cavali, quando do julgamento das exceções de incompetência propostas pelos denunciados. Millani, em consonância com o entendimento do Ministro Arnaldo Esteves de Lima (ver página 55 do presente trabalho), entendeu que a melhor interpretação dos dispositivos do art. 109 é a que diz que o inciso VI não restringe o inciso IV, mas o amplia.

Cavali, por sua vez, ao julgar improcedente a *declinatoria fori*, aduziu que os crimes contra o mercado de capitais constituem crimes contra o sistema financeiro nacional, não ofendendo somente os próprios acionistas. A prática afetaria, assim, interesse direto da União.

O *parquet* acentuou, ainda, o inegável interesse da CVM, que exerce as funções de assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados de bolsa e de balcão, de proteger os titulares de valores imobiliários, de evitar modalidades de fraude ou manipulação, entre outras.

Em sede de memoriais, a defesa de Romano abordou novamente o tema. Concordou que a ausência de determinação expressa em lei não é empecilho para determinar a competência da Justiça Federal. No entanto, nesse caso, para a aplicação do inciso IV do artigo 109, deve haver comprovação, no caso concreto, da existência de lesão a bens, interesses ou serviços da União.

²¹² BRASIL. 6ª Vara Federal Especializada em Crimes contra o Sistema Financeiro Nacional e Lavagem de Valores de São Paulo Processo nº 0005123-26.2009.403.6181 (2009.61.81.005123-4). Memoriais apresentados pelo Ministério Público Federal., fls. 687.

A defesa argumentou, nessa linha, primeiramente que o mercado de capitais não se insere no artigo 20 da Carta da República²¹³, que enuncia os bens de propriedade e interesse da União. Acrescentou que não ficou comprovado ter existido afronta a interesse da União em decorrência dos fatos narrados pelo *parquet*, não se podendo generalizar a assertiva do denunciante nesse sentido. Não se pode atribuir a competência à Justiça Federal quando o interesse da União se manifesta de forma indireta e genérica.

Afirmou que ainda que desempenhem papel de destaque na política nacional, bens indiretos e coletivos, por si, não se tornam de interesse da União para definir a competência da Justiça Federal, se não apresentarem ligação direta e específica com a própria União. Nesse sentido, colacionou o seguinte entendimento do Supremo Tribunal Federal:²¹⁴

EMENTA: Competência. Crime previsto no artigo 46, parágrafo único, da Lei nº 9.605/98. Depósito de madeira nativa proveniente da Mata Atlântica. Artigo 225, § 4º, da Constituição Federal. – Não é a Mata Atlântica, que integra o patrimônio nacional a que alude o artigo 225, § 4º, da Constituição Federal, bem da União. – Por outro lado, o interesse da União para que ocorra a competência da Justiça Federal prevista no artigo 109, IV, da Carta Magna tem de ser direto e específico, e não, como ocorre no caso, interesse genérico da coletividade, embora aí também incluído genericamente o interesse da União. – Consequentemente, a competência, no caso, é da Justiça Comum estadual. Recurso Extraordinário não conhecido. (RE 300244, Relator Min. MOREIRA ALVES, Primeira Turma, julgado em 20/11/2001, DJ 19-12-2001)

²¹³ Art. 20. São bens da União:

- I - os que atualmente lhe pertencem e os que lhe vierem a ser atribuídos;
 - II - as terras devolutas indispensáveis à defesa das fronteiras, das fortificações e construções militares, das vias federais de comunicação e à preservação ambiental, definidas em lei;
 - III - os lagos, rios e quaisquer correntes de água em terrenos de seu domínio, ou que banhem mais de um Estado, sirvam de limites com outros países, ou se estendam a território estrangeiro ou dele provenham, bem como os terrenos marginais e as praias fluviais;
 - IV - as ilhas fluviais e lacustres nas zonas limítrofes com outros países; as praias marítimas; as ilhas oceânicas e as costeiras, excluídas, destas, as áreas referidas no art. 26, II;
 - IV - as ilhas fluviais e lacustres nas zonas limítrofes com outros países; as praias marítimas; as ilhas oceânicas e as costeiras, excluídas, destas, as que contenham a sede de Municípios, exceto aquelas áreas afetadas ao serviço público e a unidade ambiental federal, e as referidas no art. 26, II;(Redação dada pela Emenda Constitucional nº 46, de 2005)
 - V - os recursos naturais da plataforma continental e da zona econômica exclusiva;
 - VI - o mar territorial;
 - VII - os terrenos de marinha e seus acrescidos;
 - VIII - os potenciais de energia hidráulica;
 - IX - os recursos minerais, inclusive os do subsolo;
 - X - as cavidades naturais subterrâneas e os sítios arqueológicos e pré-históricos;
 - XI - as terras tradicionalmente ocupadas pelos índios.
- BRASIL. Constituição (1988). Constituição da República Federativa do Brasil. Brasília: Senado Federal, 2005.

²¹⁴ BRASIL. 6ª Vara Federal Especializada em Crimes contra o Sistema Financeiro Nacional e Lavagem de Valores de São Paulo. Processo nº 0005123-26.2009.403.6181 (2009.61.81.005123-4). Memoriais apresentados pela defesa de Luiz Gonzaga Murat Júnior. Reale e Moreira Porto Advogados Associados. Subscrito por Miguel Reale Júnior, Eduardo Reale Ferrari e Filipe H. Vergniano Magriarelli., fls. 974-977.

Se o Supremo entendeu que a Mata Atlântica, mesmo integrando o patrimônio nacional, não é de interesse específico e direto da União, tampouco poder-se-ia considerar que o mercado de capitais, que não tem previsão no artigo 20 da Constituição, seria de interesse da União.

Argumenta a defesa, ainda, que também não pode-se falar que o *insider trading* ofende à CVM, na qualidade de autarquia federal. O interesse da autarquia seria mediato e não imediato. Em adição, o Superior Tribunal de Justiça já teria assentado entendimento, em casos análogos, no sentido de que o simples fato de uma autarquia federal ser responsável pela fiscalização não seria suficiente, por si só, para determinar a competência da Justiça Federal:

O fato de o IBAMA ser responsável pela administração e a fiscalização da APA, conforme entendimento desta Corte Superior não atrai, por si só, a competência da Justiça Federal. (...) Não sendo o crime de que aqui se trata praticado em detrimento de bens, serviços ou interesse direto da União ou de suas entidades autárquicas ou empresas públicas, inexistente razão para que a respectiva ação penal tivesse tramitado perante a Justiça Federal. (STJ, HC 38.469, Rel. Min. Paulo Galloti, dj. 26.06.2006)

Cavali, por sua vez, em sede de sentença, confirmou o entendimento de que o inciso VI, artigo 109 da Magna Carta não esgota a disciplina quanto à competência da Justiça Federal relativamente aos crimes contra o sistema financeiro nacional e a ordem econômico-financeira. Isso porque o inciso VI não restringiria o alcance do inciso IV. Adotou a fundamentação do Ministro Sepúlveda Pertence, quando do julgamento do Recurso Extraordinário nº 502.915-8 (abordado na página 53 do presente trabalho).

Acrescentou, ainda, o juiz:

Ora, a se entender que os crimes financeiros de competência da Justiça Federal são apenas aqueles com previsão expressa na lei, na hipótese imaginada teríamos de reconhecer a competência da Justiça Estadual para crimes previstos em tratados, em evidente afronta ao inciso V da Constituição, o que me parece não se coadunar com a finalidade prevista no texto constitucional. (...)

Não são todos os delitos financeiros que são de competência da Justiça Federal, interpretação que tornaria letra morta a ressalva contida no inciso VI, mas apenas os delitos financeiros que afetam bens ou interesse da União ou de suas entidades autárquicas ou empresas públicas.

Firmou o entendimento de que não se trata de ofensa genérica a bem ou interesse da União, tampouco de ofensa mediata e indireta a autarquia federal, no caso a CVM. Entendendo que o *insider trading* gera desconfiança de todos os atores do mercado,

ofendendo a CVM, concluiu, concordando com o entendimento de João Carlos Castellar e José de Leite Filho, cujos entendimentos já foram abordados no presente trabalho, que se trata de delito da competência da Justiça Federal.

Por fim, colacionou ementa do julgamento do Conflito de Competência nº 82.961/SP, conhecido no Superior Tribunal de Justiça (ver página 55) e que declarou a competência da Justiça Federal para julgar causas que envolvam crimes contra o mercado de capitais, e conclui pela atribuição à Justiça Federal para julgamento do crime de uso indevido de informação privilegiada.

3.3.4. O Objeto Penal Tutelado

Quanto ao objeto penal tutelado, o *parquet* entendeu que a prática ofenderia não somente os direitos dos demais investidores, mas também o próprio mercado. Isso porque a pessoa detentora da informação privilegiada, quando dela se utiliza, em detrimento dos demais investidores, pratica uma vantagem indevida que deve ser reprimida. Trata-se de um ganho fácil, desleal e ilícito.

A defesa foi fundo quanto à caracterização do objeto penal tutelado no crime de *insider trading*, a fim de tentar demonstrar a atipicidade da conduta. Os patronos de Luiz apresentaram as diversas posições doutrinárias a respeito do tema, tais como o interesse dos investidores, a igualdade de oportunidades, a confiança depositada pelos investidores, o correto funcionamento do mercado de capitais e a justiça informativa das cotizações. Essas posições já foram apresentadas no presente trabalho, razão pela qual me absterei de desenvolvê-las novamente.

Acolheram a postura de que o bem jurídico tutelado pelo crime de uso de informação privilegiada corresponde à “igualdade dos investidores, na medida em que esta implica a transparência informativa das quotizações”²¹⁵. No entanto, no caso, teriam sido os investidores norte-americanos os lesados, uma vez que as condutas teriam ocorrido na Bolsa de Valores de Nova Iorque.

²¹⁵ BRASIL. 6ª Vara Federal Especializada em Crimes contra o Sistema Financeiro Nacional e Lavagem de Valores de São Paulo. Processo nº 0005123-26.2009.403.6181 (2009.61.81.005123-4). Memoriais apresentados pela defesa de Luiz Gonzaga Murat Júnior. Reale e Moreira Porto Advogados Associados. Subscrito por Miguel Reale Júnior, Eduardo Reale Ferrari e Filipe H. Vergniano Magriarelli., fls. 986.

Aduziu a defesa que, independentemente da posição doutrinária escolhida pelo julgador, as condutas realizadas por Luiz não afetariam quaisquer dos bens jurídicos apontados na doutrina brasileira, não havendo nada que justificasse o processamento criminal em território nacional. Há uma contradição na alegação da defesa, nesse ponto, pois não obstante mencionar a não violação de bem jurídico apontado pela doutrina brasileira, somente trouxe aos autos a doutrina estrangeira, não mencionando o entendimento de qualquer doutrinador nacional a respeito do tema.

Acrescentou, ademais, que, em existindo qualquer violação a bem jurídico, essa teria se dado contra o mercado de valores norte-americano ou contra seus investidores, uma vez que as operações de compra efetuadas pelo sentenciado recaíram sobre títulos emitidos e negociados na Bolsa de Valores de Nova Iorque. E, nesse sentido, a SEC já teria determinado o pagamento de sanções pecuniárias de natureza administrativa.

A defesa de Romano, por sua vez, antes de adentrar à questão do bem jurídico, fez uma breve explicação do que seriam as ADR's:

Convém frisar, primeiramente, que as ADR's não são "ações negociáveis nos EUA", como sustenta o *parquet* na denúncia. ADR's são meros certificados, emitidos por um banco americano, que correspondem a um determinado número de ações de uma empresa estrangeira, mantidas na titularidade desse banco. Servem as ADR's para facilitar o investimento, nos EUA, com relação a ações emitidas por empresa em outro país. Por meio desse certificado, o tomador de ADR nos EUA adquire o direito de obter os frutos de ações de uma empresa estrangeira, embora essas mesmas ações permaneçam sob a propriedade do banco emissor do título. (...) Portanto, não são as ações propriamente ditas que são negociadas nas ADR's, e o tomador das ADR's, por sua vez, não mantém vínculo com a empresa das ações custodiadas pelo banco. (...) embora o tomador da ADR tenha direito aos proventos das ações representadas por referidos títulos, o proprietário das ações continua sendo o banco emissor das ADR's, que fica localizado nos EUA.²¹⁶

Nesse sentido, defenderam os patronos que os fatos narrados na denúncia não revelariam eventual compra e venda de ações da Perdigão, pois não teria havido acréscimo ou decréscimo de ações dessa companhia para o Banco. O banco emissor das ADR's, assim, não teria deixado, em nenhum momento, de ser acionista da Perdigão, inexistindo qualquer risco ao bem jurídico tutelado.

²¹⁶ BRASIL. 6ª Vara Federal Especializada em Crimes contra o Sistema Financeiro Nacional e Lavagem de Valores de São Paulo. Processo nº 0005123-26.2009.403.6181 (2009.61.81.005123-4). Memoriais apresentados pela defesa de Romano Ancelmo Fontana Filho. Vilardi & Advogados Associados. Subscrito por Celso Sanchez Vilardi e Anne Carolina Stipp Amador, fls. 991-992.

Ademais, no mesmo sentido da defesa do Luiz, os patronos de Romano sustentaram que a suposta operação teria sido realizada nos Estados Unidos, não havendo que se cogitar em lesão ao mercado de capitais brasileiro.

Aduziram, ainda, não ter havido qualquer prejuízo aos investidores brasileiros. Tampouco teria a conduta prejudicado o correto funcionamento do mercado brasileiro, uma vez que os fatos descritos na denúncia não refletiram qualquer ameaça de lesão a bem jurídico tutelado. Teria ficado claro, continua a defesa, que se a conduta tivesse causado algum prejuízo aos investidores, teria sido àqueles que investem no mercado de capitais estadunidense e não aos investidores no Brasil.

Também não poderia prosperar acusação caso se entendesse que a criminalização do *insider trading* tivesse como fim tutelar a igualdade entre os investidores. Isso porque os fatos não poderiam contribuir para um cenário de desigualdade entre os investidores no Brasil, uma vez que Romano, ao negociar as ADR's no mercado norte-americano, “teria deixado de interferir no mercado brasileiro de capitais, não causando qualquer lesão ou ameaça à igualdade entre os investidores no Brasil, razão pela qual os fatos *in casu* e mostram atípicos.”²¹⁷

O mesmo argumento socorreria caso se entendesse ser a proteção da confiança dos investidores o bem jurídico tutelado, ou mesmo a credibilidade que deve permear as atividades desempenhadas no âmbito do mercado de valores. Assim, seriam os fatos atípicos, uma vez que “só faz sentido a atuação do estado brasileiro no exercício de seu *jus puniendi*, nos casos em que o bem jurídico ofendido esteja no seu âmbito de atuação.”²¹⁸

Cavali entendeu que, de forma geral, a tipificação do delito “tem o objetivo de proteger a confiança dos investidores na transparência das informações existentes no mercado de capitais.”²¹⁹ O juiz parece ter chegado a essa conclusão partindo da análise dos entendimentos dos doutrinadores brasileiros, já expostos no item 2.3, entre eles César Roberto

²¹⁷ BRASIL. 6ª Vara Federal Especializada em Crimes contra o Sistema Financeiro Nacional e Lavagem de Valores de São Paulo. Processo nº 0005123-26.2009.403.6181 (2009.61.81.005123-4). Memoriais apresentados pela defesa de Luiz Gonzaga Murat Júnior. Reale e Moreira Porto Advogados Associados. Subscrito por Miguel Reale Júnior, Eduardo Reale Ferrari e Filipe H. Vergniano Magriarelli, fls. 999.

²¹⁸ *Id. Ibid.* fl. 1.003.

²¹⁹ BRASIL. 6ª Vara Federal Especializada em Crimes contra o Sistema Financeiro Nacional e Lavagem de Valores de São Paulo Sentença proferida pelo juiz Marcelo Costenaro Cavali. Processo nº 0005123-26.2009.403.6181 (2009.61.81.005123-4), fls. 1.604.

Bittencourt, Fausto Martin De Sanctis e Áureo Natal de Paula. Concordando com o posicionamento da doutrina brasileira de uma forma geral, entendeu que o ponto fulcral de proteção penal é a “proteção da confiança dos investidores na transparência das informações existentes no mercado de capitais.”²²⁰

Especificando, o juiz explicou que a proteção se daria pela tutela do princípio do *full and fair disclosure*, adotado no Brasil sob inspiração estadunidense. Invocou o entendimento de João Carlos Castellar (item 2.4, página 61), José Faria da Costa e Maria Elisabete Ramos (item 2.4, página 62), e adicionou:

A percepção de lucros é o mote que movimenta o mercado de capitais, disso não se duvida. Mas a negociação dos títulos mobiliários deve ocorrer em regime de uniformidade de informação, na medida do possível. Se as negociações de baseiam em informação privilegiada, ou seja, não disponível a todas as partes nas operações, faz-se presente uma grave distorção econômica.

(...)

O comportamento desleal dos *insider traders* ofende não apenas os direitos dos demais investidores, obviamente desprotegidos perante os grandes acionistas e demais detentores de informações privilegiadas, mas também prejudica, de maneira indelével, o próprio mercado, minando a confiança e a lisura de suas atividades.

(...)

A prática do *insider trading*, portanto, abala a credibilidade, a estabilidade e a eficiência do mercado de capitais e mina o interesse das pessoas em investir a sua poupança em companhias que, com tais recursos, poderiam prover o desenvolvimento econômico do país.²²¹

O juiz discordou das alegações de ambas as defesas, no sentido de que a prática teria sido realizada no exterior não havendo que se falar, portanto, em ofensa a bem jurídico no Brasil. Explicou que a “prática de negociação de valores mobiliários a partir da utilização de informações privilegiadas obtidas em companhias brasileiras, com ações negociadas na bolsa de valores brasileira, evidentemente afeta o mercado de capitais.”²²²

Não se poderia cogitar que o investidor brasileiro, embora tendo conhecimento da prática desleal, raciocinasse que a conduta, tendo ocorrido nos Estados Unidos, livraria o mercado brasileiro do mesmo risco. Sabendo da deslealdade, os investidores consequentemente ficariam mais arredios.

²²⁰ BRASIL. 6ª Vara Federal Especializada em Crimes contra o Sistema Financeiro Nacional e Lavagem de Valores de São Paulo Sentença proferida pelo juiz Marcelo Costenaro Cavali. Processo nº 0005123-26.2009.403.6181 (2009.61.81.005123-4), fls. 1.604 (verso).

²²¹ *Id. Ibid.* fl. 1.105 (frente e verso)

²²² *Id. Ibid.* fl. 1.105 (verso)

Afirmou, ainda, que a CVM teria esclarecido que os preços das ADR's e suas correspondentes ações, aqui no Brasil, são correlacionados. Portanto, a alteração dos preços das ADR's nos Estados Unidos acarretaria uma alteração dos preços das ações no Brasil, podendo o contrário também ocorrer. Mais uma vez, não poder-se-ia falar que a prática não prejudicaria o mercado de capitais nacional.

Concluiu afirmando que o Brasil adota o princípio da ubiquidade, conforme pode-se verificar no artigo 6º do Código Penal,²²³ sendo suficiente que um único ato executório atinja o território nacional para que possa ser julgado pela jurisdição brasileira.

3.4. Demais Aspectos Tratados na Sentença

Ademais do que já foi tratado a respeito do julgamento do caso, há ainda dois pontos que foram bastante discutidos no desenrolar do processo. O primeiro diz respeito à conceituação de informação relevante e o segundo à ocorrência de *bis in idem*. Apesar de não terem sido tratados em tópicos específicos do presente trabalho, vale a pena fazermos uma breve descrição de como foram tratados no caso paradigma.

Um dos principais pontos do processo foi quanta à configuração de um elemento em especial do tipo penal inscrito no art. 27-D da Lei nº 6.385/1976, qual seja, a determinação do que seria “informação relevante”, contida na descrição típica. Mais precisamente, o cerne da questão girou em torno de se identificar a partir de quando a informação se tornou relevante.

Analisando os dispositivos que tratam do tema, já mencionados no capítulo 1 deste trabalho, o juiz concluiu que informação relevante é “aquela que tem o poder de alterar uma decisão de investimento (compra, venda ou manutenção) de um investidor racional. Importa, portanto, a sua potencialidade para tanto, independentemente de efetivamente provocar esse efeito”²²⁴.

²²³ Art. 6º - Considera-se praticado o crime no lugar em que ocorreu a ação ou omissão, no todo ou em parte, bem como onde se produziu ou deveria produzir-se o resultado. BRASIL. Decreto-Lei nº 2.848, de 7 de dezembro de 1940. Código Penal. Rio de Janeiro, 1940. Disponível em http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/del2848.htm. Acesso em 08/05/2012.

²²⁴ BRASIL. 6ª Vara Federal Especializada em Crimes contra o Sistema Financeiro Nacional e Lavagem de Valores de São Paulo. Sentença proferida pelo juiz Marcelo Costenaro Cavali. Processo nº 0005123-26.2009.403.6181 (2009.61.81.005123-4), fls. 1.110.

Nem defesa nem acusação discordaram com relação à ocorrência das movimentações financeiras. A questão a ser analisada seria, então, se a possível realização de uma oferta pública de aquisição de ações da Perdigão S.A. era uma informação capaz de influir de forma significativa nas decisões do investidor racional e, ainda, a partir de quando a informação se tornaria relevante.

O juiz se valeu de uma larga análise probatória para chegar à conclusão de que ambos os acusados, ao realizarem as operações de compra e venda das ADR's, fizeram uso de uma informação relevante à data dos fatos, capaz de influenciar nos preços dos valores mobiliários, e privilegiada, pois ainda não divulgada ao mercado.

A defesa alegou, ainda, a ocorrência de *bis in idem*, uma vez que os acusados já haviam sido penalizados na esfera administrativa, no âmbito da CVM, bem como na SEC, nos Estados Unidos. Esta última se absteve de instaurar ação penal tendo em vista o acordo realizado com os acusados.

Cavali não acolheu a alegação, uma vez que tanto a doutrina quanto a jurisprudência brasileiras reconhecem a independência entre as esferas e entendem que a incidência de sanções civis, administrativas e penais, de forma cumulativa, não configura *bis in idem*. Assim, a condenação na CVM não poderia escusar os acusados da responsabilidade penal.

Também entendeu não ser possível falar-se em *bis in idem* entre o processo penal em trâmite na justiça brasileira e os processos existentes nos Estados Unidos, onde os acusados realizaram os acordos de transação. A fundamentação usada pelo juiz é a inexistência, no ordenamento jurídico brasileiro, desde que observada a regra do artigo 8º do Código Penal²²⁵, de vedação à duplicidade de julgamento pelo mesmo fato em relação a país de jurisdição diferente.

Ademais, os acordos de transação realizados nos EUA teriam cunho administrativo. Assim, não haveria falar-se em repercussão na esfera criminal. Essa alegação

²²⁵ Art. 8º - A pena cumprida no estrangeiro atenua a pena imposta no Brasil pelo mesmo crime, quando diversas, ou nela é computada, quando idênticas. (Redação dada pela Lei nº 7.209, de 11.7.1984). BRASIL. Decreto-Lei nº 2.848, de 7 de dezembro de 1940. Código Penal. Rio de Janeiro, 1940. Disponível em http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/del2848.htm. Acesso em 08/05/2012.

teria espaço, outrossim, na Comissão de Valores Mobiliários, e não na Justiça Federal, uma vez que a SEC é um órgão administrativo. Entende o juiz, nesse sentido, que é em relação à multa aplicada pela CVM ou em ações civis eventualmente propostas que devem ser computados os valores já pagos no exterior.

Apesar de a SEC ter entendido pela suficiência do acordo de caráter civil e administrativo para evitar a ação penal, essa conclusão seria inadmissível no ordenamento pátrio, uma vez que aqui a ação penal é pública e, conseqüentemente, indisponível (no caso, não seriam aplicáveis a transação penal e a suspensão condicional de processo).

CONCLUSÃO

A criminalização do *insider trading*, bem como de outras condutas contra o mercado de capitais, parece ter surgido da necessidade de se proteger bens ainda não abrangidos pela proteção do direito penal clássico, tendo em vista o desenvolvimento do sistema capitalista moderno, onde as sociedades anônimas, mercado de capitais e sistema financeiro possuem uma importância ímpar para o desenvolvimento das economias nacionais e, conseqüentemente, para o desenvolvimento da própria nação, abrangendo fatores não somente econômicos, como também sociais.

Em face desse novo contexto, surgem novas tipificações criminais, entre elas o *insider trading* que, devido às suas implicações sócio-econômicas, devem ser bem estudadas e delineadas. A proibição do *insider trading* parece apresentar duas intenções principais, quais sejam, a de prevenir e a de punir a prática. Pelo que foi exposto, pode-se concluir que a curta experiência brasileira e o curto histórico de sua criminalização podem fazer surgir várias dúvidas quanto à sua aplicação.

Parece, primeiramente, ser muito importante destacar a dificuldade de se provar a prática. Isso porque o tipo penal possui vários elementos que devem estar cumulativamente presentes para a caracterização da conduta. Como aferir se uma informação é relevante, não estando ela listada no rol exemplificativo do artigo 2º da Instrução CVM nº358/2002? É claro que há meios para se aferir a potencialidade de influência da informação sobre os preços de valores mobiliários, mas a grande questão é identificar quando essa informação se tornou relevante e se, ao tempo da suposta prática pelo *insider*, essa informação já era relevante.

Quanto ao momento consumativo do crime e à sua caracterização como formal ou material, parece acertado o entendimento doutrinário que defende tratar-se de crime formal, em consonância com os entendimentos de Luiz Francisco Torquato Avolio, Guilherme Brenner Lucchesi e Fausto Martin De Sanctis. Esse entendimento entra em consonância com a própria evolução do direito penal que passa a privilegiar o direito penal do risco, e não mais somente o direito penal do dano (relacionado ao direito penal clássico).

Não há que se falar em crime material, dependente da auferição do resultado, qual seja, o lucro, para se caracterizar. Isso porque a conduta, mesmo que não traga os benefícios

desejados pelo agente, já é capaz de afetar o mercado de valores mobiliários, independentemente do bem jurídico que se queira proteger (a confiança ou o interesse dos investidores, o mercado financeiro, a justiça equitativa das informações, etc.).

Ademais, os resultados de operações no mercado de capitais não são imediatos, podendo ocorrer a longo prazo. Dependem, ainda, de toda uma conjuntura econômica. Falar que se trata de crime material implica em não incriminar aquele que praticou a conduta de forma consciente, com a intenção de obter lucro, se valendo de uma informação da qual deveria guardar sigilo, mas que, por algum motivo alheio à sua vontade, provavelmente o próprio mercado, não conseguiu o resultado esperado. Assim, a mera conduta com o intuito de obter vantagem indevida já é suficiente para a caracterização do crime.

Quanto ao sujeito ativo da conduta, o artigo 27-D, da Lei nº 6.385/1976, ao falar em informação “de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo” parece deixar claro que não é qualquer pessoa que pode ser incriminada. Não obstante, a Lei das Sociedades Anônimas bem como a Instrução CVM nº 358/2002 acabam por apresentar posições conflitantes com relação a essa caracterização.

Ao meu ver, estes dois normativos estendem a possibilidade de apenação a todos. O argumento de que o artigo 8º, bem como o artigo 13, *caput*, da referida Instrução, serviriam de base para a caracterização do crime como próprio não poderia subsistir. Isso porque o artigo 8º trata do dever de guardar sigilo, e não da vedação às negociações. Por sua vez, o tipo penal se refere à vedação às negociações. Assim, a ele deveria ser aplicado o art. 13 que, em seu § 1º, estende a proibição à negociação a todos.

No entanto, embora o § 4º, artigo 155, da Lei nº 6.404/1976, bem como o § 1º, do artigo 13, da Instrução CVM nº 358/2002 aparentem estender a possibilidade de imputação, essa interpretação implica em ofensa ao princípio da legalidade. Não podemos esquecer que o direito penal é *ultima ratio* e exige tipos penais muito bem delimitados. Da leitura do artigo 27-D da Lei nº 6.385/1976, percebe-se que o legislador tentou restringir o tipo a sujeitos determinados, quais sejam, os que tenham conhecimento e devam guardar sigilo.

Assim, embora o tipo não deixe claro os possíveis sujeitos ativos da conduta, não há que se falar em crime comum. Muito embora os normativos administrativos e cíveis

ampliem a possibilidade de imputação a todos, falar-se em crime comum implicaria em grave afronta ao princípio da taxatividade e, conseqüentemente, da legalidade, uma vez que os tipos penais não podem deixar dúvidas. Trata-se, portanto, e em conformidade com a doutrina majoritária, de crime próprio.

Nesse contexto, o cerne da questão é determinar quem são os agentes que devem se abster de usar da informação relevante com o fim de obter vantagem ou divulgá-las para o mercado. Está claro que aqueles que ocupam cargos tais como de diretoria ou, por exemplo, como conselheiro de administração ou diretor de relação com investidores devem, obrigatoriamente, guardar sigilo. Também é assim para profissionais que, mesmo não sendo diretamente ligados à companhia, têm a obrigação legal do sigilo, tais como advogados, auditores ou contadores.

No entanto, a Instrução CVM nº 358/2002, em seu artigo 8º, estabelece a responsabilidade solidária entre o *insider* primário e o *insider* secundário (subordinados e terceiros de confiança) quando esse confia uma informação privilegiada ao último. Muito embora o tipo penal vede a negociação e o referido artigo 8º refira-se ao dever de guardar sigilo, parte da doutrina, como foi exposto no presente trabalho, encontra bases neste dispositivo para complementar a interpretação da conduta criminosa. Nesse sentido, entende-se que a solidariedade existiria na esfera administrativa (para *insiders* primários e secundários) e a responsabilidade criminal incidiria somente ao *insider* primário, sendo essa a interpretação dada também por Nelson Eizirik.

A legislação, no entanto, deveria ser mais clara quanto a isso. Nos Estados Unidos, podem-se apenar os *insiders* externos à companhia, quando da aplicação da *misappropriation theory*. Lá, esse entendimento levou anos para ser firmado, surgindo da construção jurisprudencial das cortes. A proteção penal no Brasil também deveria ser, ao meu ver, e em linha com a jurisprudência americana, conferida aos *insiders* secundários, uma vez que, tendo eles conhecimento da relevância da informação e sabendo que trata-se de informação sigilosa, passam a apresentar todos os requisitos do artigo 27-D para a imputação.

Quanto à competência para julgamento, parece estar claro que o *insider trading* é conduta praticada em detrimento tanto de bens da União, bem como contra autarquia federal, qual seja, a Comissão de Valores Mobiliários. A prática atinge interesses dos investidores e,

principalmente, do mercado de capitais, que, como já comentado, é de suma importância para o desenvolvimento econômico e social de uma nação.

Ademais, é inquestionável o interesse da CVM no regular funcionamento do sistema financeiro e do mercado de capitais, sendo ela o órgão regulador responsável pela sua fiscalização, o que foi amplamente demonstrado no presente trabalho.

Quanto ao bem jurídico tutelado, não há como se enxergar apenas um elemento protegido pela incriminação da conduta. Parece ser inegável a proteção conferida à confiança dos investidores. Essa parece ser a interpretação dada, inclusive, quando da aplicação das duas teorias desenvolvidas no capítulo 1 do presente trabalho. Tanto a teoria clássica quanto a *misappropriation theory* parecem proteger a confiança dos investidores, uma vez que ambas baseiam-se na quebra de um dever fiduciário devido ao mercado (*breach of duty theories*), embora elas se diferenciem no que diz respeito ao tipo de relacionamento e envolvimento do *insider* para com a companhia.

No entanto, também é inquestionável a proteção conferida a um bem jurídico de caráter supraindividual, ultrapassando o interesse singular dos investidores. Não só isso, a prática pode atingir o mercado como um todo, verificando-se portanto o seu caráter não somente supraindividual, mas também difuso. O bem jurídico seria, portanto, o bom funcionamento do mercado de capitais, o que, conseqüentemente, englobaria a confiança dos investidores e o dever de transparência das informações, consagrando, assim, o princípio do *full disclosure*.

Parece bem acertado o posicionamento de José Faria da Costa e Maria Elisabete Ramos, ao afirmarem que trata-se de um bem jurídico poliédrico, de caráter heterogêneo e multifacetado. Não se poderia, assim, determinar um único bem jurídico protegido, ou uma única pessoa afetada, nem mesmo um grupo determinado de pessoas. A criminalização do *insider trading* protege, portanto, um bem jurídico espiritualizado

Visualiza-se, então, a necessidade de sua incriminação, tendo em vista a proteção de bens jurídicos de tamanha importância a esferas da vida privada e social. Ademais, a simples responsabilização civil ou administrativa não parecem ser suficientes para coibir a conduta entre os possíveis agentes, uma vez que, normalmente, se tratam de pessoas com

maior potencial aquisitivo, para os quais uma multa não é tão assustadora quanto a possibilidade de vir a ser preso.

Todavia, há que se tomar especial cuidado no que diz respeito à certeza de aplicação da norma, para que o dispositivo não venha a se tornar letra morta. A efetiva proteção do mercado de capitais, de uma forma geral, só se dará quando da certeza de aplicação da norma e de suas sanções.

A partir dos estudos aqui desenvolvidos, concordo com a linha de pensamento adotada pelo juiz sentenciante do caso “Sadia Perdigão”, Marcelo Costenaro Cavali. Concluindo que a prática é a confiança dos investidores, poder-se-ia interpretar que a proteção dada pelo *insider* se destinaria apenas a um ente singular, qual seja, o investidor. No entanto, explicou que a quebra da confiança abala a eficiência do mercado de capitais e, conseqüentemente, o desenvolvimento econômico do país. Assim, o âmbito de proteção da norma também alcançaria um ente coletivo.

Quanto à caracterização do crime como formal, o tratamento dado por Cavali entrou em consonância com a maior parte da doutrina, principalmente pelo fato de que, apesar de não exigir resultado naturalístico, o exaurimento da conduta foi motivo de exasperação da pena.

No caso específico, a caracterização dos sujeitos ativos não ensejou grandes dificuldades, uma vez que tratavam-se os acusados de Diretor de Finanças e Relações com Investidores e membro do Conselho de Administração, cargos dos quais se identifica claramente o dever de fidúcia dos agentes para com o mercado. No entanto, a caracterização dos possíveis sujeitos ativos nas práticas o *insider trading* ainda deve trazer várias discussões entre a doutrina e nos próximos casos que vierem a ser julgados.

Pelo exposto neste trabalho, pode-se concluir que, apesar de existir uma norma incriminadora do *insider trading*, a sua aplicação deve ser mais efetiva. Tendo sido aplicada somente uma vez, a efetividade da prevenção da prática acaba não sendo verificada. Se a norma existe, ela deve ser aplicada, sob pena de não contribuir em nada para aquilo a que se presta: a proteção do mercado de capitais.

Até mesmo no âmbito administrativo pode-se notar a falta de um efetivo controle. Enquanto no Brasil, entre 2001 e 2011 a CVM abriu 37 processos para apuração de *insider trading*, entre 2008 e 2009 a SEC abriu 151 procedimentos²²⁶ a fim de apurar a prática, contra um total de 326 acusados.

A normatização do *insider trading*, no Brasil, precisa amadurecer, deixando mais claros alguns elementos do tipo que, conforme exposto, ainda geram dúvidas. Ademais, por se tratar de algo recente, ainda não tivemos casos suficientes para que se construísse uma verdadeira proteção ao mercado de capitais contra a prática. No entanto, o legislador brasileiro, bem como Ministério Público e até mesmo a magistratura, devem unir esforços para assegurar a efetividade da norma, tomando como base, no que for possível, o exemplo a doutrina norte-americana, já bem desenvolvida no assunto.

²²⁶ SANTANGELO, Betty; WHITE, Peter. *Civil and criminal enforcement*. In: SCHULTE ROTH & ZABEL LLP; DAVIS, Harry (Org.). *Insider trading. Law and compliance. Answer Book 2011-12*. New York City: Practising Law Institute, 2011, p. 479.

REFERÊNCIAS

ALGEMAS neles: punições para quem usa informações privilegiadas para negociar ações se tornam mais severas em todo o mundo. *Capital Aberto*, São Paulo, n. 104, abril/ 2012;

ASCARELLI, Túllio. *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*. Campinas: Bookseller, 2001;

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Sistema Financeiro Nacional. Disponível em [<http://www.bcb.gov.br/Pre/BCUniversidade/Palestras/BC%20e%20Universidade%202.6.2006.pdf>]. Acesso em 11/11/2011;

BITENCOURT, Cezar Roberto; BREDA, Juliano. *Crimes contra o sistema financeiro nacional & contra o mercado de capitais*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2012;

BRASIL. Constituição (1988). Constituição da República Federativa do Brasil. Brasília: Senado Federal, 2005;

BRASIL. Decreto-Lei nº 2.848, de 7 de dezembro de 1940. Código Penal. Rio de Janeiro, 1940. Disponível em http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/del2848.htm. Acesso em 08/05/2012;

BRASIL. Instrução CVM nº 358, 3 de janeiro de 2002. Disponível em [http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385.htm]. Acesso em 10/11/2011;

BRASIL. Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964. Dispõe sobre a Política e as Instituições Monetárias, Bancárias e Creditícias, Cria o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências. Brasília, 1964. Disponível em [http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L4595.htm]. Acesso em 10/11/2011;

BRASIL. Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965. Disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento. Brasília, 2005. Disponível em http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L4728.htm. Acesso em 03/05/2012;

BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Brasília, 1976. Disponível em [http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404compilada.htm]. Acesso em 10/11/2011;

BRASIL. Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Brasília, 1976. Disponível em [http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385.htm]. Acesso em 10/11/2011;

BRASIL. Lei nº 7.492 de 16 de junho 1986. Define os crimes contra o sistema financeiro nacional, e dá outras providências. Brasília, 1986. Disponível em http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L7492.htm. Acesso em 19/04/2012;

BRASIL. Processo nº 0005123-26.2009.403.6181 (2009.61.81.005123-4). Denúncia do Ministério Público Federal de São Paulo;

BRASIL. Supremo Tribunal Federal. Recurso Extraordinário nº 502.915-8/SP, Primeira Turma, Min. Rel. Sepúlveda Pertence, julgado em 13/02/2007, DJE nº 81 de 27/04/2007. Disponível em <http://redir.stf.jus.br/paginadorpub/paginador.jsp?docTP=AC&docID=444800>. Acesso em 15/04/2012;

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Conflito de Competência nº 82.961/SP, Terceira Seção, Min. Rel, Arnaldo Esteves de Lima, julgado em 17/05/2009, DJE 22/06/2009. Disponível em https://ww2.stj.jus.br/processo/jsp/revista/abreDocumento.jsp?componente=ITA&sequencial=888353&num_registro=200700810965&data=20090622&formato=PDF. Acesso em 15/04/2012;

BRENNER LUCCHESI, Guilherme. O objeto de tutela penal no delito de insider trading. Uma análise crítica a partir da dogmática penal contemporânea. *Revista Brasileira de Ciências Criminais*. São Paulo, v.19, n. 90, p. 150. Maio/junho 2011;

BULGARELLI, Waldirio. *Manual das sociedades anônimas*. 10 ed. São Paulo: Atlas, 1998;

CANTON FILHO, Fábio. *Bem jurídico penal*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2012;

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei das sociedades anônimas*. São Paulo: Saraiva, 1997, v. 1;

CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. *A nova lei das S.A.*. São Paulo: Saraiva, 2003, p. 322.

CASTELLAR, José Carlos. *Insider Trading e os novos crimes corporativos. (uso indevido de informação privilegiada, manipulação de Mercado e exercício irregular de cargo, profissão, atividade ou função)*. Rio de Janeiro: Editora Lumen Juris, 2008;

COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de Direito Comercial. Direito de empresa*. São Paulo: Saraiva, 2008, v. 2;

COSTA JR., Paulo José; QUEIJO, Maria Elizabeth; MACHADO, Charles Marcildes. *Crimes do colarinho branco*. São Paulo: Editora Saraiva, 2000;

DAVIS, Harry. *Overview of the Law of insider trading*. In: SCHULTE ROTH & ZABEL LLP.; DAVIS, Harry (coord.). *Insider trading. Law and compliance. Answer Book 2011-12*. New York City: Practising Law Institute, 2011;

DE FARIA COSTA, José; RAMOS, Maria Elisabete. *O crime de abuso de informação privilegiada (insider trading). A informação enquanto problema jurídico-penal*. Coimbra: Coimbra Editora, 2006;

DE GRANDIS, Rodrigo. Aspectos penais do uso de informação privilegiada (*insider trading*) no direito brasileiro. In: VILARDI, Celso Sanchez; BRESSER PEREIRA, Flávia Rahal; DIAS NETO, Theonimiro (Coordenadores). *Direito Penal Econômico. Crimes financeiros e correlatos*. São Paulo: Saraiva, 2011;

DE PAULA, Áureo Natal. *Crimes contra o sistema financeiro nacional e o Mercado de capitais. Comentários à Lei 10.303/01 à Lei 6.385/76*. Doutrina e Jurisprudência. Curitiba: Juruá, 2006;

EIZIRIK, Nelson; B. GAAL, Ariadna; PARENTE, Flavia; DE FREITAS FENRIQUES, Marcus. *Mercado de capitais: regime jurídico*. 2.ed. revisada e atualizada. Rio de Janeiro: Renovar, 2008;

FIGUEIREDO, Leonardo Vizeu. O Sistema Financeiro e a Atualização Monetária no Brasil. In: JANTALIA, Fabiano (Coord.). *A regulação jurídica do sistema financeiro nacional*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2009;

GILISSEN, John. *Introdução histórica ao direito*. Tradução de A. M. Hespanha e L. M. Macaísta Malheiros. 2. ed. Lisboa: Fundação Calouste Gulbenkian, 1995;

GLICKMAN, Alan; COHEN, Yocheved. *Elements of an insider trading claim*. In: SCHULTE ROTH & ZABEL LLP.; DAVIS, Harry (coord.). *Insider trading. Law and compliance. Answer Book 2011-12*. New York City: Practising Law Institute, 2011;

GOYOS JÚNIOR, Durval de Noronha. *Legal dictionary english – portuguese portuguese – english. Dicionário Jurídico ingles-portuguêsportuguês-inglês*. 2. ed. São Paulo: Observador Legal Editora Ltda., 1994;

HURTADO POZO, José. *El delito de explotación de información privilegiada en el Código Penal suizo*. En: AAVV. *Hacia um Derecho penal económico y europeo*. Madrid: Bolitín Oficial del Estado, 1995;

JONSSSEN PARENTE, Norma. *Aspectos Jurídicos do “insider trading”*. Disponível em: [http://www.cvm.gov.br/port/public/publ/Publ_600.asp]. Acesso em 09/05/2012;

LEÃES, Luiz Gastão Paes 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 do Instituto Brasileiro de Ciências Criminais – IBCCRIM*. São Paulo, n.60, p. 112. Mai/jun 2006;

MARTIN DE SANCTIS. *Punibilidade no sistema financeiro nacional. Tipos penais que tutelam o sistema financeiro nacional*. Campinas/SP: Millenium, 2003;

MORVILLO, Richard. Breach of duty: misappropriation theory. In: SCHULTE ROTH & ZABEL LLP.; DAVIS, Harry (coord.). *Insider trading. Law and compliance. Answer Book 2011-12*. New York City: Practising Law Institute, 2011;

NETO, Alexandre Assaf. *Mercado Financeiro*. 7 ed. São Paulo: Editora Atlas, 2006;

NOGUEIRA, Carlos Frederico Coelho. *Comentários ao Código de Processo Penal e, a partir dele, aos dispositivos correlatos de toda a legislação especial, inclusive do Código de Processo Penal Militar*. v. I. Bauru, São Paulo: Edipro, 2002.

- NUCCI, Guilherme de Souza. *Manual de direito penal. Parte geral. Parte especial*. 7.ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011;
- PRIETO DEL PINO. A. M. *El derecho penal ante el uso de información privilegiada en el Mercado de valores*. Elcano-Navarra: Thomson-Arazandi, 2004;
- PROENÇA, José Marcelo Martins. *Insider Trading. Regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais*. São Paulo: Editora Quartier Latin, 2005;
- REQUIÃO, Rubens. *Curso de direito comercial*. 24 ed. São Paulo: Saraiva, 2000, v. 2.;
- ROXIN, Claus. *A proteção de bens jurídicos como função do direito penal*. Organização e tradução André Luis Callegari e Nereu José Giacomolli. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 2006;
- SANDICK, Harry. *Statutory Background*. In: SCHULTE ROTH & ZABEL LLP.; DAVIS, Harry (coord.). *Insider trading. Law and compliance. Answer Book 2011-12*. New York City: Practising Law Institute, 2011;
- SANTANGELO, Betty; WHITE, Peter. *Civil and criminal enforcement*. In: SCHULTE ROTH & ZABEL LLP.; DAVIS, Harry (coord.). *Insider trading. Law and compliance. Answer Book 2011-12*. New York City: Practising Law Institute, 2011;
- SCHIFFMAN, Howard; MANN, William. *Tipper and Tippee Liability* In: SCHULTE ROTH & ZABEL LLP.; DAVIS, Harry (coord.). *Insider trading. Law and compliance. Answer Book 2011-12*. New York City: Practising Law Institute, 2011;
- TAYAR DUARTE DIAS, Amanda. *Questões atuais envolvendo insider trading*. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. São Paulo, v. 12, n. 45, p.12. jul./set.2009;
- TOLEDO, Francisco de Assis. *Princípios básicos de direito penal*. São Paulo: Saraiva, 2001;
- TOMAZETTE, Marlon. *Curso de direito empresarial. Teoria geral e direito societário*. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2009, v. 1;
- TORQUATO AVOLIO, Luiz Francisco. *A criminalização do insider trading no Brasil e seu contributo para o direito penal econômico*. *Revista dos Tribunais*. São Paulo, v. 95, n. 850, p. 443. Agosto/2006;
- TURCZYN, Sidnei. *O sistema financeiro nacional e a regulação bancária*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2005;
- VAMPRÉ, Spencer. *Tratado elementar de direito comercial*. Rio de Janeiro: F. Briguiet, 1922, v. 2;
- WARD, Robert. *Breach of duty: classical theory*. In: SCHULTE ROTH & ZABEL LLP.; DAVIS, Harry (coord.). *Insider trading. Law and compliance. Answer Book 2011-12*. New York City: Practising Law Institute, 2011;
- ZAFFARONI, Eugenio Raúl; PIERANGELI, José Henrique. *Manual de direito penal brasileiro*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2002.

