



Centro Universitário de Brasília - Uniceub
Faculdade de Ciências Jurídicas e Sociais - FAJS
Curso de Bacharelado em Direito

ALEXANDRE ROSA GRAZIANI

A INEFICIÊNCIA DA CRIMINALIZAÇÃO DO *INSIDER TRADING* NO BRASIL

BRASÍLIA

2018

ALEXANDRE ROSA GRAZIANI

A INEFICIÊNCIA DA CRIMINALIZAÇÃO DO *INSIDER TRADING* NO BRASIL

Monografia apresentada como requisito parcial para obtenção do título de Bacharel em Direito pela Faculdade de Ciências Jurídicas e Sociais - FAJS do Centro Universitário de Brasília (UniCEUB).

Orientador: Professor Dr. Paulo Palhares

BRASÍLIA

2018

ALEXANDRE ROSA GRAZIANI

A INEFICIÊNCIA DA CRIMINALIZAÇÃO DO *INSIDER TRADING* NO BRASIL

Monografia apresentada como requisito parcial para obtenção do título de Bacharel em Direito pela Faculdade de Ciências Jurídicas e Sociais - FAJS do Centro Universitário de Brasília (UniCEUB).

Orientador: Professor Dr. Paulo Palhares

Brasília, 21 de setembro de 2018

Banca avaliadora

Professor Orientador: Paulo Palhares

Professor(a) Avaliador(a)

Dedico esta pesquisa aos meus pais e à
incansável busca pelo conhecimento.

Resumo

O uso de informação privilegiada no mercado financeiro, ou também conhecido como *insider trading*, é prática recorrente e coibida no mundo inteiro. Objeto desse trabalho, o uso de informação privilegiada é relativizado e esmiuçado a fim de estudar seus efeitos. O presente trabalho tem como objetivo constatar a ineficiência de se ter a conduta como um crime no ordenamento jurídico, tanto nos termos da Análise Econômica do Direito quanto nos termos do próprio Direito Penal. São questionados aspectos e princípios essenciais que devem atender o referido tipo penal, e consequências relativas a sua eficácia, efetividade e eficiência enquanto delito. Ademais, discute-se teorias que demonstram uma possível constatação de que a ação de *insiders* possa contribuir para aumento do fluxo de informações de mercado, fomentando a eficiência alocativa de recursos e investimentos. A pesquisa permite enxergar o *insider trading* como algo mais natural ao mercado e menos passível de condenação penal, postulando, no mínimo, a prescindibilidade de o Estado envolver a *ultima ratio* da legislação para coibir a conduta. Precursor em uma discussão ainda não madura o suficiente, espera-se estimular a comunidade acadêmica a produzir mais pesquisas sobre o tema.

Palavras-Chave: *Insider Trading*. Análise econômica do direito. Criminalização. Ineficiência. Informação privilegiada.

Sumário

Introdução	5
1. Direito, Economia e Eficiência	6
2.1 Da análise econômica do direito como critério de hermenêutica	6
2.2 Da eficiência e efetividade	10
2. Do direito aplicável ao mercado de valores mobiliários e ao <i>insider trading</i>	14
2.1 Do Conceito de <i>Insider Trading</i>	14
2.2 Do atos normativos estatais relativos à matéria	17
2.3 Dos órgãos fiscalizadores	21
2.4 Das bolsas e da B3	23
3. Da ineficiência da criminalização do <i>insider trading</i>	29
3.1 Da tese de ineficiência da proibição	30
3.2 Confiança e métodos de análise e leitura de movimentações na bolsa	34
3.3 Porque o <i>Insider Trading</i> não deveria ser crime: da ausência de pressupostos penais suficientes para criminalização e inefetividade de aplicação	34
3.3.1 <i>Da ultima ratio e da inefetividade</i>	35
3.3.2 <i>Da ausência de vítima, da ausência de dano e da incolumidade dos bens jurídicos tutelados, da ofensividade e do in dubio pro reo.</i>	38
3.3.3 <i>Do valor intrínseco de obediência à lei</i>	42
Considerações finais	43
Referências	46

Introdução

O presente trabalho trata das operações de *insider trading* no mercado de valores mobiliários e como a criminalização da conduta pode ser ineficiente. O *insider trading* crime em nosso ordenamento jurídico, conforme art. 27-D da Lei 6.385 de 1976 incluído pela lei 10.303 de 2001. Questiona-se, não só o ilícito penal, mas também a necessidade de sua proibição em geral.

Aqui, há que se falar tanto em princípios do direito penal quanto em análise econômica do direito. Falando de *insider trading*, Direito e economia se comunicam, fazendo parte de forma diferente de ver a ciência jurídica: a análise econômica do direito. A economia também pode proporcionar uma teoria científica que prevê efeitos de sanções legais sobre o comportamento. Em faceta mais restrita, pode ser entendida como a aplicação de uma perspectiva de eficiência às normas legais, e entender como as pessoas respondem a normas jurídicas. Neste trabalho, analisa-se a eficiência de se ter criminalizada a conduta de *insider trading* tanto penal quanto economicamente falando.

Sobre o *insider trading*, praticamente todos os artigos que foram escritos sobre a conduta a trataram como algo maligno. Sempre que o termo *insider trading* é usado, não só o homem médio como boa parte da academia classifica-o imediatamente como uma má prática ou algo imoral ou antiético. É bem verdade que a atuação dos *insiders* é mundialmente coibida. No entanto, argumentos contrários à proibição e criminalização das operações de *insiders* são sofisticados. A primeira exceção à condenação da conduta é o trabalho de Henry G. Manne, *Insider trading and the stock market*, publicado em 1966. De modo menos condenatório à prática, seu conceito pode ser entendido como a utilização de informação ainda não divulgada em mercado, capaz de proporcionar vantagens aos agentes de mercado em decorrência do fluxo natural de informações gerado nas negociações dos valores mobiliários.

Com entendimento claramente minoritário, o presente estudo busca mostrar que talvez a atuação do *insider* não seja necessariamente tóxica ao mercado. Que, talvez, careça de motivos para a sua criminalização baseada na mania nacional de direito penal máximo, ou que talvez careça de motivos para a sua proibição, dada sua previsibilidade. E que, talvez, sua ocorrência natural gere eficiência.

1. Direito, Economia e Eficiência

O presente capítulo trata das premissas as quais o trabalho se sustentará. Nesse sentido, há que se falar em Direito, economia e eficiência, os quais, aprofundados, permitem refletir acerca da Análise Econômica do Direito, de efetividade e eficiência normativa, de eficiência em termos econômicos e até mesmo do valor intrínseco de obediência às leis.

1.1 Da Análise Econômica do Direito como critério de hermenêutica

A economia proporciona uma teoria científica que prevê efeitos de sanções legais sobre o comportamento. Em simples termos, direito e economia se comunicam, criando uma nova forma de ver a ciência jurídica: a análise econômica do direito. Trata-se de uma metodologia coerente, tanto teórica quanto empiricamente, para entender como as pessoas respondem a normas jurídicas. (COOTER, 2010)

Ora, há quem diga que o Direito deva tratar única e exclusivamente de justiça e igualdade. Talvez essa visão seja um pouco restrita. Oriunda na Escola de Chicago nos anos 40, e com expansão protagonizada por autores como Ronald H. Coase, Guido Calabresi, Richard Posner e Gary Becker nos anos 1960, a aplicação da análise econômica do direito se aprofundou e se consolidou, alcançando áreas como processo e direito civil, penal, administrativo e constitucional. (COOTER, 2010).

O impacto foi além do âmbito acadêmico e hoje estende-se à prática do direito nos tribunais e à implementação de políticas públicas. No meio dos tribunais, surgem agora perguntas como “qual a resposta mais adequada para tratar de determinado evento jurídico no mundo fático a fim de gerar formação mais eficiente de efeitos consequentes da decisão?”. Afinal, tem o julgador a noção de que aquela decisão não afetará somente aquele caso concreto, e sim todos os subsequentes, pois abre um precedente para outras relações e negócios jurídicos, que podem ter seus termos criados ou alterados com base nessa nova dinâmica da jurisprudência, lei ou política pública. A análise econômica do direito é assunto interdisciplinar que reúne dois campos de estudo e facilita maior compreensão de ambos. As normas e decisões judiciais não são apenas ferramentas para se atingir a justiça do caso concreto, mas incentivos para mudar o comportamento da sociedade com preços implícitos e instrumentos para atingir

objetivos de políticas públicas. Tal qual a teoria científica do comportamento, o direito somado à economia fornece um padrão normativo útil para avaliar a lei, as decisões judiciais, a intenção legislativa e as políticas públicas. (COOTER, 2010)

Outra pergunta passível de reprodução da análise econômica do direito seria “qual a melhor resposta do judiciário para situações em que há quebra da promessa contratual?”. Para os não adeptos à análise econômica do direito, restar-se-á clara a resposta: observar o mais justo no caso concreto, e decidir conforme o direito vigente. Ora, mas essa análise restrita exclui os chamados efeitos de segunda ordem.

A título de exemplo, há que se expor o caso dos contratos de soja verde, que surgiram como um arranjo alternativo para obtenção de crédito em vista da limitada oferta de crédito agrícola. Nesse contexto, era de costume realizar contratos que buscassem garantir o suprimento de produtos agrícolas para empresas processadoras e exportadoras de soja por meio de venda antecipada por parte dos agricultores. Gerava-se, assim, mecanismos de financiamento da atividade agrícola, seja na forma de financiamento direto, seja na forma de fornecimento antecipado de insumos para os agricultores, com valores preestabelecidos em contrato. Ocorre que, após o valor já pré-fixado, o preço da soja subiu quase o dobro da média a tempo do cumprimento da obrigação de entrega, o que levou muitos agricultores a entrarem na justiça, buscando a quebra contratual. Isto é, venderam antecipadamente a um preço mais baixo, para que ambos os contratantes se protegessem de variações inesperadas. (REZENDE, 2008).

Entretanto, no momento da entrega, o preço estava muito mais alto. Isso levou muitos agricultores a entrarem na justiça por se sentirem lesados, sob argumento não terem acesso aos preços de venda praticados no mercado à época da colheita, e pleiteando *rebus sic standibus*. A Justiça, então, decidiu por reajustar o preço, com base no instituto da teoria da imprevisão (art. 478 do Código Civil brasileiro), abrandando, portanto, o *pacta sunt servanda*. O resultado posterior foi a diminuição da existência de contratos com antecipação de recursos, removendo das negociações esse benefício contratual costumeiramente conferido aos agricultores. Ao contrário, na safra seguinte, houve maior exigência de garantias para crédito e custeio, passou a ser mais difícil para o agricultor negociar com as empresas. Por fim, o aumento nos custos de transação transfere maior custo do produto ao consumidor final. (REZENDE, 2008).

O ponto é que, apesar de ter sido considerada justa pelos julgadores, essa decisão gerou insegurança jurídica e diminuiu a força do contrato, decorrendo disso efeitos de segunda ordem

que prejudicaram, em termos de eficiência, as transações seguintes, e, logo, a sociedade como um todo. Isto é, não foi realizada análise econômica do caso para julgar, restringindo-se àquilo que os juízes opinavam ser o mais justo. Nesse sentido, a análise econômica pleiteia cautela nas decisões, a fim de evitar o que ocorreu no caso da revisão ou anulação dos contratos firmados, que aumentou a incerteza e, conseqüentemente, elevou os custos de transação para todos os agentes daquele ramo da sociedade. Esses custos provenientes da decisão devem ser visados quando se efetua a análise. (REZENDE, 2008).

E até que ponto vale a pena obedecer a lei ou ordem judicial dada sua ineficiência? É possível valorar a obediência à lei? A análise econômica do direito pode ajudar a responder essas perguntas. O presente trabalho trata das operações de *insider trading* no mercado acionário, o qual é classificado como crime em nosso ordenamento e entende-se que está no rol de crimes de colarinho-branco. Mesmo sendo um delito, a prática não deixa de ocorrer. Esse tipo de crime só acontece quando o ganho esperado pelo criminoso excede o custo que ele prevê. O custo é o risco, este mensurável da probabilidade de ser descoberto e de ser condenado, e da intensidade da eventual pena aplicada. Descreve-se assim o preço implícito de uma sanção penal e seu efeito sobre o comportamento, o qual derivará desse cálculo. (COOTER, 2010)

Na faceta sancionatória da hermenêutica da análise econômica do direito, identifica-se, primeiro, o preço implícito de determinada norma. Depois, deve-se prever as conseqüências da variação desse preço implícito (incentivos e desestímulos). Finalmente, avalia-se os efeitos em termos de eficiência. Nessa análise, pode-se entender as sanções como preços. As pessoas reagem às sanções da mesma forma que reagem aos preços. O produto de preço mais elevado costuma ter a conseqüência de ser menos consumido, isto é, seu alto preço gera incentivos à sua não consumação. Seguindo a teoria, uma atividade sancionada tem sua prática desestimulada quando a sanção (isto é, os custos) é mais dura. (COOTER, 2010). Ademais, a sanção cominada por uma lei é às vezes descrita como o “preço da desobediência”. (COOTER, ANO).

Ora, mas há quem discorde dessa análise “precificada” quando se tratando de crimes violentos e ultrajantes, e com bastante fundamento. É por essa razão que esse trabalho tem enfoque na prática de *insider trading*, que apesar de ser crime no nosso ordenamento jurídico, aqui é visto como sanção legal de pequena monta, claramente não violento ou ultrajante, e mais atrelado à ética de mercado. A isso, responde Cooter em seu trabalho *O Valor Intrínseco de Obediência às Leis: Análise Econômica do Ponto de Vista Interno* que moralistas devem ter

crimes horríveis e danos devastadores em mente quando argumentam que o dinheiro e outros custos como tempo e disposição não podem ser base de medida para o valor de obedecer à lei. Entretanto, na prática, sobre essas obrigações legais menores que não oneram a consciência, resta claro para o autor que as pessoas decidem o que fazer por meio de compensações, incluindo compensações reduzidas a valores em dinheiro. (ANO)

A instituição de determinada regra inibidora de dada conduta leva qualquer um a indagar se deve adaptar seu comportamento a ela. É que a norma não controla, diretamente, o comportamento das pessoas, mas apenas as suas consequências. As pessoas continuam livres para agir e reagir como entendem e não, obrigatoriamente, no sentido desejado pelo legislador, mas assumem, é claro, as consequências. (MACKAAY, 2015). Logo, se um indivíduo opta por descumprir o contrato social, ele consegue, mas deverá sofrer as implicações sancionatórias, se descoberto. E, assim, os *insiders* calculam seus custos e benefícios, optando por atuar, ou não.

Aos poucos vai se revelando a natureza da relação entre direito e economia, ou análise econômica do direito. Frise-se que não se trata apenas de direito econômico, o qual reúne áreas como a regulação das atividades econômicas “tradicionais” (bancos, moeda, concorrência, controle do comércio exterior, falhas de mercado, etc). Isto é, não se limita aos aspectos econômicos em sentido estrito. Também não prioriza, apesar de frequente consequência de seu bom uso, o emprego da relação custo-benefício presente nas decisões judiciais ou administrativas. É proposta de releitura do direito como um todo, em todos os seus ramos, retomando a razão de ser das instituições jurídicas. A análise econômica do direito pretende explicitar a lógica e o que não se traduz, expressamente, nos motivos das decisões. Possui a nobre missão de desvendar e exprimir a ordem subjacente no direito positivo, na jurisprudência e nas políticas públicas visando permitir sua melhor compreensão pelos juristas, e estender essa lógica às novas lides, uma vez bem interpretados esses conceitos. (MACKAAY, 2015).

Sobre as instituições legais como tribunais, casas legislativas e administração pública e seus atos, expõe Antônio José Porto, que a análise econômica do direito (AED) considera as instituições legais não como exógenas ao sistema econômico, mas como variáveis pertencentes a ele e analisa os efeitos de mudanças em uma ou mais destas variáveis sobre elementos do sistema. (2013, p. 11)

Essa aproximação entre direito e economia é comprovada não só entre ramos do direito claramente relacionados com a economia, mas também a ramos menos prováveis, como

anteriormente citado, incluindo o direito penal. A AED, em faceta mais restrita, pode ser entendida como a aplicação de uma perspectiva de eficiência às normas legais. A jurisprudência deve avaliar as normas e os preceitos legais de acordo com um critério que determine se eles facilitam ou atrapalham o uso eficiente dos recursos. Avalia-se, assim, as consequências e os efeitos que terão sobre toda sociedade. (PORTO, 2013, p. 11-12).

Richard Posner, reverente autoridade no assunto, diverge pontualmente de José Porto no sentido em que não restringe a análise econômica do direito à aplicação de uma perspectiva de “eficiência” às normas legais. Para ele, essa confusão é por vezes acometida, mas a análise econômica do direito é mais abrangente e busca explicar o maior número de fenômenos legais mediante o uso da economia algumas vezes tratando sobre questões distintas de eficiência. Apesar desse parêntese, o presente trabalho postula acerca de uma meta econômica e normativa específica para um subconjunto limitado de regras legais e instituições relativas ao *insider trading*, tendo a discussão sobre a eficiência foco em grande medida. (POSNER, 1998).

2.2 Eficiência e efetividade

Em termos muito gerais, o que se entende por eficiência é o que gera mais benefícios em detrimento de menos custos aos envolvidos em uma relação econômica.

Ocorre que o assunto do trabalho refere-se à normativa das operações de *insider*. Nesse sentido, a eficiência importante para a análise do dispositivo que criminaliza o fluxo de informações consideradas nocivas ao mercado é a eficiência de informação. Na teoria econômica, existem outras espécies de eficiência, como a operacional (relacionada com o custo de transação de utilização do mercado), a alocativa e a de divisão, mais abrangente (eficiência de divisão requer que o mercado seja eficiente sob aspectos operacional e de informação). (MACKAAY, 2015).

No que se refere alocação de recursos, a eficiência remete à capacidade desse mercado de direcionar os capitais para empresas que tenham melhores projetos de investimentos e nas condições mais vantajosas, traduzindo-se em menores custos de financiamento, redução do custo de capital, estímulo de novos investimentos, custo menor de aplicação e maximização do

retorno dos poupadores. É a eficiência alocativa, que dependerá, em grande parte, da eficiência informacional. (MACKAAY, 2015).

A eficiência de informação, que compõe a eficiência de divisão, gera exatidão no preço dos valores mobiliários. Em um mercado perfeitamente eficiente, o preço dos títulos reflete o valor intrínseco das empresas. Tal aspecto compõe parte do argumento da ineficiência da proibição do *insider trading*. O valor intrínseco (*fundamental value*) é baseado no uso da informação referente aos elementos fundamentais que incluem o valor presente das receitas futuras das empresas e o risco associado aos ativos. São com essas informações que, preferencialmente, os investidores escolhem para quais ativos destinarão seus investimentos. A exatidão do preço dos títulos, decorrente do uso correto dessas informações, leva a uma alocação eficiente dos recursos na economia real ao dar indicações para o fluxo de capitais. Os preços dos títulos determinam o custo de capital, o que constitui critério primordial para decisões de investimentos das empresas, e determinam a expectativa de rendimento, tornando a operação rentável. Projetos pouco promissores, de acordo com a informação existente no mercado, tendem a não obter financiamento, por não haver expectativas de rendimento acima do custo de capital. (MACKAAY, 2015).

Segundo a hipótese de eficiência do mercado financeiro, os preços refletem a informação disponível. A informação mais correta e precisa permite a alocação dos recursos nas empresas com as melhores projeções, e afastaria investimentos nas menos promissoras, aumentando a eficiência:

A eficiência informacional remete à capacidade do mercado de integrar, no preço dos títulos, a informação pertinente relativa às empresas. [...] A eficiência informacional permite que os investidores estabeleçam e comparem o valor dos títulos a fim de direcionar seus recursos para aquele que ofereçam as melhores condições.[...] A informação a respeito do rendimento e risco dos títulos disponível no mercado serve para avaliá-los, estimar seu valor, ou seja, está refletida no preço dos títulos. [...] Empresas com bons projetos de investimento podem captar recursos necessários em melhores condições , o que reduz seu custo do financiamento. (MACKAAY, 2015).

Por fim, ainda no campo econômico, pode-se considerar a eficiência a partir da chamada *eficiência de Pareto*, a qual, de acordo com a obra de Robert Cooter *Direito e Economia*, considera-se eficiente o caso em que não é mais possível tornar melhor a situação de pelo menos uma pessoa sem deixar outra em situação pior. Isto é, é eficiente até o ponto em seja impossível uma pessoa ou grupo se beneficiar sem prejudicar a outros. Economicamente falando, atinge-

se, assim, situação “ótimo”. (2010). Tem-se por entendimento, entretanto, que o Pareto eficiente (situação ótimo) não garante necessariamente uma vocação benéfica ou socialmente aceitável. Por exemplo, a concentração de rendimento ou recursos num único agente pode ser ótima no sentido de Pareto (do ponto de vista relativo). (MARTINS, 2017).

As definições de eficiências econômicas supracitadas servem para polir o entendimento no caso concreto da eficiência mais importante em termos normativos, a eficiência jurídica. Uma norma vigente, juridicamente eficaz, pode ser efetiva e não atingir suas finalidades, isto é, em termos jurídicos, não atingir sua eficiência. Esbarra-se, no entanto, em conceitos que constantemente geram confusão: a eficácia, a efetividade e a eficiência de uma norma.

Bem, eficácia normativa é possibilidade de se aplicar a lei dados pressupostos fáticos concretizados. É possibilidade de incidência, uma vez garantida a validade e vigência da lei, tornando possível a produção de efeitos. É dar aplicabilidade, ou seja, *eficácia jurídica* à norma. (COELHO, 2007)

A efetividade, por outro lado, é vista por vezes como uma espécie de *eficácia social*. Refere-se ao plano de seu real cumprimento. “A efetividade se revela no fato da norma jurídica se impor perante quem quer que seja. [...] Uma norma jurídica será efetiva se observada tanto pelos aplicadores do Direito como pelos destinatários dessas normas”. (JURISWAY, 2018). Dada a sua incidência, a efetividade da norma decorre de como seus destinatários respondem a ela, e se obedecem seus preceitos ou não. É perceptível, ainda, ao verificar se os próprios agentes públicos estatais a aplicam de fato, ou sob qual frequência. Logo, a efetividade é analisar se a norma é observada por seus destinatários ou por seus aplicadores. Uma norma inefetiva pode ter sua aplicabilidade garantida decorrente da sua eficácia, mas sua incidência e aplicação social, em termos gerais, irrelevante perante seus cidadãos. (COELHO, 2007).

E quanto a sua eficiência normativa? É evidente que o legislador, no ato de criação da lei, prevê uma finalidade ao ser alcançada com aplicação do disposto naquele preceito normativo. Os objetivos da lei, se alcançados, tornam a lei eficiente. E, é evidente, podem haver graus de eficiência dada determinada norma e seus resultados. Uma norma que cumpre poucas ou nenhuma finalidade, é ineficiente. Outrossim, não se pode esquecer que a eficiência normativa deve ser considerada diante do ordenamento jurídico como um todo. Há de se observar se as normas contribuem para que o sistema jurídico contextualmente atinja suas finalidades. Entende-se que elas não estão isoladas em relação às finalidades que traduzem, pois

as normas se encontram encadeadas sistematicamente. Por decorrência, a análise da eficiência inclui a verificação de estar a norma contribuindo, contextualmente, com outras normas, de forma que determinadas finalidades principais do sistema sejam atingidas. É evidente que, para isso, deve-se pressupor que o sistema, quanto ao conjunto de normas, seja efetivo no meio social. (COELHO, 2007).

Vale expor que há entendimento de que a eficiência faça parte da efetividade, sendo aquela dimensão complementar desta. A efetividade (lato sensu) abrangeria então a eficiência normativa e a efetividade social (efetividade stricto sensu). Uma norma será inefetiva quando não for cumprida e aplicada (inefetividade social) ou quando suas finalidades individuais e contextuais não forem atingidas (ineficiência normativa). (COELHO, 2007).

Conclui-se que analisar se uma norma é efetiva e eficiente é verificar como as pessoas reagem a sua incidência, se suas finalidades são alcançados, e se contribui e se compatibiliza com o ordenamento jurídico em seu contexto. Nesse sentido, com as ferramentas explicitadas, é possível formular juízos de efetividade ou inefetividade e de eficiência ou ineficiência sobre a norma, dados seus aspectos individuais e contextuais sistemáticos frente à sociedade.

2. Do direito aplicável ao mercado de valores mobiliários e ao *insider trading*

2.1 Do Conceito de *Insider Trading*

Após a crise de 1929 e no decorrer do século XX, o Estado teve acentuado papel na relação entre o domínio jurídico e o domínio econômico. Entretanto, principalmente a partir da adoção do regime de economia de mercado pela Constituição Federal de 1988, passou-se a questionar essa atuação, indagando-se qual deveria ser o papel do estado na realização do fenômeno econômico, ou, de outra maneira, qual seria o futuro do Estado numa economia de mercado. (FONSECA, 2014, p. 181).

Tal questionamento não indica regresso ao liberalismo clássico, mas apenas uma visão mais amadurecida sobre intervenção nos assuntos econômicos. O Estado não deixou de ser atuante com o advento da nova Constituição, dado que a própria CF reserva à República brasileira competências para atuar e normatizar a Ordem Econômica. Essa atuação, traduzida como intervenção, pode ocorrer de maneira direta ou indireta. Como regra, tem-se a intervenção indireta do estado na economia, e, excepcionalmente, tem-se a intervenção direta, esta última restrita às hipóteses taxativas da Constituição. (FIGUEIREDO, 2010, p. 122-123). Tal como expõe o *caput* do art. 174 da CF, o Estado exerce a tríplice função de fiscalização, de incentivo e de planejamento, e opera como agente normativo e regulador da atividade econômica, sob forma determinante para o setor público, e indicativa para o setor privado.

A atuação do Estado no âmbito da relação entre direito e economia se manifesta sempre em um contexto de dialética, na qual da oposição criativa de uma tese e de uma antítese surge uma síntese, resultado concebido pelas posições que lhe deram origem. (FONSECA, 2014). Existem, portanto, muitos institutos nascidos dessa relação, e aquele que é tratado nessa pesquisa é o instituto da criminalização do *insider trading*. Operação hoje ilícita e criminalizada no ordenamento jurídico, o *insider trading* é a utilização de informação privilegiada para se beneficiar nas operações de mercado de capitais.

Sobre o supracitado delito e a forma da intervenção estatal na prática de *insider trading*, deve-se esclarecer a distinção entre os conceitos de criminalização e ilicitude, pois os dois moldes encontram-se presentes no ordenamento para tratar do tema. O que há de ser exposto

aqui percorre três esferas: a da *legalidade* de determinada operação no mercado financeiro, não acarretando consequências jurídicas punitivas ou sancionatórias em qualquer medida; a da mera *ilicitude* de determinada operação, aplicáveis, portanto, apenas institutos reparadores e sancionatórios como dos direitos civil e administrativo; e, por fim, a da criminalização de determinada conduta, acarretando o cometimento de delito e alcançando a esfera penal, sem prejuízo dos demais direitos. Logo, a descriminalização não implica na sua automática legalização. Ao passo que o ato de descriminalizar apenas afasta a apreciação do direito penal sobre a matéria, a ilicitude da conduta permanece gerando efeitos na seara civil, como eventuais indenizações, e na seara administrativa das agências reguladoras e dos órgãos estatais, na aplicação de sanções pecuniárias.

Na linha desse raciocínio, importante frisar a diferença de conduta meramente ilícita para uma conduta não só ilícita como também criminalizada. A ilicitude é, portanto, apenas um dos três requisitos para a configuração do crime. Baseado no conceito analítico do delito, o qual decompõe-se em partes constitutivas estruturadas axiologicamente em uma relação lógica, o crime perfaz-se pelo fato típico, ilícito e culpável da teoria tripartida (PRADO, 2014). A atividade ilícita não é, necessariamente, um crime, mas para que determinada conduta o seja, há de ser ilícita.

Se definida a supracitada premissa, é possível conduzir a presente pesquisa questionando as razões pelas quais o instituto do *insider trading* é criminalizado no Brasil, não importando em dizer que ele deveria ser legalizado (perder seu caráter ilícito), por mais que existam entendimentos para que até mesmo isso devesse ocorrer.

Ora, mas em termos mais técnicos, como é definido *insider trading*? O *insider trading* envolve o conhecimento e utilização de informação não disponível no mercado, capaz de provocar oscilação no valor dos ativos. Em razão deste conhecimento privilegiado o sujeito pode negociar ativos em vantagem, de modo a obter lucro. (VILELA, 2014).

Define Eizirik que:

É a utilização de informações relevantes sobre uma companhia, por parte das pessoas que, por força do exercício profissional, estão 'por dentro' de seus negócios, para transacionar com suas ações antes que tais informações sejam de conhecimento público. Assim, o *insider* 'compra ou vende no mercado a preços que ainda não estão refletindo o impacto de determinadas informações sobre a companhia, que são de seu conhecimento exclusivo. (2008)

Também é possível interpretar o *insider trading* como a ação influenciadora existente no mercado financeiro, decorrente das informações obtidas de forma privilegiada, aliada à pretensão de se obter benefícios com tais prerrogativas. (DE OLIVA, 2010).

Em síntese aos requisitos expostos pelos autores Francisco Mussnich (2017), Modesto Carvalhosa (2014) e João Pedro Scalzilli e Luis Felipe Spinelli (2007), compilados para um entendimento mais equilibrado dentre as pequenas diferenças apresentadas por cada um, para a configuração do *insider trading* tem-se como requisitos: 1) informação não divulgada em mercado; 2) relevância da informação; 3) a intenção de negociar obtendo vantagem de tal informação; e 4) a sua efetiva utilização na negociação de valores mobiliários por alguém com acesso privilegiado àquela informação.

Por fim, vale expor a classificação da doutrina. Os *insiders* são divididos entre primários e secundários. Os primários têm acesso direto à informação relevante, geralmente em razão do cargo que exercem, e os secundários a recebem de alguém. (PRADO, 2015)

Os primários subdividem-se em internos e externos. O primeiro grupo abriga aqueles indicados que possuem vínculo direto e permanente com a companhia emissora dos papéis negociados com o uso de informações privilegiadas. São seus acionistas, administradores e funcionários. Os externos são formados por profissionais e instituições sem vínculo direto com a companhia emissora e que prestam serviços relacionados às operações ou negócios que geram a informação privilegiada, como o advogado que auxilia na compra e venda do controle de uma companhia ou consultores que ajudam no planejamento das operações.

Os secundários são um terceiro grupo é residual o qual abriga aqueles sujeitos que não são internos ou externos, mas agentes de mercado que de alguma forma obtém e utilizam a informação privilegiada. Por exemplo, investidores de bolsa ou corretoras de valores. Isto é, os secundários são os agentes do mercado.

2.2 Do atos normativos estatais relativos à matéria

O primeiro dispositivo a tratar do tema no país foi o inciso X, do art 3º da lei 4.728 de 1965, que disciplina o mercado de capitais. O texto do referido enunciado, ao cuidar do espectro de atribuições do Banco Central, dispõe que a ele compete “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”. (MUSSNICH, 2017, p. 23-24).

Note-se que a primeira tratativa sobre o assunto na lei é anterior à própria existência da CVM, entidade autárquica vinculada ao Ministério da Fazenda com objetivo de zelar pelo bom funcionamento do mercado, que só viria a existir uma década depois. Apenas com esse conceito, o dispositivo, isolado no sistema jurídico, não oferecia ao intérprete parâmetros mais objetivos para definir prática. Ademais, não era nem crime, nem ato ilícito. (MUSSNICH, 2017, p. 23-24).

Em 2001, e por meio de lei, foi criminalizada a conduta, alcançando a esfera do Direito Penal. Seu conceito penal veio com a reforma da lei 6.385 de 1976 pela lei 10.303 de 2001, que incluiu o art. 27- D, um delito com pena de reclusão e multa:

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

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

§ 1º Incorre na mesma pena quem repassa informação sigilosa relativa a fato relevante a que tenha tido acesso em razão de cargo ou posição que ocupe em emissor de valores mobiliários ou em razão de relação comercial, profissional ou de confiança com o emissor.

§ 2º A pena é aumentada em 1/3 (um terço) se o agente comete o crime previsto no **caput** deste artigo valendo-se de informação relevante de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo.

Ressalte-se que os parágrafos 1º e 2º do supracitado artigo foram recentemente inseridos pela lei 13.506/17, o que faz deles conteúdo normativo novo, modificando a lei 6.385/76. Há de se enfatizar que aos casos anteriores à publicação não incidirão os novos dispositivos, frente ao princípio do *tempus regit actum* e da não retroatividade da lei penal (em situações que prejudiquem o acusado). Outrossim, não se tem registro de denúncia na esfera penal de casos após recente edição da lei. Logo, os dados apresentados neste estudo sobre os processos criminais de *insider trading* no capítulo seguinte são relativos à definição do caput. Entende-se, no entanto, que o acréscimo legal realizado em nada atinge o objetivo a ser alcançado por este trabalho acadêmico.

A legislação societária também disciplina a matéria, por meio da Lei 6.0404 de 2001 (Lei das S.A.), art. 157 caput e parágrafo quarto, ao dispor expressamente acerca do “dever de informar”. Para a justa divulgação da informação, há obrigatoriedade dos administradores de companhias abertas de divulgarem qualquer deliberação de assembleia geral ou dos órgãos de administração, ou fato relevante ocorrido nos negócios da companhia que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores de comprar ou vender valores mobiliários emitidos pela companhia (EIZIRIK, 2010, p. 538).

Segue integralidade do dispositivo:

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;
- 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 assembleia-geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou fato relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia.

§ 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.

A divulgação obrigatória da informação tem, tradicionalmente, sido justificada pelo intuito de proteger investidores e manter o bom funcionamento do mercado. (MACKAAY, 2015, p. 635). Como visto no art. 157, §4º, além de qualquer deliberação em assembleia geral da empresa, deve qualquer fato relevante que possa influir na decisão de investidores ser comunicado à bolsa e divulgado em imprensa. Entretanto, note-se que o termo de “fato relevante” é muito aberto, e pode suscitar diferentes interpretações no caso concreto, no qual se questionar se era ou não dever da companhia divulgar determinada informação pode se tornar um problema.

O *insider trading* tornou-se ato ilícito na mesma Lei das S.A, em seu art. 155 *caput*, e § 1º, na qual impõe dever de sigilo àquele que contenha a informação privilegiada em razão de sua posição na companhia capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários, não podendo dela beneficiar a si mesmo ou a outrem:

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.

Ademais, nos parágrafos que se sucedem, tem-se que o dever de sigilo também se estende aos subordinados do administrador, tem-se a previsão de reparação dos danos à pessoa prejudicada na compra e venda de valores mobiliários, e, por fim, alargando a incidência da proibição, tem-se a vedação do uso de informação privilegiada anterior à divulgação por *qualquer pessoa* com finalidade de auferir vantagem. Fica evidente a ampliação da proibição do *insider* na esfera cível, passível de responsabilização. (MUSSNICH, 2017, p. 24-25).

Na esfera administrativa, o desenvolvimento normativo da coibição deu-se por meio das instruções da CVM (Comissão de Valores Mobiliários). Iniciou-se com a Instrução CVM 31 de 1984, que em seu art. 10 proibia o *insider*. Atualmente, a prática é coibida pelo art. 13 da Instrução CVM 358 de 2002, e trata de forma mais abrangente os agentes e os meios pelos quais praticam o ilícito. Inclui a negociação de valores mobiliários de emissão da companhia, anteriormente à divulgação ao mercado de fatos relevantes, das demonstrações financeiras e operações societárias, por controladores, administradores, membros do conselho fiscal e pessoas que participem em quaisquer outros órgãos com função técnica ou consultiva (caput). Ademais, expressa que a vedação também se aplica às pessoas externas à companhia, mas que

mantém com esta relação comercial, profissional ou de confiança (VILELA, 2017, p. 1). Segue dispositivo:

Art. 13. Antes da divulgação ao mercado de ato ou fato relevante ocorrido nos negócios da companhia, é vedada a negociação com valores mobiliários de sua emissão, ou a eles referenciados, pela própria companhia aberta, pelos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, ou por quem quer que, em virtude de seu cargo, função ou posição na companhia aberta, sua controladora, suas controladas ou coligadas, tenha conhecimento da informação relativa ao ato ou fato relevante.

§1o A mesma vedação aplica-se a quem quer que tenha conhecimento de informação referente a ato ou fato relevante, sabendo que se trata de informação ainda não divulgada ao mercado, em especial àqueles que tenham relação comercial, profissional ou de confiança com a companhia, tais como auditores independentes, analistas de valores mobiliários, consultores e instituições integrantes do sistema de distribuição, aos quais compete verificar a respeito da divulgação da informação antes de negociar com valores mobiliários de emissão da companhia ou a eles referenciados.

§2o Sem prejuízo do disposto no parágrafo anterior, a vedação do *caput* se aplica também aos administradores que se afastem da administração da companhia antes da divulgação pública de negócio ou fato iniciado durante seu período de gestão, e se estenderá pelo prazo de seis meses após o seu afastamento.

[...]

2.3 Dos órgãos fiscalizadores

A Comissão de Valores Mobiliários exerce importante papel de regulação. E como ela se originou? Originou-se com o advento da Lei 6.385 de 1976. Apesar de antiga, é uma lei cujas atualizações retomam debates sobre o papel do Estado no domínio econômico e o do papel do direito na disciplina jurídica do mercado. A CVM tem por função disciplinar e fiscalizar o mercado de valores mobiliários. Autarquia federal em regime especial desde 2002, a entidade está sujeita às políticas ditadas pelo órgão superior, o Conselho Monetário Nacional. A autarquia possui poder de polícia sobre os agentes do mercado de valores mobiliários e funciona como órgão de deliberação colegiada. Dentre suas competências no mercado de valores mobiliários, tem-se a fiscalização e a disciplina de atividades como emissão, distribuição, negociação, intermediação, administração de carteiras, custódia, auditoria de companhias abertas e os serviços de consultor e de analista. Por fim, tutela funcionamento e organização

das operações das Bolsas de Valores e das Bolsas de Mercadorias e Futuros. (EIZIRIK, 2010, p. 243-249).

Há competência de regulação, e portanto a instituição não se limita à fiel execução das leis vigentes: tratando-se de uma autarquia especial, a CVM pertence à administração pública indireta e é dotada de autonomia, de forma a atuar como poder legiferante. Apesar de exceção à máxima do Direito Administrativo de que o que a lei não permite, nega-se implicitamente, aqueles que defendem a intervenção argumentam que o tratamento da disciplina do mercado de capitais implica em adaptação das teorias antigas a novas realidades. Em que pese a fonte, tal argumento pode ser visto como arbitrário. Esclareça-se, por fim, que a CVM não possui independência para agir fora dos parâmetros legais, mas é dotada de autonomia para exercer suas atividades com imparcialidade, mantendo o processo decisório afastado de influências político partidárias. (EIZIRIK, 2010, p. 251-256).

A CVM atua repressiva e preventivamente, de maneira a impedir supostos ilícitos no mercado, para resguardar o interesse dos investidores potencialmente lesados. Conforme art. 13 da lei 6.385 de 1976, a título de exemplo, a CVM pode realizar atividade consultiva ou de orientação junto aos agentes de mercado de valores mobiliários ou qualquer investidor. Vislumbra-se sua atuação preventiva sob forma consultiva na exposição do entendimento da Comissão a esses agentes sobre eventuais ilícitos. (EIZIRIK, 2010, p. 255-259).

A função fiscalizadora da CVM concorre para coibir e punir condutas que sejam danosas para o mercado, alvo de sua observação. A Autarquia faz uso de seu poder de polícia para tal. O art. 9º, incisos e §1º da supracitada lei habilita a CVM para averiguar os fatos e impor medidas para prevenir ou reprimir os danos, tais como apurar fatos ilegais, aplicar penalidades, suspender negociações, suspender ou cancelar registros, requisitar informações contábeis de companhias, divulgar informações com o fim de orientar participantes do mercado e proibir a prática de atos específicos no mercado (*stop order*). (EIZIRIK, 2010, p. 260-263).

O processo sancionador da CVM se aplica a essas ocorrências de ilícitos administrativos e respeita o postulado do devido processo legal. Há separação funcional entre as fases de instrução e decisão, movidas por órgãos distintos, de forma a atingir imparcialidade e eficiência. O decreto 6.382 de 2008 ratificou esse entendimento e criou a SPS, Superintendência de Processos Administrativos Sancionadores, promovendo a separação efetiva das instâncias inquisitoriais e acusatórias das instâncias decisórias. Existem dois ritos processuais, o ordinário,

e o sumário, sendo esse último dedicado a infração que se comine penalidade de multa pecuniária até o máximo de R\$ 100.000,00 (cem mil reais), conforme Regulamento anexo à Resolução CMN nº 1.657, dadas as alterações introduzidas pela Resolução CMN 2.785/2000 e pelas Instruções CVM nº 251/1996 e CVM nº 335/2000. (EIZIRIK, 2010, p. 270-283).

A CVM possui um amplo aparato para se fazer apurar, processar, julgar e punir situações prejudiciais para o universo das transações de títulos. É unidade da administração pública indireta que tem a autonomia, a estrutura, a complexidade e a força necessária para repelir aquilo que é tóxico ao mercado de valores mobiliários.

Há que se falar, por último, do Conselho Monetário Nacional. O Conselho Monetário Nacional (CMN) é o órgão superior do Sistema Financeiro Nacional e tem a responsabilidade de formular a política da moeda e do crédito, com foco na estabilidade da moeda e no desenvolvimento econômico e social do país. Criado pela Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964, o CMN foi efetivamente instituído em 31 de março de 1965, uma vez que o art. 65 da Lei nº 4.595 estabeleceu que a Lei entraria em vigor 90 dias após sua publicação. Ele está acima do Banco Central e da CVM. (BACEN, 2018).

Sobre o uso da informação privilegiada no mercado acionário, a Lei 6.385 define expressamente em seu art. 4º atribuições comuns tanto ao Conselho Monetário Nacional quanto à Comissão de Valores Mobiliários. Em seu inciso IV, alínea *c*, expõe a atribuição dessas entidades de proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra o uso de informação relevante não divulgada no mercado. Em contrapartida, a mesma lei define como competência comum, no inciso II, a promoção da expansão e o funcionamento *eficiente* e regular do mercado de ações. Ora, a mesma lei objetiva a proibição do *insider* e da busca por eficiência.

2.4 Das bolsas e da B3

A Lei 6.385 de 1976 dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e tem como objeto a disciplina e fiscalização das atividades a ele relacionadas. O artigo 2º, que com a reforma de 2001 sofreu clara expansão, define rol de valores mobiliários sujeitos ao seu regime legal. Anteriormente, valores mobiliários eram apenas aqueles de emissão de companhias abertas, representando uma realidade econômica que não mais existe. Com a nova conceituação, valores

mobiliários são todos os inseridos no rol do art. 2º; os criados por lei ou regulamentação específica; e quaisquer outros títulos de investimento coletivo com direito de participação, de parceria ou de remuneração, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros, quando ofertados publicamente. As ações, foco da pesquisa, são valores mobiliários expressos na lei. (CASTANHA, 2018).

Sobre as negociações desses títulos, existem locais ou sistemas apropriados, e são as bolsas de valores e as bolsas de balcão. Tratando-se, então, de mercado acionário, é possível que o local de negociação desses ativos seja a bolsa de valores ou o mercado de balcão. Entretanto, o local mais comumente utilizado para a transação de ações é a bolsa de valores, dado o fator liquidez. O mercado de balcão, também conhecido como *over the counter*, costuma ser mais usado na transação de títulos de renda fixa, com ênfase no mercado internacional. Vale acrescentar que as Bolsas de Valores e entidades de mercado de balcão organizado poderão estabelecer requisitos próprios para que os valores sejam admitidos à negociação no seu recinto ou sistema, mediante prévia aprovação da Comissão de Valores Mobiliários. Ademais, para que as companhias tenham seus valores negociados nessas bolsas, é preciso que sejam registradas. (art. 21, § 1º e § 4º da lei 6.385/76). (INFOMONEY, 2006).

As bolsas de valores são entidades privadas de natureza tipicamente corporativa que têm função básica de fornecer local ou sistema adequado à realização e visibilidade dos negócios. Apresentam função de natureza econômica ao propiciar o recinto ou sistema de negócios, conferindo a eles continuidade, transparência e liquidez aos títulos. Ademais, à elas é dada a possibilidade de estabelecer suas próprias normas sobre a negociação perante seu sistema, e, portanto, de fiscalizar sua observância por parte de seus membros. Possuem, então, capacidade e função de autorregulação, na medida em que exerce poderes de regulamentação e fiscalização de membros e operações, com vistas a manter padrões éticos. Essa autorregulação confere poderes de natureza normativa e disciplinar e decorre de atuação colaborativa com o poder público, uma vez que, apesar de privadas, as bolsas exercem funções de interesse público. Eizirik afirma haver um autêntico poder de polícia no mercado de valores mobiliários das bolsas. (2010, p. 194).

Sob a interpretação do art. 17 da Lei 6835 de 1976, cuja redação foi alterada pela Lei 10.303 de 2001, os poderes autorregulatórios das bolsas decorrem de expressa previsão legal, mas o exercício de tais poderes fica submetido à supervisão da CVM. Com a referida alteração da lei, estendeu-se a aplicação do modelo de autorregulação subordinada à fiscalização da

Autarquia. Há duplo grau de fiscalização, uma vez que cabe primeiramente às bolsas o papel de regular e fiscalizar operações e corretoras, e à CVM a supervisão dessa atividade por elas realizada. (EIZIRIK, 2010, p. 196-197).

Tal sistema é comumente adotado pelas bolsas e costuma ter saldo bastante positivo. A maior eficácia e a maior eficiência da autorregulação das bolsas baseia-se no fato de ser elaborada pelos próprios membros selecionados do mercado, a partir de sua experiência negocial, gerando flexibilidade para adequação às mudanças das circunstâncias de mercado. Baseia-se, ainda, no fato de que a participação dos regulados na disciplina de sua própria atividade também leva a maior eficiência, dada a menor probabilidade litigiosa quanto a aceitação e cumprimento das normas. Por outro lado, a fiscalização do mercado de capitais exclusiva do *Estado* tenderia a ser mais burocrática e menos eficiente ao ser exercida por pessoas não diretamente envolvidas nas problemáticas comuns da prática negocial. (EIZIRIK, 2010, p. 197-199).

Originalmente, as bolsas eram associações integradas exclusivamente pelos membros registrados nas bolsas. Nos anos 1990, houve tendência mundial de conversão em estruturas corporativas com capital detido por acionistas, visando, portanto, lucro. Tal processo foi chamado de desmutualização. Isso, dentre outras causas e objetivos, é exemplo de medida que surgiu para aprimorar o exercício da autorregulação pelas bolsas, mitigando a ocorrência de conflitos inerentes ao sistema de se autorregular. Outras duas importantes medidas são a exigência de indicação de membros independentes para seu conselho de administração e a separação de suas atividades comerciais e regulatórias. (EIZIRIK, 2010, p. 200-201).

A separação das atividades comerciais e regulatórias dentro das bolsas existe para mitigar a ocorrência de conflitos de interesse. Constitui um dos procedimentos mais eficazes para atenuar os eventuais conflitos entre a função regulatória que as bolsas devem desempenhar e os interesses de seus acionista ou membros. A implementação de regulação independente evita eventuais pressões e influências pelos regulados que possam comprometer a boa função regulatória. O exercício deve ser conjunto e paralelo, de forma a fomentar e promover o desenvolvimento dos negócios no mercado operado pela bolsa. Essa separação pode ser feita com a criação de outra pessoa jurídica distinta da bolsa cujo objetivo seja exercer toda atividade regulatória com exclusividade (denominada separação estrutural), ou com a criação de órgãos específicos dentro da própria estrutura administrativa da bolsa com o mesmo objetivo (denominada separação funcional). No Brasil, a Instrução CVM nº 461 de 2007 permite tanto

o modelo funcional quanto o estrutural, e determina a implementação de um Conselho e de um Departamento com seu respectivo Diretor na área de autorregulação, caso se opte pelo modelo funcional. (EIZIRIK, 2010, p. 206-209).

A única bolsa de valores do Brasil é a BM&FBOVESPA, controlada pela A B3 S.A. Brasil, Bolsa, Balcão. A B3 foi criada em março de 2017 a partir da combinação de atividades da BM&FBOVESPA, bolsa de valores, mercadorias e futuros, com a CETIP, empresa prestadora de serviços financeiros no mercado de balcão organizado. A B3 possui infraestrutura mercado financeiro de classe mundial, de modo que não tenha concorrência doméstica, e nasceu com a meta de potencializar as oportunidades de negócios. (B3, 2018).

A Bovespa adota o modelo mitigado de separação das atividades comerciais e regulatórias. Se utiliza do sistema de separação funcional ao possuir uma Diretoria de Regulação de Emissores dentro da própria BM&FBOVESPA e um Conselho, órgãos dedicados a elaborar estudos e pesquisas que possam subsidiar iniciativas regulatórias que equiparem o Brasil aos mercados de capitais mais desenvolvidos, com práticas testadas e aprovadas na relação entre emissores e investidores, bem como a confecção de regulamentos relativos à emissão. Paralelamente, ao ter pessoa jurídica específica para a autorregulação do mercado, a BSM (BM&FBOVESPA Supervisão de Mercados), pertencente ao grupo B3, constituída para realizar, com autonomia administrativa e orçamentária, as atividades de autorregulação dos mercados administrados pela BM&FBOVESPA, corresponde ao modelo de separação estrutural. A BSM não atua diante de companhias emissoras, mas sim de intermediários, como corretoras e distribuidoras. Sua fiscalização envolve as operações realizadas em seus mercados organizados e sobre as pessoas físicas ou jurídicas autorizadas a operar, com o intuito de detectar eventuais descumprimentos que possam infringir normas legais e regulamentares. (BM&FBOVESPA, 2016).

No que se refere ao ramo de Bolsa de Valores, o grupo B3, e seguindo preceitos da sua autorregulação, monitora e fiscaliza as operações (ofertas e negócios) realizadas nos mercados da sua bolsa para identificar qualquer movimento fora do comportamento padrão, verificando operações atípicas de atuação do investidor, ou de seu perfil; comportamentos incomuns dos ativos, como movimentos de preço e volume das operações nos ativos ou setores que diferem de seu padrão ou do mercado; e informações relevantes, como a volatilidade de um ativo ou de seu setor antes e depois da divulgação de um fato relevante ou notícia. (BSM, 2018).

Nessa linha da autorregulação, casos como o de *insider trading* são tidos como comportamentos incomuns, e são investigados pela própria B3 por meio de seus procedimentos internos. Com intuito de coibição da prática de *insider*, esta dada pela B3 como irregular, abre-se um Relatório de Supervisão de Mercado. As possíveis consequências desse relatório, a depender do crivo decisório interno da empresa, são: o arquivamento do caso; a adoção de alguma atividade disciplinar; ou encaminhamento do caso para a Comissão de Valores Mobiliários (CVM). (BSM, 2018).

O *Regulamento de Operações do Segmento Bovespa: Ações, Futuros e Derivativos de Ações*, ou Regulamento de Operações, disponível entre os manuais do site da BM&FBOVESPA, tem por objetivo a consolidação das regras relativas aos sistemas de negociação dentro da bolsa. Esse dispositivo é exemplo do poder regulamentar do mercado que tem o ente privado. Além de diversas outras matérias, o regulamento dispõe acerca das medidas aplicáveis em casos de infrações aos seus dispositivos. No item 23.2, do capítulo XXIII, é apresentado rol exemplificativo de infrações, como a realização de operações em desacordo com as normas regulamentares, podendo o Diretor Presidente estabelecer outras situações em que é cabível a aplicação de multa. Ademais, a Bolsa poderá aplicar multa às Sociedades Corretoras por infrações aos procedimentos estabelecidos, e compete ao Diretor Presidente estabelecer a tabela com as multas a serem aplicadas aos infratores. (BM&FBOVESPA, 2016).

Existem ainda requisitos para a admissão de participantes, como bancos, corretoras e distribuidoras de títulos e valores mobiliários, e para a manutenção da autorização de operar. Tem-se o exemplo da necessária preparação da infraestrutura operacional e tecnológica e preenchimento do Programa de Qualificação Profissional. Não atendidos, os participantes sujeitam-se diferentes tipos de penalidades: advertência, multa, suspensão e exclusão dos sistemas de negociação administrados pela Bolsa, conforme item 3.1.6 do Capítulo III do *Manual de Procedimentos Operacionais do Segmento Bovespa: Ações, Futuros e Derivativos de Ações* ou meramente Manual de Procedimentos Operacionais, outro normativo da bolsa. (BM&FBOVESPA, 2016).

Compreende-se, assim, elevado grau de controle, fiscalização e penalização por parte da B3 como ente privado e seus normativos. Isto é, trata-se de aparato organizado e autorregulador capaz de, por vezes, poupar a atuação estatal administrativa ou judicial na preservação da boa condição do mercado de valores mobiliários.

3. Da ineficiência da criminalização do Insider Trading

Diz-se que, primordialmente, o que se protege ao proibir o *insider trading* é a confiança no mercado de capitais. A prática do *insider trading* é recorrentemente tratada como algo vil, nocivo e repugnante à ética mercantil. É com convicção que afirmam autores como Francisco Mussnich (2017), devidamente embasado, que o desempenho do mercado de valores mobiliários sempre é, em última instância, o mais afetado. Diz-se que a prática o desestabiliza, e, por consequência, compromete sua eficiência. Mas há divergências.

A conduta de *insider trading* recebeu um nome ruim nas últimas décadas. Praticamente todos os artigos que foram escritos sobre a conduta a trataram como algo maligno. A primeira exceção é o trabalho de Henry G. Manne, publicado em 1966. Seu qual é criticado por Hetherington e Schotland e a maioria dos autores. A imprensa descreve a prática como vil, presumindo que todos aqueles que nela se envolvem são totalmente desprovidos de ética princípios. Sempre que o termo *insider trading* é usado, não só o homem médio como boa parte da academia classifica-o imediatamente como uma má prática ou algo imoral ou antiético. Até entre os próprios comerciantes os *insiders* são vistos como criminosos comuns. (MCGEE, 2004).

Na doutrina e jurisprudências norte americanas, a explicação para a regulação do *insider* se baseia na violação do princípio segundo o qual os investidores deveriam ter igual acesso à informação e na sua imoralidade perante o mercado. De igual modo entendeu o Tribunal Regional Federal da 3ª Região, com acréscimo do argumento de perda de confiança e credibilidade nas operações, em processo que resultou na única condenação penal por crime de *insider* transitada em julgado do Brasil. No entanto, a divergência existe. Alguns estudiosos da filosofia, do direito e da economia contestam se o “abuso” de informações deve ser punido, enquanto outros afirmam que deve ser ilegal em todos casos. (MACKAAY, 2015).

É bem verdade que a atuação dos *insiders* é mundialmente coibida. No entanto, argumentos contrários à proibição e criminalização das operações de *insiders* são sofisticados. Com entendimento claramente minoritário, o presente estudo busca mostrar que talvez a atuação do *insider* não seja necessariamente tóxica ao mercado. Que, talvez, careça de motivos para a sua criminalização baseada na mania nacional de direito penal máximo, ou que talvez

careça de motivos para a sua proibição, dada sua previsibilidade. E que, talvez, sua ocorrência natural gere eficiência.

Em uma definição menos condenatória à prática, tem-se que o *insider trading* possa ser meramente a utilização de informação ainda não divulgada em mercado, capaz de proporcionar vantagens aos agentes de mercado em decorrência do fluxo natural de informações gerado nas negociações dos valores mobiliários.

3.1 Da tese de ineficiência da proibição

Em 1966 Henry Manne publicou a obra “*Insider trading and the stock market*”, propondo que as operações de *insider trading* fossem permitidas, apontando que a atuação do *insider* poderia ser benéfica ao equilíbrio do mercado financeiro. Manne afirma em sua obra que os *insiders* contribuiriam para a eficiência ao favorecerem a revelação de informações confidenciais para o mercado. Postulou, então, que o *insider* permitia resolver o descolamento entre o preço dos títulos e seu valor real sem prejudicar emissores e investidores. À época, tal afirmação foi amplamente hostilizada. Esse também foi um dos pontos de vista expostos pelos autores do artigo *The regulation of insider trading*, Daniel R. Fischel e Dennis W. Carlton, de 1982.

A tese de ineficiência da proibição baseia-se na restrição do intercâmbio de informação oriundo da prática de *insider trading*. Na prática de *insider trading*, tem-se o inerente intercâmbio de informações, mesmo que indiretamente, a partir da análise técnica das operações. Isto é, entende-se que a proibição tem o efeito de bloquear o fluxo de informações sobre ativos, muitas vezes impedindo que a ação tome seu valor verdadeiro. Nesse sentido, o *insider trading* serve como meio de comunicação imediata de informações de mercado, o que torna o mercado mais eficiente.

A interrupção desse fluxo gera demora para que a ação tome seu valor verdadeiro, a qual depende do teor de determinada informação e da sua divulgação, nos conformes do dever de informar do art. 157 da Lei das S.A. E sabe-se que tempo é custo. Logo, criminalizar o uso da informação, é, basicamente, tentar manter um ativo artificialmente valorado até a sua divulgação. Com a regulação, os *insiders* têm de ocultar seus negócios ou simplesmente não os

realizam, impedindo assim que o mercado de aprenda a valiosa informação. Isto é, a proibição impede que seja divulgado o real valor do valor mobiliário em tempo hábil, muitas vezes definido pela informação do *insider*. Contraditório ou não, de acordo com essa teoria, a proibição gera ineficiência.

Em conformidade com a Análise Econômica do Direito, em exemplo hipotético sobre os efeitos do econômicos do *insider trading* no mercado acionário, tem-se o indivíduo que busca comprar uma ação X, e tem economizado dinheiro para tal por considerá-la oriunda de uma boa empresa. Tem-se, também, um *insider*, o qual já possui a informação de que a referida ação é “podre”. Assim, o *insider* tende a vender as ações ao indivíduo a um preço inferior ao de mercado, pois busca livrar-se dela o quanto antes. O fenômeno é observável por análise das movimentações e, logo, a informação de que o ativo tende à desvalorização chega ao público. A ação tende, então, ao seu verdadeiro valor, zero. (ALTUCHER, 2011).

E dessa situação é possível verificar benefício ao equilíbrio do mercado financeiro. Ora, o indivíduo tinha interesse na compra do ativo da empresa e portanto o faria de qualquer maneira. Vendido por um *insider* ou não, o comprador daquele valor mobiliário faria a negociação, pois era do seu interesse fazê-la, afinal, a informação que tinha era que a empresa emissora daquele título estava bem.

O resultado prático disso é que quem comprou de um *insider* perdeu menos do que se tivesse comprado de um vendedor comum. Isso porque, felizmente, pagou mais barato no ativo oriundo de um *insider*, o qual abaixa o preço frente ao do mercado para se livrar da ação que sabe ser ruim, em detrimento de um vendedor que carece dessa informação privilegiada (este oferece o preço definido pelo mercado no momento). Se tivesse comprado de alguém “bem-intencionado”, teria pagado mais caro, isto é, o preço de mercado. (ALTUCHER, 2011).

Logo, quanto mais *insiders* vendendo os ativos “podres”, e quanto mais agentes de mercado percebendo as movimentações, a oferta aumentaria gerando concorrência, menores os preços se tornariam e, por fim, menos se perderia com a compra, de forma que o preço do ativo tenderia gradativamente a zero, seu verdadeiro valor. Outrossim, quanto mais *insiders* buscando se livrar de suas ações, maior a possibilidade de percepção da prática no valor, o que o levaria novamente a zero, mesmo que, inclusive, a informação ainda não tenha sido divulgada. Pode-se dizer que quanto mais informação no mercado, seja ela qual for, de *insider* ou não, mais

rapidamente o ativo responde ao seu verdadeiro valor, contribuindo para melhor eficiência alocativa. (ALTUCHER, 2011).

Em suma, quando os *insiders* são vistos negociando, vislumbra-se um sinal para os outros que o preço da ação provavelmente se moverá em uma determinada direção. Uma reação em cadeia ocorre quando a corretora que administra a transação alerta outros corretores e clientes, e o preço do ativo começará a se mover na direção correta, mais perto do seu valor verdadeiro. Sem a proibição, o mercado mais rapidamente se adapta, em decorrência do fluxo constante e natural de informações sem qualquer restrição. (MCGEE, 2004).

Em contrapartida, seguindo o raciocínio, com a criminalização do *insider trading* ter-se-ia a proibição da conduta como um incentivo ao mascaramento do real valor dos títulos correspondentes ao mercado financeiro. Isto é, trata-se de situação em que o próprio Estado impõe mascaramento do valor do título, com a finalidade de garantir suposta igualdade no acesso à informação. Aquele que atua no mercado financeiro tem convicção dos riscos aos quais se submete, e como será visto adiante, o *insider trading* ocorre com ou sem a proibição. (ALTUCHER, 2011).

Por fim, estando o custo dos títulos desviados de seu real valor, há prejuízo na alocação mais eficiente de capitais por via de mercado, pois terá por base um valor estimado, o que não é bom em termos de eficiência alocativa. (MACKAAY, 2015). A atuação do *insider* antecipa informações que determinariam maior eficiência alocativa na hora de fazer determinado investimento. Esse investimento poderia ser melhor aproveitado se o próprio mercado já evidenciasse a tendência de queda de determinado ativo. Melhor que essa tendência seja evidenciada por um *insider* do que esperar a sua divulgação, atendidos os requisitos subjetivos de publicização como “fato relevante ocorrido nos seus negócios”, do §4º do art. 157 da Lei das S.As, ou a arbitrariedade do administrador revelá-las, possibilidade conferida no §5º do mesmo artigo, no que concerne ao dever de informar. Enquanto a divulgação por meio do *insider* antecipa o que o mercado precisa saber de forma natural, a divulgação pública e direta causa efeitos drásticos, instantâneos e não diluídos no tempo.

Como previamente exposto no Capítulo 1, a eficiência de informação gera exatidão no preço dos valores mobiliários. Em um mercado perfeitamente eficiente, o preço dos títulos reflete o valor intrínseco das empresas. A exatidão do preço dos títulos, decorrente do uso correto dessas informações alinhada ao tempo leva a uma alocação eficiente dos recursos na

economia real ao dar indicações para o fluxo de capitais. Ou seja, se um *insider* possui determinada informação privilegiada, não lhe sendo permitido utilizá-la, o preço do valor mobiliário pertinente àquela informação não refletirá a exatidão no preço até a sua divulgação, demonstrando a ineficiência da proibição. (MACKAAY, 2015)

Nesse sentido, expõe Robert McGee, em sua obra *Ethical Issues in Insider Trading - Case Studies*:

[...] Até agora, as evidências sugerem que o intercâmbio de informações ajuda o mercado a agir de forma mais eficiente, enquanto não prejudica qualquer identificação individual ou em grupo. O resultado de uma legislação proibitiva provavelmente será um mercado que opera de forma menos eficiente. Isto é verdade não só do mercado dos Estados Unidos, mas também do mercado em qualquer outro país que coloca proibições sobre *insider trading*. Necessita-se realizar estudos que isolem os indivíduos ou grupos que são efetivamente prejudicados pelo *insider trading*, caso existam tais grupos. Logo, partir de uma norma bem redigida, possa-se impedir que qualquer fraude seja cometida contra esses indivíduos e grupos e, ao mesmo tempo, possa-se permitir que as transações não fraudulentas e probas sejam concluídas sem receio de acusação. Até ser claro que alguém é diretamente prejudicado pelo *insider trading*, não deve haver lei ou regulamento que restrinja a prática, uma vez que tais restrições violam os direitos individuais e provavelmente receberão reação negativa do mercado. (2004, p. 20-22, tradução nossa).

Evidentemente minoritária, a teoria é criticada. Conforme expõem Ejan Mackaay e Stéphane Rousseau em *Análise econômica do direito* (2015), a tese da eficiência da não proibição da atuação do *insider* é criticada principalmente no ponto em que os *insiders* teriam o interesse em não divulgar a informação relevante por eles detida, uma vez que é fonte de ganhos. Isto é, haveria uma espécie de mercado em cima da própria informação. É de fato uma crítica embasada. Entretanto, acredita-se que, ainda assim, para que eles ganhem, é preciso atuar no mercado, e, como indicado acima, é exatamente sua atuação que levará às respostas relativas ao verdadeiro valor do ativo. Com os métodos de análise hoje utilizados, qualquer movimentação já chama a atenção do mercado, gerando reação em cadeia de recebimento daquela informação e imediata atuação no mercado. Outra crítica é a onerosidade e dificuldade inerente aos investidores que busquem detectar tais operações. Nesse ponto, para responder a essa crítica, entende-se que o mercado de valores mobiliários é local competitivo, e que, caso queira obter a informação antes da sua divulgação oficial, há que se esforçar para tal, utilizando-se das ferramentas disponíveis.

3.2 Confiança e métodos de análise e leitura de movimentações na bolsa

Deve o intérprete da norma mais uma vez fazer uso da análise econômica do direito ao observar a realidade do estudo de movimentos de mercado. A Análise Técnica é o estudo dos movimentos do mercado por meio de gráficos, mostrando a variação do preço dos ativos da Bolsa de Valores, com o objetivo de prever as movimentações futuras. O estudo tem origem na Teoria de Dow, a partir dos estudos de Charles Dow, antigo colunista do Wall Street Journal, o mesmo que deu nome ao índice Dow Jones. Com a figura do Robô Investidor e o método do Tape reading (técnicas de Análise de fluxo de ordens), torna-se ainda mais fácil ler as operações de mercado, sendo capaz de identificar as tendências mais relevantes no momento. Isto é, é possível perceber a quantidade e qualidade das ordens que estão chegando no mercado, bem como sua cadência, através do histórico de negócios. (XTB, 2018)

É por meio da tendência de mercado decorrente de determinada movimentação relevante que esses instrumentos receberão a mensagem da atuação de um *insider*. O ponto interessante é que, criminalizado ou não e ilícito ou não, o *insider trading* ocorre e os agentes de mercado estarão sempre preparados para identificar uma hipótese de ocorrência, tendo as ferramentas supracitadas para isso.

3.3 Porque o *Insider Trading* não deveria ser crime: da ausência de pressupostos penais suficientes para criminalização e inefetividade de aplicação

Como explicitado no Capítulo 2, seu conceito penal veio com a reforma da lei 6.385 de 1976 pela lei 10.303 de 2001, que incluiu o art. 27- D, um delito com pena de reclusão e multa.

Tratando-se de crime, há que se falar em Direito Penal, no qual o crime é fato típico, antijurídico e culpável conforme a doutrina majoritária. O que se expõe a seguir percorre apontamentos sobre a existência ou não de vítima concreta, sobre a amplitude do bem jurídico tutelado, sobre a tipicidade material e existência ou não de dano efetivo a bem jurídico, sobre os princípios da ofensividade, da intervenção mínima e da fragmentariedade e, por fim, sobre a

real efetividade e eficiência da referida norma criminalizadora. São apontamentos os quais levam à discussão se de fato o delito se justifica.

Sabe-se que a comprovação de prática de *insider trading* pode levar à responsabilização civil, administrativa e penal. Ante os argumentos apresentados na teoria de Manne de que a prática pode ser eficiente e benéfica, pode-se, no mínimo, chegar à conclusão da existência de nebulosidade quanto à necessidade de sanção. Afinal, pode-se estar promovendo sanção por algo que gerou reflexos positivos à economia de mercado, o que não faria sentido sob a ótica da análise econômica do direito. Seguindo o raciocínio, faz ainda menos sentido punir na esfera penal.

3.3.1 Da *ultima ratio* e da inefetividade

O princípio da *intervenção mínima* ou *ultima ratio* desdobra-se nos princípios da subsidiariedade e da fragmentariedade do Direito Penal, muitas vezes classificados pela doutrina como consequências ou características daquele.

Estabelece que o Direito Penal só deve atuar na quando for absolutamente necessário para a sobrevivência da comunidade, isto é, como *ultima ratio legis*, reduzida a um mínimo imprescindível. Aqui, trata-se do Direito Penal como a última medida a ser tomada, caso todos os outros ramos do Direito forem insuficientes para resolver a questão, evidenciando seu caráter subsidiário. E, de preferência, a intervenção da lei penal só deve ocorrer na medida em que for capaz de ter eficácia e ser efetiva. O referido princípio, ao garantir a esfera do Direito Penal como última resposta estatal frente a uma violação no convívio social, representa o verdadeiro sustentáculo da ciência dos delitos e das penas. (PRADO, 2014).

É princípio dotado de grande carga filosófica e jurídica, com orientação político criminal restritiva do *jus puniendi* do estado, atrelado à concepção material de Estado Democrático de Direito. O uso excessivo da sanção criminal não garante maior proteção de bens jurídicos, podendo condenar o sistema penal a uma função de mera simbologia negativa. (PRADO, 2014)

Corolário da *intervenção mínima*, tem-se o princípio da *fragmentariedade*. De acordo com ele, o Direito Penal apresenta tutela fragmentada, fracionada no ordenamento jurídico, pois

só disporá sobre a tutelas selecionadas dentre o grande mar de outras atos passíveis de sanção. Postula que a proteção de bens jurídicos atribuída à lei penal é relativa, só devendo ser penalmente defendidos ante agressões socialmente intoleráveis. Isto é, o direito penal só deve se ocupar com ofensas realmente agressivas aos bens jurídicos protegidos, as quais revelem indiscutível relevância quanto à sua gravidade e intensidade. É o limite necessário a um totalitarismo de tutela, prejudicial à liberdade (PRADO, 2014).

Tratando-se de Direito Penal, tutela-se direito natural dos mais importantes: a liberdade. Em mais belas palavras, expõe Cezar Roberto Bitencourt que

O princípio da intervenção mínima orienta e limita o poder incriminador do Estado, preconizando que a criminalização de uma conduta só se legitima se constituir meio necessário para a proteção de determinado bem jurídico. Se outras formas de sanções ou outros meios de controle social revelarem-se suficientes para a tutela desse bem, a sua criminalização será inadequada e desnecessária. Se para o restabelecimento da ordem jurídica forem suficientes medidas civis ou administrativas, são estas que devem ser empregadas e não as penais. Por isso, o direito penal deve ser a *ultima ratio*, isto é, deve atuar somente quando os demais ramos do direito revelarem-se incapazes de dar a tutela devida a bens relevantes na vida do indivíduo e da própria sociedade

São 40 casos de insider julgados pela CVM entre os anos 2002 e 2014, com uma média próxima a 3 casos por ano. Outrossim, 2/3 dos indiciados pelo ilícito de insider trading são do mercado, isto é, cometido por atores mercado, como corretoras e investidores. Apesar de poucos casos analisados, gerou-se um número razoável de punições: do total de 187 indiciados pela utilização de informações privilegiadas, 51 foram punidos e 136 absolvidos. Este dado deve ser analisado em conjunto com o padrão de investigação da CVM, de incluir vários indiciados no polo passivo de cada processo. Um caso de 2004 chama a atenção neste sentido, em que constaram 51 indiciados e 49 foram absolvidos. No total dos 40 processos administrativos de *insider* até 2014, em 17 casos todos os indiciados foram absolvidos, em 9 houve indiciados punidos e absolvidos, em 14 julgados todos os indiciados foram punidos. Isto é, dos 40 processos, 23 resultaram em efetiva punição administrativa. Tais pontos foram revelados pela pesquisa de Viviane Muller Prado, coordenadora do Núcleo de Estudos em Mercados e Investimentos da FGV, Nora Matilde Rachman e Renato Vilela, advogados e especialistas na área (2015).

O referido dado indica que mais de 50% dos processos terminam em condenações, o que leva a crer capacidade razoável da CVM de catalogar e processar a conduta com certa efetividade com penalidades administrativas, isto é, sem a necessidade de adentrar a esfera penal. No exercício da sua atividade punitiva, a CVM pode aplicar penalidades como advertência, multa, suspensão para o exercício de cargo em companhia aberta, inabilitação temporária, suspensão ou cassação da autorização ou registro para o exercício das atividades de mercado e proibição temporária para a prática de determinadas atividades, conforme o artigo 11 da Lei 6.385 de 1976.

Fato é que, ainda que seja considerado nocivo, não cumpre os princípios da intervenção mínima, da fragmentariedade, e da subsidiariedade essenciais, à punição na via penal. Há efetividade no “combate ao *insider*” em outros ramos do direito, sem a necessidade de se acionar a esfera Penal. Isso é demonstrado pelo intenso trabalho que a CVM vem realizando de identificar e punir os *insiders* na esfera administrativa. Ainda que se discorde quanto a ineficiência da proibição, a criminalização não prospera. A *ultima ratio* da lei penal não se mostra respeitada quando se tem órgão administrativo exercendo eficazmente a função sancionatória. O mesmo ocorre com o princípio da fragmentariedade, quando colocado frente ao tipo penal de *insider*, não se vê tão claramente essa ‘agressão socialmente intolerável’, ou indiscutível relevância quanto à sua gravidade e intensidade, pondo em dúvida os aspectos do referido princípio nesse delito. Afinal, há dúvidas sobre seus efeitos para a coletividade e para o mercado, havendo quem postule que possam ser positivos.

Tendo como base os dados apresentados na pesquisa supracitada sobre julgados na CVM, a mesma efetividade razoável vista na esfera administrativa não é vista na esfera penal. A condenação dos ex-executivos da Sadia representa uma exceção no universo penal brasileiro. Apenas 8% dos casos de *insider trading* julgados pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), órgão administrativo regulador do mercado de capitais, chegam ao Judiciário por meio de denúncias criminais oferecidas pelo Ministério Público Federal. No período 2002-2015, dos 50 processos de *insider trading* conduzidos pela CVM, só quatro se tornaram processos criminais, tendo o caso da Sadia sido o primeiro deles, em 2009; (JOTA, 2017).

O caso da Sadia transitou em julgado em 21/06/2017, sob número único 051232620094036181, após a 2ª turma do STF negar provimento ao Agravo em Recurso Extraordinário 971036. É a única condenação transitada em julgado pelo crime de *insider trading* no país. (JOTA, 2017).

Isto é, a criminalização somente foi efetiva para processar, julgar e condenar apenas 1 caso desde a criação tipo penal, em quase 17 anos. Como bem dispõe Luiz Regis Prado, a intervenção da lei penal só deve ocorrer na medida em que for capaz de ter eficácia e ser efetiva. Frente aos dados, vê-se clara e suficiente atuação da CVM para processar e julgar esses casos, e, por outro lado, manifesta inefetividade do uso da legislação penal.

Em outras palavras, a criminalização advém de uma onda de direito penal máximo na qual a solução para tudo é tornar o fato em típico. No caso do *insider trading*, o princípio da *ultima ratio* não é atendido. É comprovada a eficácia sancionatória da CVM nos casos identificados. Se a esfera administrativa é capaz de lidar eficazmente com o problema, a criminalização não se justifica ante o referido princípio, o qual dispõe que o direito penal é esfera última de alcance para tratar de uma conduta ilícita, e só é necessária quando todas as demais, conforme a fragmentariedade e a subsidiariedade insuficientes para resolver a demanda.

3.3.2 *Da ausência de vítima, da ausência de dano e da incolumidade dos bens jurídicos tutelados, da ofensividade e do in dubio pro reo.*

Aqui serão discutidos pontos nem um pouco pacificados, como os pressupostos penais do delito em estudo. No entanto, acredita-se que a abordagem desse tema com a exposição da tese minoritária possa levar a uma maturação da discussão da necessidade de criminalização do *insider trading*.

Primeiramente, há que se falar do entendimento mais comumente definido. A doutrina majoritária apresenta como sujeitos passivos (isto é, a quem ou a que decorre o prejuízo da prática do delito) o Estado e o investidor. O Estado, ao se atingir a confiabilidade do mercado de capitais, e, por conseguinte, a economia do país; e o investidor, ao se atingir o seu patrimônio diretamente relacionado ao caso. (MUSSNICH, 2017, p. 28).

Ademais, conforme entendeu o Tribunal Regional Federal da 3ª Região, na Apelação Criminal 00051232620094036181, no caso envolvendo dois executivos da Sadia, os bens jurídicos tutelados no delito de *insider trading* são (a) a tutela patrimonial dos investidores; (b) a tutela da igualdade dos investidores; (c) a tutela da confiança dos investidores; (d) a tutela dos

interesses da sociedade emissora dos valores mobiliários; (e) O correto funcionamento do mercado de valores mobiliários. (MUSSNICH, 2017, p. 26-28).

Agora, necessário refletir se de fato esses pressupostos penais são atendidos no crime de *insider trading*. Suponha-se que um *insider* tenha a informação privilegiada de que determinado ativo irá subir de preço. Se ele se utilizada bolsa de valores para comprar os ativos que sabe serem promissores, irá comprar de um vendedor que já anunciou venda de seu ativo. A oferta já fora feita, provavelmente com preço de mercado. Ora, sendo total interesse do vendedor vender seu título, o *insider* apenas o atendeu. Ademais, a oferta era válida para qualquer agente de mercado, de modo que a compra ou não por um *insider* não lhe traria diferença. Isto é, outra pessoa poderia comprar aquele ativo e ainda sim a suposta “vítima” não gozaria dos futuros proventos advindos do crescimento do valor do ativo. Nesse exemplo, entende-se ausência de vítima, ausência de dano e, portanto, incolumidade dos bens jurídicos tutelados.

Acatada a tese de Manne, não há vítima. Mas ainda que não acatada, é difícil concluir a existência de vítima. Raúl Cervini Sánchez, em seu livro *Os processos de descriminalização*, aponta a existência dos delitos sem vítima e faz considerações sobre sua descriminalização. De acordo com ele, o americano Griksey (1983) e canadense Packer (1974) ressaltam a inexistência do sentimento de ser vítima ao sofrer um dano como aspecto distintivo desses crimes. Outrossim, Cervini aponta o estudo de Bedeau (1974) como o mais detalhado para caracterizar um crime sem vítima. Segundo ele, os seguintes aspectos conduzem à conclusão de que determinado delito não implica em vítimas ou que pelo menos carece de vítimas diretas: a) participação consensual no fato; b) ausência de sentimento de dano; c) ausência de demanda de proteção pela lei penal; d) natureza negociável ou permutável. (CERVINI, 1995, p. 186-189)

Quanto à participação consensual, tem-se o entendimento de que a pessoa consente em comprometer-se com certa atividade, como é o caso do agente de mercado que vende livremente seu ativo para um *insider*. É difícil dizer que o agente de mercado foi vítima de alguém que meramente saciou o desejo livre e consciente do agente de vender o título.

Quanto à ausência de sentimento de dano, tem-se ofensa que não leva consigo sentimento de dano tão forte por parte da vítima uma vez que não a impele de chamar a atenção das autoridades sobre a ocorrência do fato. A verdade é que a maior parte das pessoas não sabe que se viu envolvida em uma transação com um *insider*, porque foi perfeitamente normal. E,

de fato, talvez tenha sido literalmente normal. De qualquer modo, entende-se não haver sentimento de dano na sua grande maioria das vezes. Se o supostamente ofendido não tivesse negociado com um *insider*, provavelmente teria negociado por semelhante preço com qualquer outro agente de mercado sem a informação privilegiada. Ademais, há uma cifra negra de operações de *insiders* que é prevista pelos agentes do mercado, e já atuam contando com a existência deles para traçar a melhor estratégia.

Quanto à ausência de demanda de proteção da lei penal, entende-se pela inexistência de demanda de maior proteção legal assumindo o nível da esfera penal. Observe-se que o *insider trading* é crime quase desconhecido pela população em geral, e como previamente evidenciado, não há muito interesse nem do órgão ministerial público em promover o encaminhamento penal dos casos de uso de informação privilegiada em mercado (apenas 5 denúncias em 17 anos). Por fim, aos atuantes de mercado que eventualmente se considerem prejudicados, a eles pouco importa se o *insider* será processado penalmente ou administrativamente, contando que o seja. A eles importa apenas restituir o que considera ter perdido com a transação supostamente fraudulenta, e ter mais “segurança” no mercado. Logo, não há demanda necessariamente penal de proteção, uma vez que a CVM já atua de maneira razoável, e uma vez que há institutos na esfera civil que permitem a indenização, se entender-se aplicável ao caso concreto.

E, finalmente, quanto à natureza permutável, faz-se referência ao caráter negociável inserido na prática de *insider*. Ainda que ilegal, ele ocorre mediante negociações voluntárias.

As ponderações supracitadas servem para descaracterizar a vítima enquanto investidor e seu patrimônio. Entretanto, argumentar ausência de vítima no crime de uso de informação privilegiada torna-se mais difícil de se sustentar quando se coloca como vítima o próprio Estado. Diz-se que o sujeito passivo pode ser Estado, ao se atingir a confiabilidade do mercado de capitais, e, por conseguinte, a economia do país. Conforme define Luiz Regis Prado (2014), essa categoria de bens jurídicos são denominados genericamente como bens jurídicos universais, macrossociais, supraindividuais, metaindividuais ou transindividuais, os quais transcendem a esfera individual e se projetam no coletivo. São fruto de uma visão de Estado Social, enquanto o Estado Liberal priorizaria o indivíduo.

Aproveitando apontamentos previamente realizados, se acatada a tese de que o *insider trading* é benéfico, não há que se falar em prejuízo, e portanto o Estado (representando o coletivo) não é vítima. Se não acatada, tende-se a crer que a credibilidade do mercado como

bem jurídico coletivo pode ser afetada, e o Estado de fato figurar o polo passivo. Mas o questionamento que volta é a necessidade de criminalização, frente a subjetividade de se ter os bens jurídicos como o “bom funcionamento do mercado de valores” e a “economia nacional” em um assunto tão sensível que é a lei penal como *ultima ratio* e como instituto capaz de ter eficácia e efetividade. São bens jurídicos protegidos penalmente que só existem em Estado com aspectos de cunho social, no qual há não só a proibição mas a criminalização de condutas que suposta ou minimamente atentem contra o todo.

Para uma criminalização eficiente, haveria de se falar em concreta compatibilidade com os referidos princípios. O bem jurídico tutelado pelo crime tipificado no art. 27-D da Lei 6.385 de 1976 é incerto, podendo ser definido como a economia e a coletividade. No entanto, uma vez colacionados os efeitos econômicos do *insider trading* numa escala em que evidencia seus benefícios no mercado acionário, tanto para o particular que negocia para o insider em preço melhor que o da média quanto para o mercado que adequa mais rapidamente o valor do ativo ao seu valor verdadeiro, não há que se falar em proteção aos bens jurídicos supracitados. Se eles não estão sendo ofendidos, não há, também, atendimento ao princípio da *ofensividade*.

O uso das normas já existentes que protegem civilmente contra eventuais violações de sigilo contratado, como previsões sancionatórias no estatuto da empresa, ou sanções administrativas por meio da CVM, podem fornecer uma solução melhor do que usar as leis criminalizadoras específicas de combate ao insider trading. (MCGEE, 2004). O art. 27-D da Lei 6385/76 contém tipo penal vago e subjetivo no sentido penal, carecendo de determinados pressupostos, e podem resultar na punição indivíduos que não cometem ofensas graves contra direitos de propriedade ou contratuais, não atendendo ao princípio da *ofensividade*. O *insider trading* é uma conduta cuja existência de dano é incerta ou inexistente, tal qual o resultado útil de sua proibição no mercado. O suposto grau de ofensividade do *insider trading* é muito difícil de se mensurar, e não existem, no Brasil, pesquisas que indiquem o real impacto da atuação dos *insiders*. Como inefetiva, sua criminalização perde o sentido, apenas servindo para banalizar o Direito Penal frente aos problemas da vida em sociedade. Seria o mau uso do Direito último.

Ainda é necessário verificar se o *insider* foi de fato responsável pela violação daqueles bens jurídicos, se a confiança de fato existe, e até que ponto é possível mensurar a sua relevância diante de determinado evento de mercado que venha a prejudicar investidores. Principalmente no que tange à definição do sujeito ativo, o causador do dano efetivo àquele bem jurídico determinado pelo delito de *insider*, há incerteza. Ademais, ainda é questionável a definição de

informação relevante, elementar do crime de *insider*. Definir o critério para saber até que ponto determinada informação pode ser relevante ou não compreende clara subjetividade. São incertezas inerentes ao tipo penal que por si só já induzem a aplicação do *in dubio pro reo*. Por fim, há de sempre levar em conta que, mesmo com a proibição e criminalização, o uso de informação privilegiada continua a ocorrer.

Questiona-se como um assunto com tantas variáveis e com possibilidade de ser socialmente benéfico (conforme a tese de Manne) deva atingir o núcleo máximo do *jus puniedi* estatal que é a criminalização e o direito penal. Ainda que continue ilícito, sua criminalização carece de elementos essenciais. Entende-se que o uso das normas já existentes que protegem civilmente contra eventuais violações de sigilo contratado, como previsões de punições no estatuto da empresa, e que permitem punição razoável pela via administrativa, como a atuação da CVM e suas disposições, podem fornecer uma solução melhor do que criminalizar o *insider trading* como forma de combate, quando esse combate na esfera penal se mostra ineficiente e quando a própria necessidade de combate é posta em dúvida. A razão da incriminação legal é vaga, podendo resultar na punição desproporcional de indivíduos que não cometem ofensas graves contra direitos de propriedade ou contratuais. (MCGEE, 2004).

3.3.3 Do valor intrínseco de obediência à lei

A criminalização do *insider trading* mostra-se ineficiente, não cumprindo a finalidade a qual se destina, dada sua inefetividade, dada sua não inibição ou diminuição do delito, e dada seu não cumprimento de pressupostos essenciais ao Direito Penal. Nesse sentido, a referida ineficiência permeia a o entendimento teorizado por Cooter, em sua obra “*O valor intrínseco de obediência às leis: análise econômica do ponto de vista interno*”, a qual propõe que grande parte dos cidadãos, qualificados por ele como *indiferentes*, calculam até que ponto vale a pena obedecer a lei, dado que para isso gasta-se não só dinheiro como tempo, disposição, esforço físico e mental, etc.

Assim, podem os *insiders* seguir essa linha de pensamento e adotar ponto de vista puramente instrumental em relação a obedecer ou desobedecer à lei. As infrações cometidas pelas pessoas indiferentes resultam de uma comensurabilidade econômica, uma cálculo

embasado no custo que envolve a obediência à norma. É um espectro da clássica frase inventada pelo uso recorrente da língua portuguesa perfeitamente compatível: “vale a pena?”.

A tese de Cooter tocada no Capítulo 1 prospera exatamente no fato de as chances de apuração processual penal do ilícito serem pequenas. Como previamente exposto, desde 2002 até 2014 apenas 23 casos de *insider trading* julgados administrativamente resultaram em condenação, e apenas um na história do Brasil resultou em condenação criminal. Isto é, o risco de ser pego é pequeno, e o potencial de usar informação privilegiada pode ser enorme, de forma que compense a conduta, seguindo o sopesamento feito pelo cidadão *indiferente* ao calcular o valor intrínseco das leis. A criminalização do *insider trading* é ineficiente, no sentido em que os lucros com a prática tendem a ter relativa significância, e a probabilidade de ser efetivamente julgado e condenado tende a ser muito pequena. Pode ser que compense cometer o *insider trading*, ainda que sendo um crime.

Pode-se considerar, ainda, a reduzida pena estipulada para o delito, sendo de 1 a 5 anos de reclusão. Com os institutos despenalizadores que existem na legislação penal, e considerando a maior parte dos atuantes no mercado não reincidentes (dada a raridade de apreciação de processos de *insider trading* e o perfil do agente de mercado), é pouco provável que o condenado venha a ser preso. Institutos como a substituição da pena privativa de liberdade por restritiva de direito do art. 44 do Código Penal corroboram para a tese da valoração da obediência da norma de Cooter.

Tal relação, por fim, evidencia a ineficiência da criminalização. Tornar o *insider trading* um delito não impede a prática nem a reduz significativamente. Não há qualquer estudo que aponte a redução da prática após sua tipificação em 2001. E, ao colidir com princípios do direito penal, carece de justificativa razoável para sua existência.

Considerações Finais

O presente trabalho aborda a ineficiência de criminalização do *insider trading*, e também inclui na discussão questionamentos sobre a necessidade de sua proibição na esfera cível e administrativa.

Considera-se, no estudo, a possibilidade de ver o *insider trading* como algo natural ao mercado, talvez, inclusive, benéfico, dada a tese de ineficiência da proibição. Outrossim, ainda que não acatada a tese pelo leitor, demonstra haver no mínimo nebulosidade quanto a ofensividade real da conduta. Dissecando aplicação do instituto, constatou-se ineficiência na sua existência e aplicação no mundo penal, tanto em relação à produção de efeitos, quanto em relação ao não atendimento de princípios elementares da esfera última do direito, que é o Direito Penal.

Na esfera administrativa, por outro lado, revelou-se razoável efetividade na coibição do ilícito. Isto é, o *insider trading* pode até ser proibido civil e administrativamente, ainda que questionável essa proibição. Mas o ponto central do trabalho é que não cabe envolver o Direito Penal na matéria.

A tese de ineficiência da proibição baseia-se na restrição do intercâmbio de informação oriundo da prática de *insider trading*. A interrupção desse fluxo informacional gera demora para que a ação tome seu valor verdadeiro, sendo o agente de mercado obrigado a esperar a divulgação oficial daquela informação para atingir eficiência alocativa máxima de seu investimento. Por outro lado, quando os *insiders* são vistos negociando, vislumbra-se um sinal para os outros que o preço da ação provavelmente se moverá em uma determinada direção, tendendo ao seu valor verdadeiro. Logo, a proibição da conduta seria um incentivo ao mascaramento do real valor dos títulos até a divulgação oficial.

No que se refere alocação de recursos, a eficiência remete à capacidade desse mercado de direcionar os capitais para empresas que tenham melhores projetos de investimentos. A eficiência de informação gera exatidão no preço dos valores mobiliários. Essa exatidão do preço dos títulos decorrente do uso correto dessas informações leva a uma alocação eficiente dos recursos na economia real ao dar indicações para o fluxo de capitais.

O ponto interessante é que, criminalizado ou não e ilícito ou não, o *insider trading* ocorre. Os agentes de mercado estão sempre preparados para identificar uma hipótese de ocorrência, tendo as ferramentas supracitadas para isso. Ante os argumentos apresentados na teoria de Manne de que a prática pode ser eficiente e benéfica, pode-se, no mínimo, chegar à conclusão da existência de nebulosidade quanto à necessidade de sanção.

Frente a criminalização, o Direito Penal deve ser visto como a última medida a ser tomada, caso todos os outros ramos do Direito sejam insuficientes para resolver a questão, evidenciando seu caráter subsidiário. E, de preferência, a intervenção da lei penal só deve ocorrer na medida em que for capaz de ter eficácia e ser efetiva. Isto é, o direito penal só deve se ocupar com ofensas realmente agressivas aos bens jurídicos protegidos, as quais revelem indiscutível relevância quanto à sua gravidade e intensidade. É o limite necessário a um totalitarismo de tutela, prejudicial à liberdade.

Mais de 50% dos processos terminam em condenações, o que leva a crer capacidade razoável da CVM de catalogar e processar administrativamente a conduta com certa efetividade com penalidades administrativas, isto é, sem a necessidade de adentrar a esfera penal. Há relativa efetividade no “combate ao *insider*” em outros ramos do direito, sem a necessidade de se acionar a esfera Penal. A criminalização somente foi efetiva para processar, julgar e condenar apenas 1 caso desde a criação tipo penal, há quase 17 anos. A mesma efetividade razoável vista na esfera administrativa não é vista na esfera penal. a criminalização advém de uma onda de direito penal máximo na qual a solução para tudo é tornar o fato em típico.

A efetividade da norma decorre de como seus destinatários respondem a ela, e se obedecem seus preceitos ou não. Analisar se uma norma é efetiva e eficiente é verificar como as pessoas reagem a sua incidência, se suas finalidades são alcançados, e se contribui e se compatibiliza com o ordenamento jurídico em seu contexto. O *insider trading* enquanto crime não é efetivo, dado sua constante ocorrência e dada sua dúbia faceta penal, e é ineficiente, dada a remota mobilização judicial no assunto e, acatada a tese de Manne, dado o prejuízo à eficiência alocativa do mercado.

Enquanto delito, o *insider trading* não merece prosperar. Ora, é possível que esteja-se punindo na esfera máxima do direito sancionatório (o Direito Penal) conduta que pode ser benéfica ao mercado. Ainda que se conclua não haver benefícios trazidos pela conduta de *insider trading*, a existência de danos é controversa, gerando, no mínimo, nebulosidade. Isto é,

não é como roubo ou homicídio, práticas manifestamente violadoras de direitos fundamentais. A dúvida, nesse caso, já seria suficiente para não criminalizar. Entende-se haver ausência de vítima específica, ausência de dano e, portanto, incolumidade dos bens jurídicos tutelados. O *insider trading* é uma conduta cuja existência de dano é incerta ou inexistente, tal qual o resultado útil de sua proibição no mercado. A criminalização do *insider trading* mostra-se ineficiente, não cumprindo a finalidade a qual se destina, dada sua inefetividade, dada sua não inibição ou diminuição do delito, e dada seu não cumprimento de pressupostos essenciais ao Direito Penal.

Por fim, as infrações cometidas pelas atuantes no mercado podem resultar de uma comensurabilidade econômica, um cálculo embasado no custo que envolve a obediência à norma. A tese de Cooter prospera exatamente no fato de as chances de apuração processual penal do ilícito serem pequenas, corroborando com a tese de ineficiência da criminalização.

Pode-se dizer que tornar o *insider trading* um delito não impede a prática nem a reduz significativamente. A criminalização do *insider trading* pode ser dada como *inefetiva enquanto instituto, e ineficiente enquanto ideia*. Deve-se lembrar que o Direito Penal trata do que de mais sensível o Estado pode retirar do cidadão: liberdade.

Esclareça-se que este trabalho está longe de ser definitivo, buscando ser precursor em uma discussão ainda não madura o suficiente. Espera-se estimular a comunidade acadêmica a produzir mais pesquisas sobre o tema, ratificando e aprofundando esta tese, ou, até mesmo desconstruindo-a.

REFERÊNCIAS

MCGEE, Robert. Ethical Issues in Insider Trading: Case Studies. *Proceedings of the Global Conference on Business Economics, Association for Business and Economics Research*, Amsterdam, p. 712 – 721, jul. 2004.

COOTER, Robert. *O valor intrínseco de obediência às leis: análise econômica do ponto de vista interno*. Disponível em: <<https://www.olibat.com.br/documentos/2%20valor%20intrinseco%20Ygor%20Buslik.pdf>>. Acesso em: 20 set. 2017.

POSNER, Richard. **El análisis económico del derecho**. 1 ed. México: Fondo de Cultura Económica, 2000.

COOTER, Robert. *Direito e economia*. 5. ed. Porto Alegre: Bookman, 2010.

EIZIRIK, N. et al. **Mercado de capitais: Regime Jurídico**. 2 ed. São Paulo: Renovar, 2010.

RODRIGUES, Fillipe. Intervenção pública e proibição do insider trading: eficiência e ultima ratio na responsive regulation. *Revista de informação legislativa*, v. 53, n. 210, p. 211-238, abr./jun. 2016. Disponível em: <<http://www2.senado.gov.br/bdsf/handle/id/522907>>. Acesso em: 06 out. 2017.

PRADO, Viviane Muller; Vilela, Renato. Radiografia de insider trading na CVM. *Núcleo de estudos em mercados e investimentos - Direito GV*. Disponível em <http://www.acionista.com.br/mercado/160614_RIT.pdf>. Acesso em: 5 out. 2017.

MAIS de 90 % do insider trading não vai ao judiciário. *Jota*. Disponível em: <<https://jota.info/justica/mais-de-90-do-insider-trading-nao-vai-ao-judiciario-27032017>>. Acesso em: 15 out. 2017.

BM&F BOVESPA. Introdução ao mercado de capitais. Disponível em: <<http://www3.eliteccvm.com.br/novo/upload/misc/file/62c57d602a2e086ccaa3055b1c24836c.pdf>>. Acesso em: 21 set. 2017.

STF mantém primeira condenação de insider trading do país. *Jota*. Disponível em: <<https://jota.info/justica/stf-mantem-primeira-condenacao-de-insider-trading-do-pais-11052017>> Acesso em: 14 out. de 2017.

EIZIRIK, Nelson Laks. “Insider Trading” e Responsabilidade de Administrador de Companhia Aberta. *Revista de Direito Mercantil*, São Paulo, vol. 50, 1983.

EIZIRIK, Nelson Laks. A Instrução CVM 31/84 e a regulamentação do “Insider Trading”. *Revista de Direito Mercantil*, São Paulo, vol. 55, 1984.

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: 01 set. 2017.

BRASIL. Constituição da república federativa do Brasil de 1988. Brasília, 1988. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicaocompilado.htm>. Acesso em: 02 set. 2017.

FIGUEIREDO, Leonardo Vizeu. *Lições de Direito Econômico*. 3. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2010, p. 122-123.

DEL MASSO, Fabiano. *Direito Econômico Esquematizado*. 2 ed. São Paulo: Método, 2013.

CERVINI, Raúl. *Os processos de descriminalização*. 2 ed. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1995.

PASCHOAL, Janaina. *Constituição, criminalização e direito penal mínimo*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2003.

EIZIRIK, Nelson. *"Insider Trading" e responsabilidade*. Rio de Janeiro: Editora Lúmen Júris, 2008.

MUSSNICH, Francisco. *O insider trading no Direito Brasileiro*. 1. ed. São Paulo: Saraiva, 2017. 23-35 p.

DE OLIVA, Marcio Zuba. **O Insider Trading no Brasil: breves considerações**. C<<http://www.migalhas.com.br/dePeso/16,MI112841,81042-O+Insider+Trading+no+Brasil+breves+consideracoes>>. Acesso em: 1 de abril de 2018.

PORTO, Antônio José. **Análise Econômica do Direito (AED)**. Disponível em:<http://direitorio.fgv.br/sites/direitorio.fgv.br/files/u100/analise_economica_do_direito_20132.pdf>. Acesso em 15 de junho de 2018.

DO AMARAL, Thiago Bottino. **Direito penal econômico**. Disponível em:<https://direitorio.fgv.br/sites/direitorio.fgv.br/files/u100/direito_penal_economico_2015-1.pdf>. Acesso em 15 de junho de 2018.

INFOMONEY. **Em 43 processos por insider trading, total de acordos na CVM não passa de R\$ 8,5 milhões**. Disponível em:<<http://www.infomoney.com.br/mercados/acoes-e-indices/noticia/6955506/processos-por-insider-trading-total-acordos-cvm-nao-passa-milhoes>>. Acesso em 13 de junho de 2018

BM&F BOVESPA. **Operações**. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/regulacao/regulamentos-e-manuais/operacoes/>. Acesso em 16 de maio de 2018.

MACKAAEY, EJAN; ROUSSEAU, Stéphane. **Análise econômica do direito**. 2 ed. São Paulo: ATLAS, 2018.

AGUILLAR, FERNANDO HERREN. **Direito econômico**: do direito nacional ao direito supranacional. 3 ed. São Paulo: Atlas, 2012.

FONSECA, João Bosco Leopoldino Da. **Direito econômico**. 7 ed. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2014. 181 p.

PRADO, Viviane Muller; VILELA, Renato. Radiografia de Insider Trading na CVM (2002-2014) (Insider Trading X-Ray in the Brazilian Securities Commission (CVM) (2002-2014)). **SSRN**, São Paulo, p. 1-9, fev./mai. 2015. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2600210>. Acesso em: 16 ago. 2017.

(EIZIRIK, 2010, p. 538)

B3 BRASIL BOLSA BALCÃO. **Perfil e histórico**. Disponível em: <<http://ri.bmfbovespa.com.br/static/ptb/perfil-historico.asp?idioma=ptb>>. Acesso em: 29 mar. 2018.

BM&F BOVESPA SUPERVISÃO DE MERCADOS. **Supervisão de mercado | como funciona**. Disponível em: <<http://www.bsm-autorregulacao.com.br/supervisao-de-mercado/como-funciona>>. Acesso em: 12 abr. 2018.

BM&F BOVESPA. **Diferenças entre diretoria, cvm e bsm**. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/regulacao/regulacao-de-emissores/sobre-a-regulacao/diferencas-entre-dre-cvm-e-bsm.htm>. Acesso em: 03 abr. 2018.

BM&F BOVESPA. **Regulamentos e manuais.** Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/regulacao/regulamentos-e-manuais/operacoes/>. Acesso em: 04 mai. 2018.

BM&F BOVESPA. **Sobre a atuação normativa.** Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/regulacao/regulacao-de-emissores/atuacao-normativa/>. Acesso em: 09 mai. 2018.

BOLETIM JURÍDICO. **Reflexões sobre vigência e validade, eficácia, efetividade e eficiência.** Disponível em: <<https://www.boletimjuridico.com.br/doutrina/artigo/1817/reflexoes-vigencia-validade-eficacia-efetividade-eficiencia>>. Acesso em: 07 mai. 2018.

INFOMONEY. **Conheça as diferenças entre bolsa de valores e mercado de balcão.** Disponível em: <<https://www.infomoney.com.br/noticias/noticia/432521/conhe-ccedil-diferen-ccedil-entre-bolsa-valores-mercado-balc-atilde>>. Acesso em: 15 mar. 2018.

JURIS WAY. **O que é vigência, efetividade, eficácia e legitimidade de uma norma jurídica?** Disponível em: <<https://www.jurisway.org.br/v2/pergunta.asp?idmodelo=6355>>. Acesso em: 13 fev. 2018.

KNOOW. **Ótimo de pareto.** Disponível em: <<http://knoow.net/cienciaeconempr/economia/otimo-de-pareto/>>. Acesso em: 06 ago. 2018.

REZENDE, Christiane Leles; ZYLBERSZTAJN, Decio. **Quebra dos contratos de soja verde.** Tese (Doutorado em administração) – USP. São Paulo, 2008.

BARATTA, Alessandro. **Criminologia crítica e crítica do direito penal**: introdução à sociologia do direito penal. 6 ed. Rio de Janeiro: Editora Revan, 2013.

BAUM, DANIEL JAY. Book review of insider trading and the stockmarket from Henry Manne. **The Free Press**, New York, v. 456, n. 13, jan./196. 2018. Disponível em: <<https://scholarship.law.duke.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2096&context=dlj>>. Acesso em: 02 abr. 2018.

MARTINS, Catarina. Ótimo de Pareto. **Knoow.net**, [S.L], nov. 2017. Disponível em: <<http://knoow.net/cienceconempr/economia/otimo-de-pareto/>>. Acesso em: 15 fev. 2018.

COELHO, Edihermes Marques. Reflexões sobre vigência e validade, eficácia, efetividade e eficiência. **Boletim Jurídico**, [S.L], jun./set. 2018. Disponível em: <<https://www.boletimjuridico.com.br/doutrina/artigo/1817/reflexoes-vigencia-validade-eficacia-efetividade-eficiencia>>. Acesso em: 12 abr. 2018.

BSM. **Quem somos**. Disponível em: <<http://www.bsm-autorregulacao.com.br/quem-somos>>. Acesso em: 12 jun. 2018.

BUSSOLA DO INVESTIDOR. **Guia de análise técnica**. Disponível em: <<https://www.bussoladoinvestidor.com.br/analise-tecnica/>>. Acesso em: 28 abr. 2018.

O QUE É A ANÁLISE TÉCNICA?. **Xtb online trading**. Disponível em: <<https://www.xtb.com/pt/aprender-a-negociar/o-que-e-a-analise-tecnica>>. Acesso em: 10 mai. 2018.

ALTUCHER, JAMES. Why insider trading should be legal. **MARKET WATCH**, [S.L], mai./set. 2018. Disponível em: <<https://www.marketwatch.com/story/why-insider-trading-should-be-legal-2011-05-17>>. Acesso em: 05 dez. 2017.

PIMENTA, GUILHERME. Apenas 8% dos casos de insider trading vão ao Judiciário. **JOTA**, [S.L], mar. 2017. Disponível em: <<https://www.jota.info/justica/mais-de-90-do-insider-trading-nao-vai-ao-judiciario-27032017>>. Acesso em: 22 mar. 2018.

PORTO, ANTÔNIO JOSÉ MARISTRELLO. ANÁLISE ECONÔMICA DO DIREITO (AED). **GRADUAÇÃO FGV**, Rio de Janeiro, ago. 2013. Disponível em: <http://direitorio.fgv.br/sites/direitorio.fgv.br/files/u100/analise_economica_do_direito_2013_2.pdf>. Acesso em: 16 nov. 2017.