UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA

CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS

DEPARTAMENTO DE DIREITO

LEANDRO CANAVARROS RODRIGUES SILVA

O CRIME DE USO INDEVIDO DE INFORMAÇÕES PRIVILEGIADAS NO MERCADO DE CAPITAIS – *INSIDER TRADING*

Florianópolis – SC

2011

LEANDRO CANAVARROS RODRIGUES SILVA

O CRIME DE USO INDEVIDO DE INFORMAÇÕES PRIVILEGIADAS NO MERCADO DE CAPITAIS – *INSIDER TRADING*

Monografia submetida ao Centro de Ciências Jurídicas da Universidade Federal de Santa Catarina para obtenção do título de Bacharel em Direito sob a orientação do Prof. Dr. Alexandre Moraes da Rosa.

Florianópolis – SC

2011

Universidade Federal de Santa Catarina

Centro de Ciências Jurídicas

Colegiado do Curso de Graduação em Direito

TERMO DE APROVAÇÃO

A presente monografia, intitulada **O Crime de Uso Indevido de Informação Privilegiada no Mercado de Capitais**, elaborada pelo acadêmico **Leandro Canavarros Rodrigues Silva** e aprovada pela Banca Examinadora composta pelos membros abaixo assinados, obteve aprovação com nota _____ (_____), sendo julgada adequada para o cumprimento do requisito legal previsto no art. 9º da Portaria nº 1886/94/MEC, regulamentado pela Universidade Federal de Santa Catarina, através da Resolução n. 003/95/CEPE.

Florianópolis, 08/12/2011.

_____

Prof. Dr. Alexandre Moraes da Rosa.
(orientador)

_____

Prof. Eduardo Digiácomo
(membro titular)

_____

Isabela Souza de Borba
(membro titular)

Aos meus dois núcleos familiares que sempre estão ao meu lado, Pai e Maria do Socorro, Mãe e Walter, pois me apóiam e me dão força constantemente, sendo irrelevante a distância e o tempo que nos separa.

Às minhas três lindas irmãs, Jéssica, Thaís e Tainá que a cada dia que passa, sinto amá-las mais intensamente.

Ao meu avô materno, que mesmo não tendo presenciado minha graduação, deixou-me o exemplo e a obrigação de contribuir, ao menos, profissionalmente com a vida na terra.

À minha avó paterna, que este ano nos deixou do plano material, mas que está sempre presente em meu pensamento com toda sua serenidade e lições de quem realmente conhecia, amava e tinha ciência da sua missão na vida terrena.

Aos meus grandes amigos e à Bruna, minha família que pude escolher, meu porto seguro.

A Deus, que me concede todas essas lições e companhias, motivo maior da minha ambição de viver e da busca pela evolução.

A aprovação da presente monografia não significará o endosso do Professor Orientador, da Banca Examinadora e da Universidade Federal de Santa Catarina à ideologia que fundamenta ou que nela é exposta.

RESUMO

O presente trabalho de conclusão de curso visa tratar do “Crime de Uso Indevido de Informação Privilegiada no Mercado de Capitais”, conhecido internacionalmente como *insider trading,* inserido na Lei 6.385/76, art. 27-D da legislação nacional. Nele se abordará o próprio conceito da expressão do delito, suas definições face às doutrinas, sua base de entendimento pautado no princípio da *full disclosure* - princípio da transparência -, e também o conceito de informação privilegiada. Tão logo, abordar-se-á as principais divergências que envolvem a compreensão e abrangência do mencionado dispositivo e, ao longo de toda estrutura do texto far-se-á o esforço em demonstrar os diversos pontos de vista dos autores, bem como colocar-se-á a questão dessa conduta no âmbito nacional, além de tratar rapidamente acerca da Comissão de Valores Mobiliários e sua postura ante a figura do operador de mercado de capitais com informação privilegiada. Por derradeiro, elucidar-se-á o único caso prático sentenciado na jurisprudência brasileira até o encerramento desta monografia.

Palavras-chave: *Insider trading*, Uso Indevido de Informação Privilegiada, Mercado de Capitais, Crime Corporativo, *Full Disclosure*, Comissão de Valores mobiliários.

ABSTRACT

This final academic work examines the criminal use of privileged information in the stock market, internationally known as *insider trading,* inserted by law 6.385/76, art. 27-D, of de national legislation. In it we will discuss the concept of the expression of the offense, your settings against the doctrines, their base of understanding guided by the principle of *full disclosure* – the principle of transparency – as well as the concept of inside information. As soon as we will discuss the main differences that involve the understanding and scope of said device, and along the entire structure of the text will make the effort to show the different views of the authors, as well as put the question of this practice nationally, and quickly about the *Comissão de Valores Mobiliários* (Securities and Exchance Commission) and its position on the figure of the operator of the capital markets with insider information. For the last, have elucidated the only case study in the Brazilian case law sentenced until the end of this monografh.

Keywords: *Insider Trading* – Misuse of Inside Information – Capital Markets – Corporate Crime – Full Disclosure – *Comissão de Valores Mobiliários*.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....9

1 O INSIDER TRADING.....12

1.1 CONCEITO DE *INSIDER TRADING*.....12

1.2 PRINCÍPIO DA *FULL DISCLOSURE* – PRINCÍPIO DA TRANSPARÊNCIA NO MERCADO DE CAPITAIS.....15

1.3 A INFORMAÇÃO RELEVANTE E OS DEVERES DOS ADMINISTRADORES.....18

2 O CRIME DO USO INDEVIDO DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA NO MERCADO DE CAPITAIS – *INSIDER TRADING*.....27

2.1 O BEM JURÍDICO TUTELADO E OS SUJEITOS DO TIPO 27

2.2 A AÇÃO E A (DES)NECESSIDADE DE RESULTADO.....35

2.3 A SANÇÃO PENAL E O PRINCÍPIO DO *NE BIS IN IDEM* 38

3 A CRIMINALIZAÇÃO NO DIREITO BRASILEIRO 43

3.1 A CRIMINALIZAÇÃO DA CONDUTA NO BRASIL.....43

3.2 O PAPEL DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS E A PRESCINDIBILIDADE DA TIPIFICAÇÃO CRIMINAL DA CONDUTA **47**

3.3 JURISPRUDÊNCIA **51**

CONSIDERAÇÕES FINAIS 57

REFERÊNCIAS 61

INTRODUÇÃO

Com o advento da lei n. 10.303/2001, a qual alterou dispositivos da Lei n. 6.385/1976, esta que, por sua vez, dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e que criou a entidade autárquica vinculada ao Ministério da Fazenda – a Comissão de Valores Mobiliários –, foram incorporados três novos tipos penais, dentre eles àquele que reprime a conduta do *Insider trading,* o qual será o objeto de estudo deste trabalho.

A atualidade do tema, em consonância com a pouca popularização das questões as quais envolvem o mercado bursátil, dificultam o acesso às pesquisas fazendo com que as tratativas a respeito do assunto estudado ainda estejam nos primeiros passos, ou até mesmo, para bem dizer, apareçam de forma limitada.

No entanto, durante o desenrolar das linhas de produção acadêmica, procurar-se-á pormenorizar a conduta típica considerada ilícita que se encontra disciplinada no art. 27-D da mencionada lei, fundamentando-se em pesquisas acadêmicas e artigos publicados em revistas especializadas.

Um dos totens de apoio ao tipo penal oriundo da Constituição Federal encontra-se no artigo 173, parágrafo quarto, o qual determina "*que a lei reprimirá o abuso do poder econômico que vise à dominação dos mercados, à eliminação da concorrência e ao aumento arbitrário dos lucros.*"

De ante mão, até mesmo para conhecimento e primeiro contato, não seria excessivo trazer o dispositivo penal que iremos tratar, o qual menciona: "*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*".[1]

---

1 1 BRASIL. Lei n. 6.385 de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a comissão de valores mobiliários. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6385compilada.htm> Acesso em 9-5-2011.

Apesar da figura do *Insider Trading* estar presente desde 1965 na legislação brasileira, não como crime, mas como ilícito civil, até os dias atuais, pouco se fala acerca do que representa a expressão, qual sua abrangência, quais as conseqüências da sua atuação e, até mesmo, qual seria a necessidade da repressão à conduta.

Importante asseverar que, antes da inovação da lei no campo do direito penal, a conduta do "Uso Indevido de Informação Privilegiada" era reprimida pela legislação brasileira na esfera administrativa e civil, e em virtude de experiências internacionais com a questão que aqui será trabalhada, o legislador brasileiro, considerou que seria importante uma tutela jurídica mais severa.

É nesse diapasão de ideias que, já no primeiro capitulo, buscar-se-á demonstrar a definição que a escassa doutrina brasileira trará ao "Uso Indevido de Informação Privilegiada", ou, com o mesmo significado, na expressão mundialmente conhecida: *Insider Trading.*

Na sequência, tentar-se-á demonstrar o princípio que alicerça a necessidade do combate ao "Uso Indevido de Informação Privilegiada", também conhecido como o princípio da *Full Disclosure* ou da transparência*,* e sua influência no mercado de capitais, de forma a dar mais confiança ao mercado de capitais e garantindo a igualdade de acesso às informações pelos investidores.

Para encerrar o capítulo inicial, discorrer-se-á sobre o que seria a informação relevante para o mercado de capitais, quem as define, e o porquê do dever de determinadas pessoas – geralmente diretores e ocupantes de cargos de alto escalão das companhias – informar ao mercado qualquer tipo de modificação que uma empresa pode adotar.

Em ato subseqüente, no transcorrer do segundo capítulo, entrar-se-á de forma pormenorizada na esfera do crime de "Uso Indevido de Informação Privilegiada", conflitando opiniões de especialistas, com o intuito de promover a reflexão a respeito do tipo penalmente ilícito, sua real necessidade dentro de uma ótica garantista, bem como se aventará a possibilidade da incidência do *bis in idem* tomando-se como referência o fato de que o personagem *Insider Trading* já se

submeterá a severas sanções na esfera cível e, principalmente, no universo administrativo.

Um passo adiante, em sucinta análise, tentar-se-á colacionar informações da evolução normativa da criminalização do *Insider Trading* no Brasil juntamente com seus fundamentos econômicos e éticos.

Ainda na oportunidade, tomar-se-á notas a respeito da autarquia pública federal, a Comissão de Valores Mobiliários, incumbida de disciplinar, normatizar, fiscalizar e incentivar o mercado de valores mobiliários, dando ênfase no tocante aos poderes que lhe foram delegados para julgar e punir àqueles que aos seus regulamentos não se adéquam. Punições estas que podem partir desde uma simples advertência e chegar à inabilitação para o exercício de atividades no mercado.

Para finalizar, agregar-se-á ao trabalho o único caso prático que a jurisprudência brasileira possui, ainda sem trânsito em julgado, mas que, desde já contribui para nossos estudos, trazendo informações e discussões sobre a temática uma vez que foi detalhadamente analisado e fundamentado pelo magistrado designado no caso.

Ante o exposto, vale ressaltar as afirmações de praxe, e dizer que o objetivo aqui não é esgotar o assunto, nem muito menos implantar uma linha de pensamento a ser seguida, ou colocar uma “pá de cal” em cima das contradições, mas, sim, dar ênfase, criar polêmica, trazer discussões e semear o conhecimento a respeito da temática. É o que se propõe de agora em diante.

1 O INSIDER TRADING

1.1 O Conceito de *Insider Trading*

Inicialmente, cumpre esclarecer que a expressão *insider trading* é originária do ordenamento jurídico norte-americano, expressão essa que foi mundialmente propagada e que caracteriza o sujeito, agente, pessoa que se utiliza de informação privilegiada para negociar no mercado de capitais.

Dessa forma, a expressão se inseriu também no Brasil, evento conhecido nacionalmente, caracterizado como estrangeirismo, ou seja, o processo que incorpora palavras de outros idiomas para a língua portuguesa.[2]

JOÃO CARLOS CASTELLAR aduz que:

> A lei n. 6.404/76, trouxe para o ordenamento jurídico pátrio princípios e postulados norte-americanos sobre a matéria, inclusive o jargão de que se valem os que intervêm neste setor, em grande parte tradução literal da terminologia norte-americana, resultando em linguagem tomada de alterações de estrutura em virtude da interferência de outro idioma, além de estar repleta de anglicismos de todo inconveniente para fins hermenêuticos.[3]

De forma a ilustrar o significado da expressão, buscou-se a definição pelo dicionário de finanças *on line* da bolsa de valores, o qual nos trouxe que o *Insider* se trata de um investidor com acesso a *inside information*. E que podem ser considerados desta forma os: a) acionistas controladores, b) conselheiros, c) diretores, d) membros do Conselho Fiscal, e) membros de quaisquer órgãos, criados pelo estatuto da companhia, com funções técnicas ou destinadas a

---

2 2 Disponível em: http://www.priberam.pt/dlpo/default.aspx?pal=estrangeirismo , acesso em 17-11-11.

3 3 CASTELLAR, João Carlos. *Insider Trading e os Novos Crimes Corporativos*: uso indevido de informação privilegiada, manipulação de mercado e exercício iregular de cargo, profissão, atividade ou função. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2008, PP. 92-93.

aconselhar os administradores, f) subordinados das pessoas acima referidas, g) terceiros de confiança dessas pessoas.[4]

E ainda, que o *insider trading* é a *"prática não equitativa de negociação com ações, vedada pela legislação em vigor, para impedir que pessoas que possuam informação privilegiada sobre as companhias realizem negócios em proveito próprio e ou prejudiciais aos investidores em geral"*.[5]

Nessa alheta, acrescenta-se que o *Insider Trading*, assim como veremos nas lições doutrinárias a seguir, é o sujeito que partindo de uma informação não tornada pública, a qual deveria manter sigilo, negocia no mercado de ações de forma privilegiada, a saber, de forma indevida, desleal e reprimida pela legislação atual, pois em posição desigual aos demais investidores do mercado de capitais.

Abrindo um parêntese na definição do *insider trading*, imperioso deixar claro que o mercado de capitais constitui-se nas bolsas de valores, sociedades corretoras e outras instituições financeiras autorizadas que negociam títulos representativos do capital de empresas, ou empréstimos efetuados pelas sociedades empresárias, os quais fomentam o desenvolvimento econômico, isso é, trata-se de "*um sistema de distribuição de valores mobiliários, que tem o propósito de proporcionar liquidez aos títulos de emissão de empresas e viabilizar seu processo de capitalização*."[6]

No ensejo dessas observações, encontra-se a definição de "valores mobiliários" no artigo 2º da Lei n. 6.385/76, os quais são:

> I - as ações, debêntures e bônus de subscrição; II - os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores

---

4 4 Definição retirada do endereço eletrônico http://www.enfin.com.br/bolsa/main.php

5 5 Definição retirada do endereço eletrônico http://www.enfin.com.br/bolsa/main.php

6 6 Definição retirada do endereço eletrônico http://www.bmfbovespa.com.br/Pdf/merccap.pdf

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

Fechado o parêntese, doutrinam a respeito do tema principal João PEDRO SCALZILLI e LUIS FELIPE SPINELLI:

> "O *insider trading*, ou o uso indevido de informações privilegiada, é a utilização de informação relevante capaz de afetar a negociação de valores mobiliários antes de ser ela divulgada aos demais investidores, por pessoa que a tenha obtido, normalmente, por força de relação profissional mantida com a companhia. 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."[7]

Resgatando-se a definição mais famosa da doutrina nacional, clara e objetivamente EIZIRIK leciona:

> O *insider trading* é, simplificadamente, 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.[8] (grifou-se)

---

7 7 SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe. *A racionalidade econômica do combate ao insider trading*: assimetria de informação e dano ao mercado. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo, v.147, p. 43, jul./set.2007.

8 8 EIZIRIK, Nelson. *'Insider Trading' e responsabilidade do administrador de companhia aberta*. Revista de Direito Mercantil, Industrial, econômico e Financeiro. n. 50, abril/junho de 1983.

Em respeitada tese apresentada junto à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo para obtenção do título de doutor em direito comercial, comenta JOSÉ MARCELO MARTINS PROENÇA:

> A expressão *insider trading* [...], hoje internacionalmente conhecida e consagrada para nomear transações desleais, porque insidiosas, realizadas, no âmbito do mercado de capitais, pelos detentores de informação privilegiadas, desconhecidas dos demais investidores.

E acrescenta:

> Verdadeira cilada para a comunidade do mercado de capitais, o comportamente do chamado *insider trading* (negociação por aquele que está 'por dentro') consiste no efetivo aproveitamento de informações confidenciais, ou reservadas, acerca do estado e dos negócios de determinada companhia, por parte dos administradores, principais acionistas e outros que a elas têm acesso, para negociar com investidores que a tanto se recusariam, pelo menos pelas bases estabelecidas, caso conhecedores das mesmas informações.[9]

É desse entendimento que se extrai a expressão de *insider information* e, novamente, recorre-se à definição do dicionário de finanças *on line* da bolsa de valores[10]:

> *Inside information*: Informação sigilosa privilegiada sobre empresas e instituições com ações negociadas nas Bolsas de Valores, antes de sua divulgação ao mercado. Quem obtém essas informações incorre em prática ilegal, porque visa a obter lucros ao manipulá-las.

Diante das conceituações expostas, transparecendo o conceito, extrai-se que o "uso indevido de informação privilegiada", de fato, ocorre quando algumas pessoas, pela circunstância que se encontram, seja pela posição que exercem/cargo que ocupam dentro de uma empresa, sorrateiramente, antes que determinada importância seja publicada ao mercado, utilizam-se de tal privilegio para negociar no mercado de capitais. E nesse intuito, antes mesmo que a notícia

---

9 9 PROENÇA, José Marcelo Martins – *Insider Trading – regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais* – São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 41/42.

1 10 Definição retirada do endereço eletrônico http://www.enfin.com.br/bolsa/main.php

cause impacto nas precificações das ações, adiantam-se em suas posições (compra ou venda), garantindo a obtenção de vantagem sobre os demais investidores que, confiantes em certa tendência, pois carentes de transparência no mercado, acabam por assumir vultosos prejuízos.

Isto porque, o Brasil abraçou para a bolsa de valores brasileira o princípio intitulado *full disclosure,* o qual refletiu em diversas posturas adotadas pelos legisladores, princípio este que se tratará a seguir.

1.2 Princípio da *Full Disclosure* – Princípio da transparência no mercado de capitais

Antes de discorrer-se sobre o princípio propriamente dito, não excede tratar sobre seu significado.

No *Cambridge Dictionaries Online* (dicionário virtual), colhe-se a definição de *disclosure* da seguinte forma: *the act of make something known or the fact is made known,*[11] o que em tradução livre traz o entendimento de que a palavra em apreço é "o ato de fazer algo ser conhecido ou tornar fato conhecido". Dessa maneira, a expressão *full disclosure* esboçaria o entendido de que é necessária ampla divulgação e para todos (os participantes do mercado) a divulgação de informações.

No direito brasileiro, o art. 4º, VI, da Lei 6.385/76, a qual dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários, traz à tona o princípio da *full disclosure*, ou da informação completa, ao afirmar que uma das finalidades do exercício das funções da Comissão de Valores Mobiliários – CVM (desta se tratará mais adiante, em momento mais oportuno), é "*assegurar acesso do público a informações sobre valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido*".

---

1 11 Disponível em: http://dictionary.cambridge.org/dictionary/british/disclosure?q=disclosure , acesso em: 17-11-2011.

O princípio da transparência também é ventilado no art. 157, parágrafo 4º, da Lei da Sociedade Anônima, Lei n. 6.404/76, vejamos:

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

CASTELLAR citando FÁBIO KONDER COMPARATO, afirma que após a crise de 1929, nos Estados Unidos da América, duas leis surgiram (*securities Act*, 1933 e o *Securities and Exchange Act*, 1934), as quais se fundamentavam nas regras da transparência das informações publicadas e da igualdade de acesso de todos os investidores a essas informações, sendo essas a empiria do princípio do *full disclousure*[12]

Tais afirmações possuem o respaldo na doutrina de MARTINS PROENÇA, em sua preciosa lição:

> A norma de *disclosure* ou, como entronizada no nosso direito, "princípio da transparência", consubstancia-se em mecanismo parar assegurar a simetria de informações na esfera do mercado de capitais ensejando, a toda a comunidade de investidores, o acesso às informações sobre as companhias.[13]

Isso porque, o mercado de capitais é regido pelo princípio do *full disclosure* e, no mesmo norte, nas lições de JOSÉ LEITE FILHO, obtemos que:

> "É assente na doutrina que o mercado de valores mobiliários se orienta pelo princípio do *full disclosure*, conceitualmente traduzido como imperativo de divulgação de informações em níveis adequados, qualitativa e quantitativamente, para o público investidor, no pressuposto de que, a partir da informação, o público esteja melhor esclarecido para aquilatar o risco do

---

1 12 COMPARATO, Fabio Konder. *A regra do sigilo nas ofertas públicas de aquisições de ações.*Rio de Janeiro: Revista CVM, v. 1, n. 1, jan./abr. 1983, p. 61, citado por João Carlos Castellar.

1 13 PROENÇA, José Marcelo Martins – *Insider Trading – regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais* – São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 44.

investimento."[14]

Ainda acerca do princípio da transparência, em dissertação de mestrado, LEONARDO ALONSO afirma:

> "Trata-se de princípio orientado especialmente à garantia da proteção do investidor, segundo o qual as empresas de valores mobiliários devem prestar amplas e completas informações a respeito delas próprias e dos valores mobiliários por ela emitidos".[15]

Ou seja, todo o regramento que tratar sobre a política de informações e orientações do mercado de capitais, deve ser pautado na prática da transparência, visto que essas normativas intentam dar respaldo ao investidor que se encontra distante das decisões de determinada sociedade anônima, fazendo com que ele, mesmo nessa condição, possa tomar posicionamentos como investidor de forma mais segura e confiante.

Nessa alheta, a sistemática fundamentada no princípio da transparência, uma vez proporcionando mais segurança às negociações no mercado de capitais, tem o objetivo de amenizar os riscos inerentes a essa atividade econômica pelo fato de transferir o radicalismo das operações para as mãos do investidor, que sozinho, munido de informações, poderá arcar com as conseqüências de suas decisões.

Além do mais, o repisado princípio é o que dará ensejo à tipificação penal, consoante mencionado no arquivo '*Seletividade no Sistema Penal nos Crimes Contra o Mercado*', pois ao punir alguém que se vale de informação privilegiada para negociar no mercado de capitais o legislador possui a intenção de

---

1 14 LEITE FILHO, José. *Notas ao crime de uso indevido de informação privilegiada (art. 27-d da Lei 6.385/76)*. Revista Brasileira de Ciências Criminais São Paulo, RT v.60, maio 2006, p. 107.

1 15 ALONSO, Leonardo. *Crimes Contra o Mercado de Capitais*. 2007. Dissertação (Mestrado em Direito Penal) - Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. Disponível em: < www.teses.usp.br > Acesso em: 4-5-2011, p. 30-31.

inibir a prática que viola o princípio da transparência do mercado e cria empecilhos à livre concorrência.[16]

E para que essa ideologia do mercado de capitais possa ocorrer de forma plena, torna-se essencial que essa transparência coloque na situação de pública qualquer decisão que venha a impactar nos preços dos títulos imobiliários, que são as chamadas – informações relevantes.

1.3 A informação relevante e os deveres dos administradores

Afinal, e o que seria a informação relevante?

O parágrafo 4º, do artigo 157, da Lei que dispõe sobre a sociedade por ações (Lei n. 6.404/76) prevê que "*Os administradores da companhia aberta são obrigados a comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembléia-geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou fato relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia."* (Grifou-se).

Observa-se aqui uma determinada normativa que deverá ser analisada em seu contexto, junto ao universo em que se encontra imersa e correlacionando-a aos entendimentos da Comissão de Valores Mobiliários.

Pormenorizando o texto da lei acima exposto, recorre-se novamente ao dicionário *on line* da Bovespa, o qual define como relevante a:

> Informação referente a fatos, ocorridos nos negócios da companhia, que possam influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado, de vender ou comprar valores mobiliários de sua emissão.
>
> O administrador, e pessoas a ele equiparadas, deve revelar, além de qualquer deliberação de Assembléia Geral ou dos órgãos de administração da companhia, qualquer fato relevante, ocorrido nos negócios da companhia, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado, de

---

1 16 Disponível em: http://www.conpedi.org.br/manaus/arquivos/anais/fortaleza/3244.pdf

vender ou comprar valores mobiliários de sua emissão.[17]

E, nesse vetor, cumpre colacionar o que o mesmo dicionário compreende como sendo o "fato relevante", vejamos:

> Fato ocasionado por qualquer decisão de acionista controlador, deliberação de assembléia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável na cotação de seus valores molibiários ou na decisão de seus investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados.
>
> De modo a garantir o amplo acesso do mercado às informações relevantes, a divulgação de ato ou fato relevante está submetida a uma formalidade específica: a divulgação imediata e publicação em jornal de grande circulação utilizado habitualmente pela companhia, além de ser encaminhado à CVM, às bolsas de valores ou às entidades do mercado de balcão em que a companhia aberta negocia os seus valores mobiliários.[18]

Para esclarecer e dar contornos ao que se entende como **ato ou fato relevante** a Comissão de Valores Mobiliários disciplinou em sua instrução n. 358, de 3 de janeiro de 2002, em seu artigo segundo, reiterando o antes colacionado, *in verbis*:

> Qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembléia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável: na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados; na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários; na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados.

No parágrafo único do mencionado artigo, em observância ao *caput*, a instrução (n. 358) exemplifica ato ou fato relevante com intuito de minimizar o subjetivismo de tais conceitos, muito embora, ressalta-se, não esgote todas as possibilidades em que assim serão considerados, são elas:

---

17 Definição retirada do endereço eletrônico http://www.enfin.com.br/bolsa/main.php

18 Definição retirada do endereço eletrônico http://www.enfin.com.br/bolsa/main.php

> I - Assinatura de acordo ou contrato de transferência do controle acionário da companhia, ainda que sob condição suspensiva ou resolutiva; II - mudança no controle da companhia, inclusive através de celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas; III - celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas em que a companhia seja parte ou interveniente, ou que tenha sido averbado no livro próprio da companhia; IV - ingresso ou saída de sócio que mantenha, com a companhia, contrato ou colaboração operacional, financeira, tecnológica ou administrativa; V - autorização para negociação dos valores mobiliários de emissão da companhia em qualquer mercado, nacional ou estrangeiro; VI - decisão de promover o cancelamento de registro da companhia aberta; VII - incorporação, fusão ou cisão envolvendo a companhia ou empresas ligadas; VIII - transformação ou dissolução da companhia; IX - mudança na composição do patrimônio da companhia; X - mudança de critérios contábeis; XI - renegociação de dívidas; XII - aprovação de plano de outorga de opção de compra de ações; XIII - alteração nos direitos e vantagens dos valores mobiliários emitidos pela companhia; XIV - desdobramento ou grupamento de ações ou atribuição de bonificação; XV - aquisição de ações da companhia para permanência em tesouraria ou cancelamento, e alienação de ações assim adquiridas; XVI - lucro ou prejuízo da companhia e a atribuição de proventos em dinheiro; XVII - celebração ou extinção de contrato, ou o insucesso na sua realização, quando a expectativa de concretização for de conhecimento público; XVIII - aprovação, alteração ou desistência de projeto ou atraso em sua implantação; XIX - início, retomada ou paralisação da fabricação ou comercialização de produto ou da prestação de serviço; XX - descoberta, mudança ou desenvolvimento de tecnologia ou de recursos da companhia; XXI - modificação de projeções divulgadas pela companhia; XXII - impetração de concordata, requerimento ou confissão de falência ou propositura de ação judicial que possa vir a afetar a situação econômico-financeira da companhia.[19]

Ou seja, qualquer atitude que possa ocasionar impacto nas relações da empresa com seus investimentos e tocante a sua composição, estrutura e forma de atuação no mercado, desde que possa atingir e alterar a precificação dos seus valores mobiliários será considerado como ato ou fato relevante.

JOÃO PEDRO SCALZILLI e LUIS FELIPE SPINELLI comentam acerca do que seria ato, fato ou informação relevante:

> É, portanto, em linhas gerais, toda e qualquer decisão do controlador, deliberação da assembléia-geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios, que possa influir, de modo ponderável, na cotação dos seus valores mobiliários e na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter esses

---

1 19 Disponível em: http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiato.asp?Tipo=I&File=/inst/inst031.htm , acesso em outubro de 2011.

títulos.[20]

No entendimento de JOSÉ LEITE FILHO, com maior didática, para que possa se falar em informação relevante é essencial o cumprimento de certos requisitos; a informação não ter se tornada pública e que quando publicizada possa influenciar na precificação do mercado. Nas suas palavras:

> A informação relevante, para integrar o tipo, deve reunir os seguintes caracteres: a) não ter sido tornada pública, ou, pelo menos, que tenha sido divulgada somente após seu uso; e b) ser idônea a, com a devida publicidade, influenciar de modo ponderável na cotação de valores mobiliário (*price-sensitive*).[21]

No mesmo diapasão, encontra-se MARTINS PROENÇA quando aduz que "*a definição de fato relevante pode ser condensada em todo aquele acontecimento com o poder de mudar, de pronto, o julgamento dos investidores em relação a determinado ativo, alterando, ato contínuo, o seu preço*".[22]

Assim o sendo, CASTELLAR considera a expressão "informação relevante" como elemento normativo que constitui o tipo penal de uso indevido de informação privilegiada (art. 27-D da Lei n. 6.358/76) e afirma ser necessário para sua compreensão, como já salientado, a junção das normas previstas na Lei n. 6.404/76, bem como das conceituações previstas e emanadas pela Comissão de Valores Mobiliários que é o regulador e fiscalizador do mercado de capitais.[23]

---

2 20 SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe. *A racionalidade econômica do combate ao insider trading*: assimetria de informação e dano ao mercado. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo, v.147, p. 44, jul./set.2007.

2 21 LEITE FILHO, José. *Notas ao crime de uso indevido de informação privilegiada (art. 27-d da Lei 6.385/76)*. Revista Brasileira de Ciências Criminais São Paulo, RT v.60, maio 2006, p. 108.

2 22 PROENÇA, José Marcelo Martins – *Insider Trading – regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais* – São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 144.

2 23 CASTELLAR, João Carlos. *Insider trading e os novos crimes corporativos*, Rio de

Nesse contexto é que estão inseridos os deveres dos administradores das companhias. Consoante se expôs acima o texto legal, além da obrigação dos dirigentes das empresas de comunicar ao mercado e à mídia as situações ilustradas no parágrafo único do artigo segundo da Instrução Normativa 358, da Comissão de Valores Mobiliários, também se torna essencial discorrer, mesmo que sucintamente, acerca do dever de diligência e do dever de lealdade aos quais os administradores devem estar inseridos, pois sem eles o direito à informação não estaria garantido e, ato contínuo, não haveria como se falar em dever de informar.

Reza o artigo 153 da Lei que trata sobre as sociedades anônimas (Lei n. 6.404/76) que "*O administrador da companhia deve empregar, no exercício de suas funções, o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócios*." (grifou-se)

Aqui se compreende, não é suficiente a competência profissional, a qualificação, ou a escolaridade para se adequar às exigências legais, a norma insere-se de forma mais profunda, almeja atingir os princípios e regramento de conduta da pessoa que se encontra na direção das empresas.

Sustentando o mesmo alicerce, insere-se o dever de lealdade, também normatizado na mesma lei, àquela que rege as sociedades por ações (Lei n. 6.404/76), dessa vez em seu artigo 155, nos seus incisos e parágrafos, como se vê adiante:

> 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.

Janeiro: Lumen Juris. 2008, p. 102.

> § 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 §§ 1° e 2°, 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.

No mesmo contexto, o dever de informar está totalmente relacionado com a informação ou fato relevante, pois é justamente o acontecimento importante que deve ser revelado a todos que transacionam no mercado. Trata-se de valores que envolvem posturas éticas e morais, e não somente previsões legais, que devem ser exigidas de todos os envolvidos no mercado, principalmente dos administradores das companhias.

Não suficiente, o dever de informar está diretamente ligado à garantia da funcionalidade do mercado de capitais, ou seja, alcança a eficácia e manutenção da arrecadação financeira que ocorre quando uma empresa abre seu capital e vende “pedacinhos” de sua propriedade, negociação esta que ocorre levando em consideração a capacidade que alguns possuem em investir, ou de outro ponto de vista, dando oportunidade aos que poupam para que aumentem suas poupanças, enquanto, por outro lado, o sujeito que toma emprestado aproveita para subsidiar seus negócios.

Até porque, quando o setor de mercado de capitais é aquecido, cria-se a possibilidade das empresas se desenvolverem com menores custos, e em contrapartida, essas instituições oferecem ganhos àqueles que confiaram seu capital no empreendimento, seja através de juros, ou seja por meio da divisão dos lucros da empresa, o que aliás, não é mera discricionariedade, e sim, uma

imposição legal conforme se depreende do dispositivo da lei das Sociedades por Ações, no seu art. 202, parágrafo segundo, em que dispõe que "*o dividendo obrigatório não poderá ser inferior a 25% do lucro líquido ajustado nos termos do inciso I*".

Sendo assim, em não havendo a informação livre e irrestrita, o sistema todo estará fadado ao fracasso, isso porque, quando não se possibilita a confiança, não há quem queira se arriscar de forma incomensurável. E, dessa forma, inexistirá o financiamento necessário para o crescimento das empresas e, em efeito cascata, a economia daquele mercado tende a se limitar ou até mesmo estagnar.

MARCELO DEL VIGNA assevera em seu trabalho apresentado ao IV Concurso de Monografias da CVM e, apesar de tratar sobre governança coorporativa, suas palavras refletem e se encaixam perfeitamente na questão abordada:

> Os acionistas e investidores devem ter livre acesso a qualquer instante sobre informações da companhia. O direito de fiscalização e acompanhamento dos atos de gestão da companhia, sem prejuízo do dever sua ampla divulgação no mercado, são inerentes à boa governança.
>
> Quanto maior a transparência e a qualidade das informações sobre a companhia, mais chances ela terá de atrair novos investimentos com baixo custo de capital. Pois, assim, os interessados poderão ter maior segurança no empreendimento e saber de antemão que terão um retorno válido (boa rentabilidade).[24] (Grifou-se).

Como se infere, o dever de informar é fundamentado no princípio da transparência e seu resultado prático é conceder maior segurança e credibilidade às negociações que rondam o mercado de capitais, pois são as informações verídicas que irão oportunizar, e até mesmo incentivar, os investidores a posicionarem-se como compradores ou vendedores dos valores mobiliários.

---

2 24 DEL VIGNA, Marcelo. *Governança Corporativa*: Condições de financiamento e valor empresarial. IV Concurso de Monografia. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/port/Public/publ/prot_edu_publi_dir_monograficos.asp

MARTINS PROENÇA lecionando acerca do direito à informação, com sabedoria, faz uma síntese do essencial, senão vejamos:

> [...] Urge implantar um sistema de normas duramente impositivas da prestação constante de informações no mercado de sorte que:
>
> O dever de informar se concretize em instrumento capaz de socorrer a todos os participantes do mercado, no cumprimento do seu dever de diligência, aclarando-lhes todos os elementos dos negócios aos quais pretendem aderir;
>
> A publicidade da informação garanta, a qualquer pessoa envolvida no mercado, o acesso a todas as informações disponibilizadas por determinada empresa, assegurando, além disso, que as empresas, ao abrirem seu capital, fiquem obrigadas a fornecer, ao público em geral, um conjunto de informações básicas;
>
> A universalidade e simultaneidade da informação sirvam a todos os participantes do mercado ao mesmo tempo, evitando-se o favorecimento de determinados grupos, e que a publicidade das informações seja feita de maneira sistemática e organizada, levando-se em conta o horário de sua divulgação, o horário de funcionamento das bolsas nas quais os títulos afetados pela informação a ser prestada sejam negociados;
>
> Seja reduzida a periodicidade da divulgação de determinadas informações recorrentes, como a dos resultados contábeis, exigida a cada três meses, na maioria dos mercados;
>
> Seja dada publicidade imediata dos fatos relevantes isolados, de forma a torná-los rapidamente conhecidos de todos os investidores.[25]

A base para um mercado de capitais sadio, seguro, livre dos *insiders,* estará garantido a partir do momento que for possível a instantaneidade das informações, sua universalidade e sua transparência. Isso é, acredita-se que, nas condições acima expostas, dar-se-á o cumprimento ao dever de informar.

Todavia, enquanto tal situação faz parte apenas de um ideal de condições para um mercado de capitais totalmente eficiente – situação em que o valor das ações refletiriam imediatamente as condições adversas que envolvem a empresa –, o legislador brasileiro, guiando-se pela corrente internacional de

---

2 25 PROENÇA, José Marcelo Martins – *Insider Trading – regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais* – São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 141/142.

combate ao *insider trading,* instituiu tal conduta no rol dos ilícitos penais, nos termos em que se passa a expor.

2 O CRIME DO USO INDEVIDO DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA NO MERCADO DE CAPITAIS – *INSIDER TRADING*

2.1 O bem jurídico tutelado e os sujeitos do tipo

Partindo-se da ideia de que o mercado de capitais possui essencial função para a economia, o Estado o tutelou visando garantir a isonomia no tocante às informações.

Em preciosas lições aduz ALEXANDRE ASSAF NETO:

> O mercado de capitais assume papel dos mais relevantes no processo de desenvolvimento econômico. É o grande municiador de recursos permanentes para a economia, em virtude da ligação que efetua entre os que tem capacidade de poupança, ou seja, os investidores, e aqueles carentes de recursos de longo prazo, ou seja, que apresentam déficit de investimento.
>
> O mercado de capitais está estruturado de forma a suprir as necessidades de investimentos dos agentes econômicos, por meio de diversas modalidades de financiamentos a médio e longo prazos para capital de giro e capital fixo.[26]

É assente na doutrina que quando se negocia em mercado mobiliário não se sabe quem está do lado oposto da operação, não há nenhuma relação que una diretamente os possíveis compradores e vendedores e, dessa maneira, quando ocorre lesão proveniente da ação de um *insider* as conseqüências resvalam em todos os que se encontram posicionados para compra ou venda dos títulos, por isso tido como um dano com dimensões difusas.

Dentre essas e outras é que o bem jurídico tutelado torna-se importante assunto a ser discutido e, para que possamos adentrar no cerne do dispositivo da norma penal cabe trazer à baila, novamente, o texto legal em apreço, da Lei n. 6.385/76, o qual dispõe:

> 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

---

2 26 ASSAF NETO, Alexandre. *Mercado Financeiro*. 9 ed. São Paulo: Atlas, 2009, p. 69.

> 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.[27]

A propósito, MARTINS PROENÇA entende que o tipo em questão tem por finalidade proteger a confiabilidade do mercado de capitais e, por conseqüência imediata, promover a sua maior eficiência, preservando e incentivando o seu funcionamento.[28]

Na doutrina, há divergência quanto ao bem maior tutelado pelo tipo penal que será destrinchado, por isso, EDMILSON MENDES DA SILVA expõe:

> "Entendem alguns, que tutelando o princípio da transparência de informações, essencial ao desenvolvimento a estabilidade e, a eficiência do mercado de capitais, está se protegendo o próprio mercado. Noutras palavras, o que realmente se visa proteger é regular funcionamento do mercado de capitais.
>
> Também, pode ser considerado como bem jurídico objeto de tutela, a proteção da confiança e do patrimônio dos investidores que aplicam seus recursos no mercado de capitais.
>
> Ainda há quem aponte um bem jurídico imaterial, constante do tipo que é a 'informação relevante', ou seja, a comunicação ou notícia trazida ao conhecimento de uma pessoa, sendo identificável, intangível, mas presente no mundo cultural, sendo o substrato sobre o qual se incorporam os valores sociais a que o direito visa proteger."[29] (Grifou-se)

---

2 27 BRASIL. Lei n. 6.385 de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a comissão de valores mobiliários. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6385compilada.htm> Acesso em 9-5-2011.

2 28 PROENÇA, José Marcelo Martins – *Insider Trading – regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais* – São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 322.

2 29 SILVA, Edemilson Mendes da. "Insider trading". *Uso indevido de informação privilegiada*: modalidade delitiva prevista no art. 27-D da Lei nº 6.385/1976. Jus Navigandi, Teresina, ano 16, n. 2839, 10 abr. 2011. Disponível em: http://jus.com.br/revista/texto/18869 . Acesso em: 8 maio 2011.

JOÃO CARLOS CASTELLAR, todavia citando FREDERICO DE LACERDA PINTO COSTA, expõe:

> [...] a incriminação 'concretamente, visa proteger a função pública da informação, enquanto 'justo critério de distribuição do risco do negócio no mercado de valores mobiliários', salientando o autor que 'está em causa, na verdade, a igualdade (meramente funcional) perante um bem econômico (a informação) necessário para a tomada de decisões econômicas racionais.[30]

De forma sucinta, EVANDRO FABIANI CAPANO expõe seu entendimento de que "*o objeto jurídico tutelado é o mercado financeiro, visando coibir condutas que apresentem um risco real de dano contra o Sistema Financeiro Nacional*."[31]

Nessa toada, CASTELLAR enumera alguns autores hispânicos, os quais entendem, basicamente, que o tipo penal tutela o correto funcionamento do mercado de valores, no entanto, com as devidas cautelas, se opõe a tal entendimento, argumentando que:

> Não se pode afirmar que o <u>mero funcionamento de um "mercado"</u> onde se vendem valores mobiliários corresponda ao interesse de um indivíduo ou de um número indeterminado deles, razão pela qual, reiterando nossas escusas, não se pode admitir ser este o bem jurídico que se almeja proteger com a tutela penal ao se incriminar o delito de uso indevido de informação privilegiada.[32] (grifou-se)

CASTELLAR defendendo sua opinião, <u>entende que a confiança deve ser o bem juridicamente protegido na espécie</u> e, para esse autor, "*a confiança dos investidores tem um importante significado, motivo pelo qual sua tutela deve*

---

3 30 PINTO, Frederico Lacerda da Costa. *Crimes econômicos e mercados financeiros*. Revista Brasileira de Ciência Criminais. Revista dos Tribunais, São Paulo, ano 10, n. 39, jul./set. 2002. P.43

3 31 *O insider trading no direito penal econômico*. Revista Criminal: Ensaios Sobre a Atividade Policial, São Paulo , v.3, n.6, p. 111-133, jan./mar.2009.

3 32 CASTELLAR, João Carlos. ***Insider trading*** *e os novos crimes corporativos*, Rio de Janeiro: Lumen Juris. 2008, p. 106.

conseguir-se mediante uma política de ordenação estatal e de estabilidade nas condições de atuação dos operadores econômicos."[33]

Para LUIZ FRANCISCO TORQUATO AVOLIO a questão é mais abrangente, mas não destoa, vejamos:

> "Tutelam-se a *priori*, a ordem econômica, em seus fundamentos da livre concorrência e da defesa do consumidor; e, em especial, o mercado de valores mobiliários, assegurando a sua competitividade, confiabilidade e regular operação, pela prevenção contra manipulações financeiras e garantia do acesso equitativo à informação relevante, de modo a propiciar aos investidores e especuladores a adoção de decisões racionais."[34]

E para arrematar a questão da necessidade da tutela por parte do Estado, de forma análoga ao que pode ocorrer com o mercado de capitais, discorrem JOÃO PEDRO SCALZILLI e LUIS FELIPE SPINELLI sobre carros usados:

> "[..] Quando os mercados estão sujeitos à seleção adversa, pode a liberdade (*mão invisível)* do mercado não funcionar. No mercado de carros usados, os proprietários de veículos bons podem optar por ficar com eles, em vez de vendê-los pelo preço baixo que os compradores céticos estão dispostos a pagar. Em nível mais avançado, a retirada dos bons carros do mercado reduz a qualidade média dos bens negociados, revisando ainda mais para baixo a percepção dos potenciais compradores; e, como estes pagam ainda menos pelos bens desse mercado, esse estímulo motiva, agora, os proprietários dos carros de qualidade moderada a sair do mercado, baixando mais e mais a qualidade dos bens negociados, e assim por diante, até um ponto em que a assimetria de informação leva ao fim do próprio mercado."[35]

---

3 33 CASTELLAR, João Carlos. ***Insider trading*** *e os novos crimes corporativos*, Rio de Janeiro: Lumen Juris. 2008, p. 106-107.

3 34 AVOLIO, Luiz Francisco Torquato. *A criminalização do insider trading no Brasil e seu contributo para o direito penal econômico*. Revista dos Tribunais, São Paulo, RT v.850, ago. 2006, p. 456.

3 35 SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe. *A racionalidade econômica do combate ao insider trading*: assimetria de informação e dano ao mercado. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo, v.147, p. 49, jul./set.2007.

Além disso, na visão destes autores, a conduta do *insider trading* apenas fica caracterizada quando suprido quatro requisitos, quais sejam: a) a informação relevante; b) seu caráter sigiloso; c) o fato de terem que ser empregadas para a negociação com ações; sendo este último a seguir, o que mais nos interessa no momento, d) é a condicionante que restringe o sujeito ativo do tipo, devendo ser alguém que está por dentro dos negócios da empresa. Incidindo neste último requisito os:

> [...] controladores, administradores, sejam eles diretores ou membros do conselho de Administração, os subordinados a esses e terceiros de sua confiança, os membros do Conselho Fiscal, membros de órgão técnicos e consultivos, como Conselho Consultivos, Conselho Editorial, Comitê de Auditoria, entre outros, e demais pessoas que possam ter acesso a esse tipo de informação, tais como advogados, auditores, analistas, consultores e, de uma maneira geral, parentes, amigos e outros relacionados de todas essas figuras até aqui citadas [...][36]

Nesse diapasão, verifica-se que a problemática ronda a compreensão referente ao sujeito ativo, pois há quem entenda se tratar de hipótese de crime comum e os que entendem que o ilícito é próprio (especial).

Para os que entendem ser crime comum sustentam-se no § 4° do art. 155 da Lei das S.A., dispositivo que veda a utilização de informação relevante por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, sendo o dever de sigilo estendido à generalidade das pessoas, suficiente para incidirem no crime a ciência da informação relevante, e a finalidade de auferir vantagem no mercado de valores mobiliários.

JOSÉ LEITE FILHO afastando a tese supra, argumenta:

> "Não parece ser esse, a princípio, o sentido do texto [tipo penal]. Não há na sua construção normativa atribuição de dever de lealdade (ou mesmo de sigilo) às pessoas que, ocasionalmente, tenham acesso à informação privilegiada. A norma veda a utilização da informação no mercado de valores mobiliários, mas não chega a atribuir dever de lealdade ou de sigilo, porque, como se sabe, este é inerente à condição de *insider*.

---

3 36 SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe. *A racionalidade econômica do combate ao insider trading*: assimetria de informação e dano ao mercado. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo, v.147, p. 45, jul./set.2007.

> Não há sentido, ainda, em considerar que o dever de guardar sigilo, designado no tipo, nasce com a incriminação, de forma a atribuí-lo a toda e qualquer pessoa que tenha acesso a tais informações – seja por que forma isto ocorra -, e, a partir deste fato, classificar de comum o ilícito. Se pretendesse o legislador estabelecer espécie de crime comum, a locução 'e da qual guardar sigilo' seria desnecessária, porque o investidor comum, desconectado formal e materialmente de qualquer estrutura empresarial, não tem esse dever, salvo se se considerar, como aventado, que a obrigação nasce com a incriminação, fato que, já se sabe por lição de Roxin, não existe. " [37]

AVOLIO corrobora:

> "Exige a lei que o agente não só seja detentor da informação privilegiada, como, ao mesmo tempo, possua a obrigação legal de manter sigilo. Tal fórmula não se afigura adequada, posto que restringe a responsabilização penal ao elenco do sujeitos ativos primários (*intraneos* ou *insiders*), quais sejam, os administradores – e aqueles a ele equiparados – aos quais a lei societária obriga ao sigilo. Quanto aos sujeitos ativos secundários, estranhos ao quadro social, somente seriam processados se, em razão de ofício ou profissão, tivessem a obrigação legal de guardar segredo (v.g., contadores, advogados, jornalistas, médico, psicólogos etc.)."[38]

Para EDEMILSON MENDES DA SILVA os *insiders* se subdividem em detentor de informação privilegiada primário e o detentor secundário. Sendo que esses últimos não possuem o dever de manter sigilo, e estão suscetíveis apenas às sanções administrativas aplicadas pelas Comissão de Valores Mobiliários ou admoestações cíveis caso se utilizem de informação que sabiam ser privilegiada, e os primários já estão sob a égide da repressão penal.

Na mesma linha, encontra-se LEONARDO ALONSO quando aduz que "*o tipo penal em questão expressamente faz menção à quebra de um dever de sigilo do agente. Dessa forma, os sujeitos ativos serão aquelas pessoas obrigadas,*

---

3 37 LEITE FILHO, José. *Notas ao crime de uso indevido de informação privilegiada (art. 27-d da Lei 6.385/76)*. Revista Brasileira de Ciências Criminais São Paulo, RT v.60, maio 2006, p. 103/104.

3 38 AVOLIO, Luiz Francisco Torquato. *A criminalização do insider trading no Brasil e seu contributo para o direito penal econômico*. Revista dos Tribunais São Paulo, RT v.850, ago. 2006, p. 456.

por força de lei ou de contrato, a um dever de sigilo para com a informação". E mais adiante, como conseqüência lógica, afirma se tratar de crime próprio.[39]

Cumpre salientar que a instrução n. 358 da Comissão de Valores Mobiliários, em seu artigo treze, maximiza o conceito de *insider* para qualquer sujeito que se utilize de conhecimento relevante, no entanto não se pode olvidar que a abrangência dessa semântica é apenas para as sanções administrativas, de forma a não ferir o princípio da fragmentariedade do direito penal.[40]

Apenas a título de esclarecimento acerca desse suprarreferido princípio, não excede observar que "*o caráter fragmentário do Direito Penal significa, em síntese, que, uma vez escolhidos aqueles bens fundamentais, comprovada a lesividade e a inadequação das condutas que os ofendem, esses bens passarão a fazer parte de uma pequena parcela que é protegida pelo Direito Penal, originando-se, assim, a sua natureza fragmentária".* [41]

MARTINS PROENÇA também se coaduna ao entendimento majoritário, pois considera o tipo previsto no art. 27-D da Lei sobre o Mercado de Valores Mobiliários como sendo de crime próprio, "*aos quais a lei exige uma condição pessoal dos autores*", tendo em vista que apenas podem cometê-lo aqueles que, obrigatoriamente, possuem o dever de sigilo sobre determinadas

---

3 39 ALONSO, Leonardo. *Crimes Contra o Mercado de Capitais*. 2007. Dissertação (Mestrado em Direito Penal) - Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. Disponível em: < www.teses.usp.br > Acesso em: 4-5-2011. p. 133.

4 40 ALONSO, Leonardo. *Crimes Contra o Mercado de Capitais*. 2007. Dissertação (Mestrado em Direito Penal) - Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. Disponível em: < www.teses.usp.br > Acesso em: 4-5-2011. p. 133.

4 41 GRECCO, Rogério. *Curso de Direito Penal,* parte geral. 10ª edição. Rio de Janeiro: Impetus, 2008, p. 61.

informações, e a utilizam para negociar no mercado.[42] São os também chamados de *insiders* primários.

Interessante acrescentar que MARTINS PROENÇA critica de forma veemente a postura do legislador brasileiro pelo fato de ter restringido o tipo penal a sancionar apenas os que possuem essa "condição pessoal" de sigilo (*insiders primários*). Entende que a legislação societária evoluiu quanto à punição a todos os *insiders*, incluindo os secundários - *que são aqueles que recebem a informação privilegiada, direta ou indiretamente, e não estão obrigados ao dever de sigilo, mas, ainda assim, utilizam-na para transacionar no mercado*[43] - e que o repisado tipo penal deveria assim também ter procedido.[44]

Por derradeiro, CASTELLAR aventa a possibilidade de um estranho se ver munido de informações relevantes mesmo sem qualquer ligação com quem, por obrigação, possua o dever de lealdade, todavia, tal acontecimento não traria a esse sujeito as conseqüências da esfera penal por força da expressão constante no tipo: "da qual deva manter sigilo", pois estaria amparada pelo princípio da legalidade (não há crime sem lei anterior que o defina, nem pena sem prévia cominação legal. CF, art. 5º, XXXIX e art. 1º do CP), arcando apenas com as demandas cíveis e administrativas.[45]

4 42 PROENÇA, José Marcelo Martins – *Insider Trading – regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais* – São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 320.

4 43 EIZIRIK, Nelson. Artigo disponível em: http://www.bmfbovespa.com.br/juridico/noticias-e-entrevistas/Noticias/080326NotA.asp < Acesso em 20-11-2011.

4 44 PROENÇA, José Marcelo Martins – *Insider Trading – regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais* – São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 320.

4 45 CASTELLAR, João Carlos. ***Insider trading*** *e os novos crimes corporativos*, Rio de Janeiro: Lumen Juris. 2008, p. 121.

Já em outra extremidade da norma, na esfera analítica do sujeito passivo, JOSÉ LEITE FILHO compreende que, em síntese, o bem jurídico tutelado, por possuir natureza coletiva, atinge a ordem estatal, eis que por previsão Constitucional o Estado deve garantir os interesses supramencionados cujo tipo repressivo visa tutelar.[46]

EDEMILSON MENDES DA SILVA, também discorre de forma sucinta arguindo não existir maiores problemas na identificação do sujeito passivo, visto que, de início, são os próprios investidores, titulares de valores imobiliários que serão prejudicados, e em segundo plano toda a coletividade devido a insegurança causada.[47]

O Advogado MARCIO ZUBA DE OLIVA menciona que há duas "vertentes" para o sujeito passivo, a primeira assegurando o Estado como o destinatário da norma penal, uma vez que seria o principal interessado no funcionamento eficiente do mercado de capitais, a segunda, visando como beneficiado do tipo penal o próprio investidor.[48]

Para o desfecho da caracterização do sujeito passivo do repisado verbete penal, apesar de discordar, CASTELLAR afirma ser majoritário o entendimento de que seria a sociedade como um todo, ou mesmo o Estado, o principal garantido pela restrição ao "uso indevido de informação privilegiada",

---

4 46 LEITE FILHO, José. *Notas ao crime de uso indevido de informação privilegiada (art. 27-d da Lei 6.385/76)*. Revista Brasileira de Ciências Criminais São Paulo, RT v.60, maio 2006, p. 105.

4 47 SILVA, Edemilson Mendes da. "Insider trading". *Uso indevido de informação privilegiada*: modalidade delitiva prevista no art. 27-D da Lei nº 6.385/1976. Jus Navigandi, Teresina, ano 16, n. 2839, 10 abr. 2011. Disponível em: http://jus.com.br/revista/texto/18869. Acesso em: 8 maio 2011.

4 48 OLIVA, Marcio Zuba de. O *Insider Trading* no Brasil: Breves considerações. Artigo disponível em: http://www.realeadvogados.com.br/opinioes%5CO%20Insider%20Trading%20no%20Brasil%20-%20Breves%20considera%C3%A7%C3%B5es.pdf < Acesso em 27-11-2011.

todavia, alinha-se à compreensão defendida por doutrinadores espanhóis os quais crêem que os verdadeiros destinatários da norma seriam todos os que porventura tenham sofrido algum prejuízo.[49]

Isso posto, colacionados importantes comentários doutrinários acerca do bem jurídico tutelado e dos sujeitos ativo e passivo que envolvem o tipo previsto no artigo 27-D da Lei 6.385/76, passa-se à análise da ação do agente e suas conseqüências.

2.2 A ação e a (des)necessidade de resultado

Já que o tipo existe no universo jurídico brasileiro, bem ou mal se encontra em vigor e produz resultado, necessitando que o analisemos atentamente. Vale lembrar que apesar de se tratar de norma penal relativamente nova, sem variedade de exemplos práticos, precisa-se ter em mente quando é que determinada postura irá se subsumir à ao imperativo normativo, bem como quais devem ser as conseqüências do ato para que haja o crime de *insider trading.*

SCALZILLI e SPINELLI em suas explanações acerca da prática do *insider trading* enumeram que um dos elementos que caracterizam a conduta em si é o uso dessa informação privilegiada para a negociação com as ações de determinada sociedade anônima, i) não sendo suficiente o fato de existir a informação relevante, ii) nem mesmo que seja sigilosa, iii) torna-se necessário o seu efetivo uso.[50]

Nas questões acerca do resultado da conduta do *insider trading*, verifica-se outra divergência. Apesar de já elucidado, vale, mais uma vez,

---

4 49 CASTELLAR, João Carlos. ***Insider trading*** *e os novos crimes corporativos*, Rio de Janeiro: Lumen Juris. 2008, p. 122.

5 50 SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe. *A racionalidade econômica do combate ao insider trading*: assimetria de informação e dano ao mercado. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo, v.147, p. 49, jul./set.2007.

relembrar o dispositivo que prevê a proibição à prática do *insider trading*. Lei n. 6.385/76, 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*".

Se por um lado alguns autores afirmam tratar-se de um crime de perigo abstrato, aquele que não necessita de resultado para sua consumação, onde basta estar presente a ameaça de lesão, ou ainda, na visão de ROGÉRIO GRECO, são crimes que "*constituem uma antecipação da punição levada a efeito pelo legislador, a fim de que o mal maior, consubstanciado no dano, seja evitado*"[51]. Por outro lado, temos estudiosos que advogam a tese de que para o crime se consumar seria necessário a efetivação do resultado.

Na ótica de EDEMILSON MENDES DA SILVA, trata-se "*indiscutivelmente*" de crime material, entendendo que o legislador ao mencionar, "vantagem indevida" pressupôs a vantagem econômica, e sendo assim, necessitando a realização de resultado.[52]

Na compreensão de EVANDRO FABIANI CAPANO, cuida-se de crime material, pois afirma que "*apenas as condutas que possam, de fato, alterar os pregões em bolsa ou efetivamente causar uma vantagem indevida na negociação de valores mobiliários é que estarão sujeitos a persecução penal*"[53]

LUIZ FRANCISCO TORQUATO AVOLIO, assevera:

---

5 51 GRECO, Rogério. *Curso de Direito Penal,* parte geral. 10ª edição. Rio de Janeiro: Impetus, 2008, p. 194.

5 52 SILVA, Edemilson Mendes da. "Insider trading". *Uso indevido de informação privilegiada*: modalidade delitiva prevista no art. 27-D da Lei nº 6.385/1976. Jus Navigandi, Teresina, ano 16, n. 2839, 10 abr. 2011. Disponível em: http://jus.com.br/revista/texto/18869. Acesso em: 8 maio 2011.

5 53 CAPANO, Evandro Fabiani. O *insider trading no direito penal econômico*. Revista Criminal: Ensaios Sobre a Atividade Policial, São Paulo , v.3, n.6, p. 130, jan./mar.2009.

> Não se trata o *insider trading*, como o estelionato, de crime material – que somente se consuma com a obtenção da vantagem ilícita, em prejuízo alheio – e, sim, de crime formal, consistente em utilizar informação relevante, capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida. Afigura-se, outrossim, como delito de perigo, porque basta a utilização de informação relevante, que possa, em tese, comprometer a competitividade do mercado. O perigo deve dizer-se concreto, porque obriga o juiz à verificação da sua ocorrência numa determinada negociação com valores mobiliários. Não se deve cogitar, porém, de demonstrar-se a obtenção da vantagem propriamente dita.[54]

Através de outra perspectiva, para RIBEIRO não há dúvida que se trata de crime de perigo abstrato:

> O modo pelo qual se organiza a sociedade hodierna (de risco) impõe que o Direito penal atue a fim de prevenir graves e irreversíveis lesões a bens jurídicos (essencialmente em se tratando dos transindividuais, já que constituem pressuposto para o desenvolvimento do direito individual), controlando comportamentos e condutas antes que simplesmente reprimir resultados.[55]

No mesmo sentido, LEITE FILHO assevera:

> Nessa perspectiva, o uso indevido de informações privilegiada traduz crime de perigo abstrato. Não contempla o tipo objetivo qualquer consideração acerca de eventual lesão ou perigo de lesão o funcionamento do mercado de capitais. Aqui, a perigosidade excessiva que a ação típica representa à integridade do mercado bursátil justifica a penalização.[56]

Também pertencente a esta corrente LEONARDO ALONSO, dissertando que "*para a configuração do delito, é necessário que o sujeito utilize a informação privilegiada, negociando valores mobiliários, em nome próprio ou de*

---

5 54 AVOLIO, Luiz Francisco Torquato. *A criminalização do insider trading no Brasil e seu contributo para o direito penal econômico*. Revista dos Tribunais São Paulo, RT v.850, ago. 2006, p. 457.

5 55 RIBEIRO, Thiago Aramizo. *Considerações acerca do bem jurídico do crime de insider tranding e sua tutela de perigo abstrato.* Revista do curso de Direito de Pato de Minas. Disponível em: < http://ensaiojuridico.unipam.edu.br/index.php?option=com_content&view=article&id=8%3Aensaio-juridico-n-1-ano-1-out-2010&catid=1&Itemid=6 > Acesso em 29-6-2011.

5 56 LEITE FILHO, José. *Notas ao crime de uso indevido de informação privilegiada (art. 27-d da Lei 6.385/76)*. Revista Brasileira de Ciências Criminais São Paulo, RT v.60, maio 2006, p. 112.

terceiros, objetivando assim, auferir vantagem indevida, não sendo necessária a ocorrência de um resultado, consubstanciado no ganho econômico", assim o fazendo, visto que, no tipo penal o legislador afirma "*capaz de propiciar*", vantagem indevida ou prejuízo a terceiro.

Também se filia a essa toada de pensamento MARTINS PROENÇA, quando afirma que:

> A ação típica, ou núcleo do tipo, consiste em negociar com valores mobiliários, valendo-se de informação não divulgada para o mercado. Consequentemente, o delito sob exame consubstancia-se num crime formal, eis que o legislador não cogitou, para sua consumação, da efetiva obtenção da vantagem almejada pelo autor.[57]

Todavia CASTELLAR também adota a compreensão já mencionada de SILVA e CAPANI, forte na tese de que se trata de crime material, onde, além da necessidade de resultado, como conseqüência, também abriria espaço para o delito na forma tentada, e, para dar maior peso ao seu posicionamento arrola doutrinadores de renome como MODESTO CARVALHOSA e NELSON EIZIRIK, os quais se encontram no mesmo vetor e, exemplificando, passam a expor:

> O *insider* pode utilizar a informação privilegiada, mas não obter vantagem indevida, por quaisquer razões de mercado; compra a R$ 2,00 cada ação, de posse de informação privilegiada, divulga-a e aguarda a elevação dos preços, que não ocorre, pois devido a circunstâncias internacionais adversas, todas as ações "despencam; no caso, não realiza qualquer vantagem indevida, não se consumando o crime, por fatores alheios à sua atuação.[58]

Ante o exposto, infere-se a controvérsia, no entanto frente à ausência de julgados a respeito do ilícito penal, não há respaldo jurisprudencial para que se possa arrolar como embasamento e confirmar qual o entendimento predominante

---

5 57 PROENÇA, José Marcelo Martins – *Insider Trading – regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais* – São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 321.

5 58 CARVALHOSA, Modesto e EIZIRIK, Nelson. A nova lei das S/A. São Paulo: Saraiva, 2002, p. 548. Citado por CASTELLAR, João Carlos. Insider trading e os novos crimes corporativos, Rio de Janeiro: Lumen Juris. 2008, p. 123

nacional, pois temos apenas uma sentença ainda sem trânsito em julgado, mas que será vista mais adiante.

2.3 A sanção penal e o princípio do *ne bis in idem*

Vimos que as normas repressivas impõem sanções ao *insider trading*, sendo estas de natureza cível, administrativa e criminal.

A sanção de natureza cível está estabelecida no art. 155, § 3º da Lei n. 6.404/1976, a qual prevê que *"A pessoa prejudicada em compra e venda de valores mobiliários, contratada com infração do disposto nos §§ 1° e 2° (*dever de sigilo e lealdade do administrador)*, tem direito de haver do infrator indenização por perdas e danos, a menos que ao contratar já conhecesse a informação."*

Ou seja, em consonância às regras gerais do Código Civil de 2002, que dispõe sobre o cometimento de ato ilícito quando alguém causar dano a outrem, e ainda, acerca do dever de reparação (CC, arts. 186 e 927), a lei que dispõe sobre as sociedades por ações também impõe ao *insider* a necessidade do dever de indenizar àqueles que, porventura, sejam atingidos pelo descumprimento do dever legal dos administradores das empresas com o capital aberto.

Já no tocante às punições que rondam a esfera administrativa, temos a incidência da Lei n. 6.385/1976, a qual dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e que criou a Comissão de Valores Mobiliários (órgão fiscalizador - tratarei mais a respeito na seção posterior), com o severo regramento aos que se aventurarem de forma ilícita no mercado bursátil, e que vierem a descumprir o estabelecido mediante lei, ou mesmo através das resoluções do mencionado órgão fiscalizador, estarão sujeitos às penalidades de multa, suspensão de cargos e autorizações ou registros para as atividades previstas nessa lei, proibição em até vinte anos de atividades que dependam de autorização da CVM, dentre outras (art. 11, incisos I ao VIII).

Nessa alheta, considerando que a instrução n. 358 da CVM atribuiu às hipóteses de *insider trading* como sendo de falta grave (art.18), invariavelmente quem incidir nesta conduta estará sujeito às pesadas sanções alhures

mencionadas, sem prejuízo da concomitante aplicação da lei penal pelo uso indevido de informação privilegiada.

CASTELLAR suscita essa importante problemática e em suas lições, dispõe:

> "[...] não há no Brasil a exigência constitucional no sentido de que as infrações administrativas sejam previstas em leis anteriores (princípio da reserva legal), sendo suficiente que resoluções, instruções ou circulares esclareçam os tipos de infração, significando dizer que ficará ao alvedrio da administração o estabelecimento dos ilícitos e das penas a que sujeitará os seus administrados, tornando o quadro geral da apuração e julgamento das infrações administrativas demasiado temerário, pois, como dissemos no tópico de introdução a este trabalho, não se exige no processo administrativo sancionador a obediência a ritos sacramentais e formas rígidas".[59]

Em contraponto, em pequeno trecho AVOLIO não parece ver problema na concomitante repressão, veja-se:

> A duplicidade de apurações, com todos os seus inconvenientes, não importa na prejudicialidade entre as instâncias penal e administrativa, somente se refletindo aquela sobre esta na hipótese de sentença condenatória irrecorrível ou absolvição por inexistência do fato."[60]

Não satisfeito, o mesmo autor assevera que, no momento, a criminalização do "uso indevido de informação privilegiada" apenas aparece como facilitador para produção de provas, uma vez que poderá lançar mão da interceptação telefônica[61], todavia em momento algum se contrapõe ao tipo do injusto.

---

5 59 CASTELLAR, João Carlos. ***Insider trading*** *e os novos crimes corporativos*, Rio de Janeiro: Lumen Juris. 2008, p. 22

6 60 AVOLIO, Luiz Francisco Torquato. *A criminalização do insider trading no Brasil e seu contributo para o direito penal econômico*. Revista dos Tribunais São Paulo, RT v.850, ago. 2006, p. 459.

6 61 AVOLIO, Luiz Francisco Torquato. *A criminalização do insider trading no Brasil e seu contributo para o direito penal econômico*. Revista dos Tribunais São Paulo, RT v.850, ago. 2006, p. 459.

Ocorre que, mesmo quando se questiona acerca da legitimidade dessa dupla cominação de penas, o entendimento jurisprudencial de hoje rege no sentido de que as duas esferas são totalmente independentes, sendo assim viável e possível a repreensão do *insider trading* por ambas as vias.

O Superior Tribunal de Justiça, em reiteradas decisões, vem decidindo que para que haja a sanção no aspecto administrativo não se faz imprescindível a condenação no viés penal. Pois defende a tese que a sanção administrativa visa resguardar o interesse da administração pública, enquanto o direito criminal intuiria a proteção da coletividade.[62]

O que soa peculiar é o fato das sanções, tanto penais quanto administrativas, serem provenientes do mesmo fundamento, sendo que não há critério para a aplicação de uma ou outra repressão, pois uma vez que constatada a possibilidade de um ilícito penal na esfera do mercado de capitais, independente de apuração no âmbito administrativo, já acionará o Ministério Público Federal, que por sua vez, terá que agir obrigatoriamente face aos princípios que regem a ação penal incondicionada à representação (oficialidade, indisponibilidade, legalidade, e outros).

Nessa esteira, o critério pelo qual se aplicaria às infrações de baixa lesividade social as sanções administrativas e nas mais gravosas o direito penal, estará prejudicado. No mesmo sentido, CASTELLAR:

> Esse critério poderia servir como fundamento para a distinção, mas, no entanto, não é respeitado no que tange às infrações contra a ordem sócio-econômica, pois não raras as vezes esses delitos são castigados através de ambos os sistemas de imposição de sanções, resultando em dupla apenação e na ocorrência indesejável do *bis in idem*.[63]

---

6 62 Nesse sentido: MS 15064 / DF. Ministro Gilson Dipp, terceira seção, j. em 9-11-2011.

6 63 CASTELLAR, João Carlos. ***Insider trading*** *e os novos crimes corporativos*, Rio de Janeiro: Lumen Juris. 2008, p. 27/28.

Parece que EIZIRIK, PARENTE, GAAL E HENRIQUES não se posicionam quanto à questão em discussão, no entanto aduzem:

> Não há, em princípio, uma distinção de essência entre o ilícito civil, o penal e o administrativo; em todos eles existe o mesmo fundamento ético, constituído pela infração a um dever preexistente e pela imputação do resultado à consciência do agente. Assim, a ilicitude é uma só, embora as suas conseqüências, na esfera jurídica, possam ser diversas.[64]

E mais adiante, dissertam que as conseqüências legais surgirão proporcionalmente à intensidade e à natureza do bem jurídico ofendido. Todavia admitem que a distinção entre os ilícitos de origem penal e administrativo apenas diferem no tocante a sua formalidade, tendo em vista que no primeiro os casos são julgado pelo Poder Judiciário e, no segundo, pela autoridade administrativa.[65]

Como se verifica, apesar de sedimentado entendimento jurisprudencial forte na tese da independência entre as instâncias penal e administrativa, ainda há aqueles que defendam a duplicidade de punição quando diante da severa imposição de sanção, paralelamente a repressão máxima estatal junto a sua tutela penal, devendo, dessa forma, direcionar-se mais atenção à temática, refletindo sobre a possibilidade de estar infringindo decorrente dos princípios da dignidade da pessoa humana, coisa julgada, dentre outros.

---

6 64 EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais – regime jurídico*. Rio e Janeiro, Renovar, 2008, p. 507.

6 65 EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais – regime jurídico*. Rio e Janeiro, Renovar, 2008, p. 507/508.

1. 3 A CRIMINALIZAÇÃO NO DIREITO BRASILEIRO

3.1 A criminalização da conduta no Brasil

A vedação ao *insider trading* está relacionada ao direito de equidade e justiça de todos os cidadãos que se expõem ao mercado, a coibição da utilização da informação privilegiada está diretamente relacionado à integridade do mercado de capitais uma vez que sua efetividade encontra-se vinculada ao universo da livre informação.

EIZIRIK, PARENTE, GAAL E HENRIQUES, afirmam que há razões de ordem econômica e de ordem ética que justificam a repressão ao personagem do *insider trading,* embasando-se na afirmação de que a primeira relaciona-se com o conceito de eficiência e que para que assim o seja, o valor das ações devem refletir todas as informações veiculadas. Já tocante às razões de ordem ética, aduz que seriam provenientes do princípio da igualdade, pois, haveria total desequilíbrio entre a posição do *insider* em relação aos demais participantes.[66]

De outro norte, não é de hoje que a o acesso à informação é tido como algo substancial, verificou-se que mesmo na época do modelo liberal clássico o acesso às informações é tido como uma das grandes falhas de mercado. Pois quando não há a informação real, o mercado poderá ser facilmente manipulado, certamente será conduzido de forma equivocada e dará a direção que melhor atender aos interesses de quem o dirige.

De forma semelhante FÁBIO NUSDEO, em capítulo intitulado "As Falhas de Mercado", doutrina:

> Classicamente, havia a crença de os preços conterem em si a informação relevante essencial para os agentes interessados, pois seria o sinal inconfundível da escassez ou da abundância, conforme subissem ou baixassem. Tal escassez ou abundância estariam refletidas nos preços não apenas a cada momento, quanto às condições presentes, mas em sua potencialidade, isto é, no tocante às perspectivas

---

6 66 EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais – regime jurídico*. Rio e Janeiro, Renovar, 2008, p. 524/525.

futuras.[67]

Afirma ainda que, em um mundo todo digital, isso é, informatizado, justamente por ser a informação algo tão essencial é que esta pode ser [e geralmente é] propositalmente omitida, situação que se agravaria ante a ausência de regulamentação específica.[68]

No tecer de seu pensamento, NUSDEO afirma que no direito são diversas as normas que obrigam os agentes econômicos a concederem informações com o intuito de oportunizar às partes interessadas a verdade dos fatos. Arrola exemplos como as normas consumeristas e seus diversos enfoques, dentre eles a vedação à propaganda enganosa, dever de informar as características de determinado produto, bem como, posteriormente, enumera as próprias legislações que envolvem o mercado de capitais e as sociedades anônimas.[69]

E mais adiante, ainda no magistério de FÁBIO NUSDEO quanto às falhas de mercado e, mais precisamente, quanto à falha consistente na falta de transparência:

> A cada uma delas [as falhas do mercado] passaram a corresponder várias ações corretivas por parte do Estado, traduzidas em normas legais e regulamentares de todo o tipo. (...) E, assim, foi-se acoplando [o poder público] ao caráter burocrático, destinado a impedir as conseqüências mais indesejáveis do seu funcionamento.
>
> (...)

---

6 67 NUSDEO, Fábio. *Curso de economia: introdução ao direito econômico*. 6. ed. rev. e atual. – São Paulo, Revista dos Tribunais, 2010, p. 143.

6 68 NUSDEO, Fábio. *Curso de economia: introdução ao direito econômico*. 6. ed. rev. e atual. – São Paulo, Revista dos Tribunais, 2010, p. 144.

6 69 NUSDEO, Fábio. *Curso de economia: introdução ao direito econômico*. 6. ed. rev. e atual. – São Paulo, Revista dos Tribunais, 2010, p. 145.

> Começa-se, assim, a falar na intervenção do Estado na economia, no domínio econômico, e a aceitá-la, desde que cercada das indispensáveis cautelas para limitá-las ao estritamente necessário, a fim de suprir as disfunções maiores do sistema.[70]

Reassentando as ideias, o acesso à informação é a garantia da escolha racional, pautada no livre arbítrio do consumidor, ou no caso em estudo, na faculdade de escolher do investidor, isso porque, quando o negociante do mercado possui informações de forma isonômica, demonstrada para todos, haverá uma livre decisão que, ato contínuo e de forma automática, retirará do mercado o que não lhe é interessante, bem como o que não lhe convém, ou mesmo, fará com que determinado cidadão não vá operar no mercado de capitais.

Também surge daí a necessidade de se garantir a regulamentação do mercado e a limitação de algumas condutas, dentre as quais, o acesso à informação.

Sobre a vedação ao "uso de informação privilegiada", CASTELLAR traz que a primeira vez que a legislação brasileira o abordou foi com o advento da Lei n. 4.728/65, a qual disciplina sobre o Mercado de Capitais, e no seu artigo terceiro estabeleceu ser de competência do Banco Central a fiscalização da utilização de informações não divulgadas ao público em beneficio próprio ou de terceiros, por acionistas ou pessoas que, por força de cargos que exerçam, a elas tenham acesso.[71]

Todavia, CASTELLAR citando LUIZ GASTÃO PAES DE BARROS LEÃES, imputa à referida lei ausência de força normativa vez que não concedia parâmetros para "fiscalização de polícia"[72], e, através de uma análise do texto

7 70 NUSDEO, Fábio. *Curso de economia: introdução ao direito econômico*. 6. ed. rev. e atual. – São Paulo, Revista dos Tribunais, 2010, p. 167/168.

7 71 CASTELLAR, João Carlos. ***Insider trading*** *e os novos crimes corporativos*, Rio de Janeiro: Lumen Juris. 2008, p. 90.

7 72 LEÃES, Luiz Gastão de Barros. *Mercado de Capitais 'Insider Trading'*. São Paulo: RT,

normativo, verifica-se que não há nenhum outro respaldo para a repressão ao transgressor do mencionado ato, sem contar que não havia limitações ao conceito do que era essa informação não divulgada ao público bem como de como seria efetuada sua fiscalização e de qual maneira ocorreria o sancionamento.

Somente com o advento da Lei n. 6.385/76, a qual dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários, e da Lei n. 6.404/76, esta cingindo sobre as sociedades por ações, é que houve maiores contornos nas questões envolvendo o dever de lealdade e responsabilidade dos administradores, consoante alhures mencionado, e repressão à conduta do *insider trading.*

No Brasil, segundo EIZIRIK, PARENTE, GAAL E HENRIQUES:

> Usualmente o combate ao *insider trading* é realizado mediante normas preventivas e repressivas. As normas preventivas são as que: promovem o sistema "disclosure", ou de transparência das informações, de maneira a assegurar a necessária visibilidade às operações do mercado de capitais; e impõem aos *insiders* a obrigação de informar sobre as operações por ele realizadas; já as normas repressivas proíbem a utilização de informação privilegiada, cominando sanções de natureza civil, administrativa e penal.[73]

Cumpre relembrar que nesse viés preventivo o art. 157 da Lei n. 6.404/1976, já mencionado ao longo desse projeto, o qual discorre sobre o "dever de informar" dos administradores de companhia aberta.

Ainda nesse norte, a lei de sociedade por ações traz no rol dos deveres do acionista controlador, em seu art. 116-A, complemento ao dever de informar, vejamos:

> O acionista controlador da companhia aberta e os acionistas, ou grupo de acionistas, que elegerem membro do conselho de administração ou membro do conselho fiscal, <u>deverão informar imediatamente as modificações em sua posição acionária na companhia à Comissão de Valores Mobiliários e às Bolsas de Valores</u> ou entidades do mercado de balcão organizado nas quais os valores mobiliários de

1982, p. 173, citado por CASTELLAR, João Carlos.

7 73 EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais – regime jurídico*. Rio e Janeiro, Renovar, 2008, p. 525/526.

> emissão da companhia estejam admitidos à negociação, nas condições e na forma determinadas pela Comissão de Valores Mobiliários. (grifou-se)

E mais adiante, na mesma lei, quando trata dos deveres e responsabilidades do Conselho Fiscal da companhia, art. 165-A, dispõe, sempre reforçando o princípio da transparência, normatiza que:

> Os membros do conselho fiscal da companhia aberta deverão informar imediatamente as modificações em suas posições acionárias na companhia à Comissão de Valores Mobiliários 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, nas condições e na forma determinadas pela Comissão de Valores Mobiliários.

Dentre vários outros dispositivos que direcionam constantemente para a postura da transparência e os deveres de informação, lealdade e diligência.

Já no tocante às normas repressivas, temos as sanções administrativas, cível e criminal. Esta, sendo o objeto da pesquisa em apreço, já trabalhada de forma direta e indireta ao longo das tratativas, as sanções cíveis também já comentadas no capítulo anterior (item 2.3), e, por fim, quanto a sanção administrativa, em que pese já sucintamente comentada, será abordada no próximo item, momento em que será mais oportuno.

3.2 O papel da Comissão de Valores Mobiliários e a prescindibilidade da tipificação criminal da conduta

Consoante já se mencionou no presente trabalho, mesmo que rapidamente, a Comissão de Valores Mobiliários exerce papel fundamental seja para o controle do mercado de capitais, para sua fiscalização, ou seja para a repressão às condutas consideradas ilícitas.

De acordo com a lei que deu vida a essa autarquia em regime especial (Lei n. 6.385/76), a CVM é dotada de personalidade jurídica, patrimônio próprios, também possuidora de autoridade administrativa independente, ausência

de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, além de autonomia financeira e orçamentária.[74]

Além disso, a Comissão de Valores Mobiliários exercerá suas funções, a fim de: a) estimular a formação de poupança e sua aplicação em valores mobiliários; b) assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados de bolsa e de balcão; c) proteger os titulares de valores mobiliários contra emissões irregulares e atos ilegais de administradores e acionistas controladores de companhias ou de administradores de carteira de valores mobiliários; d) evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários negociados no mercado; e) assegurar o acesso do público a informações sobre valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido; f) assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários; g) promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social das companhias abertas.[75]

Acrescenta-se aqui que nenhuma emissão pública de valores mobiliários será distribuída no mercado sem prévio registro na CVM (art. 19, Lei n. 6.385/76), além do mais, esta autarquia indicará quais as instituições financeiras poderão aderir o mercado de valores mobiliários, valendo relembrar que são apenas as companhias abertas que podem negociar no mercado de capitais.

Isso é, conforme o aqui exposto verifica-se que já há um setor publico totalmente direcionado para as questões do mercado bursátil, atuando em âmbito nacional uma entidade criada especialmente para a função de – repisando os sete verbos que dão ensejo às atribuições da Comissão de Valores Mobiliários –,

---

7 74 BRASIL. Lei n. 6.385 de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a comissão de valores mobiliários. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6385compilada.htm> Acesso em 9-5-2011.

7 75 BRASIL. Lei n. 6.385 de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a comissão de valores mobiliários. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6385compilada.htm> Acesso em 9-5-2011.

estimular, assegurar o funcionamento, proteger os titulares, evitar fraudes, assegurar o acesso à informação, assegurar práticas equitativas e promover a expansão e eficiente funcionamento do mercado de capitais.

Caso a Comissão de Valores Mobiliários observe a infração às suas normas as quais regem a postura do mercado de capitais, pode instaurar processo administrativo, uma espécie de inquérito, e que, ao final, constatada a ocorrência faltosa, poderá imputar penalidades, tais como: a) advertência; b) multa; c) suspensão do exercício de cargo; d) inabilitação para o exercício de cargo; suspensão de autorização ou registro para o exercício de atividades; f) cassação de autorização ou registro para o exercício de atividades; g) proibição para a prática de atividades ou operações, e; h) proibição de atuar em determinadas modalidades de operações no mercado.

O que se ressalta é que muitas vezes as penalidades impostas podem ser gravíssimas, desde sanção de multa que pode chegar a até três vezes o valor da vantagem econômica auferida pelo infrator, ou mesmo, até três vezes o montante que este deixou de perder em decorrência do ilícito, bem como a longínquos prazos de inabilitação temporária, cassação de autorização e proibições de atuação, podendo chegar ao máximo de vinte anos de afastamento.

Razão pela qual se questiona a necessidade da intervenção na esfera penal, pois além de o Estado munir-se de outras ferramentas com o intento de combater o "uso indevido de informações privilegiadas no mercado de capitais", há também diversos entendimentos norteadores à desnecessidade do tipo penal ou, pelo menos, argumentos plausíveis e suscetíveis de uma análise mais detalhada.

Até porque, corrobora com o entendimento CAPANO quando afirma que "*da análise do tipo penal insider trading, é possível constatar que uma vez mais se repete a falta de adequação do tipo penal com os princípios do 'garantismo'*".[76]

---

7 76 CAPANO, Evandro Fabiani. *O insider trading no direito penal econômico*. Revista Criminal: Ensaios Sobre a Atividade Policial, São Paulo , v.3, n.6, p. 111-133, jan./mar.2009.

E mais adiante, sobre crimes financeiros, o mencionado autor, citando MARCELO ALMEIDA RUIVO DOS SANTOS, aduz que:

> Em que pese a destacada relevância político-criminal na intervenção penal no Sistema Financeiro Nacional, tal realidade não justifica a criação de um espaço de exceção nas ordens jurídico-constitucional e jurídico-penal. As linhas de força e de atração entre os dois ordenamentos estabelecem o modelo constitucional de crime como ofensa a bens jurídico-penais. Assim sendo, nem a dificuldade de reconhecer quais são os valores preponderantes, nem o problema de encontrar valores com concretude e especificidades suficientes para ostentar dignidade penal são justificativas plausíveis para a criminalização de condutas por meio de exceções ou de alternativas jurídico-teóricas.[77]

Não é o que compreende MARTINS PROENÇA, pois argumenta que as simplórias sanções administrativas não foram suficientes para combater as condutas infratoras que rondam o mercado de capitais, aduz ainda que desde a criação da lei da sociedade anônima e da lei de mercado de capitais até os dias atuais as formas de repreensão adotadas não foram satisfatórias.[78]

Mais adiante complementa, confiante na garantia da resolução dos problemas frente a tipificação penal da conduta do *insider*:

> De qualquer sorte, a criminalização do uso indevido de informação privilegiada representa, inegavelmente, um passo importante dado pela nossa legislação que, uma vez aperfeiçoada, até pela ação jurisprudencial, encontrará a fórmula acertada para garantir a eficiência e o desenvolvimento do nosso mercado de capitais[79].

Em contraponto ALONSO, tratando do processo de criminalização da tutela penal dos mercados, discorre criticamente em confronto a criminalização

---

7 77 RUIVO DOS SANTOS, Marcelo Almeida. *Bem jurídico e Técnica de Tutela: Limites Materiais para a Constitucionalidade do Ilícito de Gestão Fraudulenta.* Dissertação de Mestrado apresentada na PUCRS, sob orientação do Prof. Dr. Emil Albert Sobottka e Prof. Dr. Fábio Roberto Dávila, 2008. Citado por CAPANO, Evandro Fabiani.

7 78 PROENÇA, José Marcelo Martins – *Insider Trading – regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais* – São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 317.

desenfreada, onde se criam leis penais para satisfazer a sociedade, sem, contudo, alterar a realidade. E Mais adiante afirma categoricamente que "*cria-se, assim, uma nova política criminal que pretende não mais proteger bens juridicos relevantes socialmente, mas apenas transmitir ilusões e falsas soluções".*[80]

E segue seu pensamento:

> O que se vê, como resultado do simbolismo penal, é a criação de normas penais ilegítimas e ineficientes, que não obedecem aos princípios penais mais comezinhos, não se acomodam às finalidades que deveriam apresentar as penas em um Estado democrático de direito, bem como não conseguem ter aplicação prática.[81]

Nessa alheta é que seria importante, apenas a título de reflexão, considerar-se e perquirir-se acerca da real necessidade do tipo penal, pois além da falta de eficácia do injusto, face as dificuldade e peculiaridades que a proibição impõe, há também os desafios do digitalizado universo das bolsas de valores com cotações de papeis e moedas de diversas nacionalidades. Sem contar a ausência de especialização e capacitação que ronda o judiciário nacional para apurar e investigar tais ocorrências.

---

7 79 PROENÇA, José Marcelo Martins – *Insider Trading – regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais* – São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 323.

8 80 ALONSO, Leonardo. *Crimes Contra o Mercado de Capitais*. 2007. Dissertação (Mestrado em Direito Penal) - Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. Disponível em: < www.teses.usp.br > Acesso em: 4-5-2011. p. 60.

8 81 ALONSO, Leonardo. Crimes Contra o Mercado de Capitais. 2007. Dissertação (Mestrado em Direito Penal) - Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. Disponível em: < www.teses.usp.br > Acesso em: 4-5-2011. p. 61

Há algo de errado na tipificação criminal da conduta ao *insider trading, o*u será que a sociedade brasileira se insere em um país onde a transparência no mercado e a ética estão, a todo o momento, presentes junto aos administradores de empresas e investidores?

3.3 Jurisprudência

Neste tópico do trabalho, visou-se dar maior ensejo aos acontecimentos na esfera nacional, bem como discutir o tema em questão, claro, dentro dos limites que uma monografia de conclusão de graduação impõe, cingindo-se nas jurisprudências brasileiras.

O crime de "uso indevido de informação privilegiada no mercado de capitais", até o presente momento, traz apenas duas sentenças, sendo uma condenatória em primeiro grau, ainda sem trânsito em julgado, e, já a outra, absolutória para alguns réus, tendo em vista a extinção da punibilidade face a prescrição punitiva, todavia seguindo seu curso normal para os demais corréus. Nessa oportunidade, focar-se-á apenas na sentença condenatória.

Cumpre relembrar que essas decisões que envolvem o delito previsto no art. 27-D da Lei n. 6.385/76, são vergastadas na esfera criminal, deixando-se aqui de analisar as decisões na esfera administrativa, as quais se encontram sob a competência da Comissão de Valores Mobiliários.

A primeira sentença penal condenatória pela conduta de *insider trading* possuiu gigantesca repercussão, tanto na mídia nacional, como também nas redes de comunicações internacional.

Isso porque, os atos tipificados como ilícitos foram praticados – em tese, uma vez que não há trânsito em julgado da decisão –, por dois empresários e um economista, todos com funções hierarquicamente superiores e com poderes de decisão (1- diretor de finanças e relações com o investidor da Sadia S.A., 2- membro do conselho de administração da Sadia S.A., e 3-

Superintendente executivo de empréstimos estruturados e gestão de portfólio do Banco ABN Amro Real S.A.), que negociaram, com suposta informação privilegiada, com duas sociedades anônimas gigantes, atuantes no setor alimentício, as quais, juntamente com outras empresas menores, associaram-se e transformaram-se no que hoje é chamada de BRF Brasil Foods, empresa que, em 2010, fechou seu faturamento em 23 bilhões de reais, sendo uma das maiores exportadoras de aves do mundo e a maior empresa em valor de mercado do ramo.[82]

Dada a tamanha repercussão e, por se encontrar intrinsecamente ligado à temática até agora proposta, caberá nesse momento pormenorizar tal acontecimento, de forma a incrementar esse trabalho com uma situação real.

As três pessoas denunciadas teriam negociado na bolsa de Valores de Nova Iorque – EUA (NYSE), grande quantia pecuniária em papéis da Perdigão S.A..

Uma das questões trabalhadas no édito condenatório foi com relação à competência da Justiça Federal para processar e julgar o feito. Não apenas o Ministério Público Federal, como também o juiz sentenciante, refutaram a tese aventada pela defesa de que o juízo processante era incompetente, e deram continuidade no seguimento do processo, sustentada como segue:

> PENAL. CONFLITO DE COMPETÊNCIA. CRIME CONTRA O MERCADO DE CAPITAIS. INTERESSE DA UNIÃO NA HIGIDEZ, CONFIABILIDADE E EQUILÍBRIO DO SISTEMA FINANCEIRO. LEI 6.385/76, ALTERADA PELA LEI 10.303/01. AUSÊNCIA DE PREVISÃO DE COMPETÊNCIA DA JUSTIÇA FEDERAL. ART. 109, IV, DA CONSTITUIÇÃO FEDERAL. APLICAÇÃO. RELEVÂNCIA DA QUESTÃO E INTERESSE DIRETO DA UNIÃO. COMPETÊNCIA DA JUSTIÇA FEDERAL.
>
> 1. O fato de tratar-se do sistema financeiro ou da ordem econômico-financeira, por si só, não justifica a competência da Justiça Federal, embora a União tenha interesse na higidez, confiabilidade e equilíbrio do sistema

82 Disponível em http://www.brasilfoods.com/paginas.cfm?area=0&sub=1 < acesso em 23-11-2011.

financeiro.

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

3. O art. 109, VI, da Constituição Federal não tem prevalência sobre o disposto no seu inciso IV, podendo ser aplicado à espécie, desde que caracterizada a relevância da questão e a lesão ao interesse da União, o que enseja a competência da Justiça Federal.

4. Conflito conhecido para declarar a competência do Juízo Federal da 2ª Vara Criminal da Seção Judiciária do Estado de São Paulo, um dos suscitados.[83] (grifou-se)

Já na seara do mérito da decisão foi abordado se, de fato, houve ou não lesão ao bem jurídico tutelado pelo tipo penal do artigo 27-D da Lei n. 6.385/1976, e interessante, foi que, mesmo em decisão inédita na jurisprudência brasileira, o togado não hesitou em aduzir que se trata de matéria controversa, colacionou alguns comentários doutrinários e, ao final, posicionou-se no entendimento de que o ponto crucial da criminalização do delito é para se garantir a confiança, fundamentando-o no princípio da transparência que há no mercado. E assevera:

É nesse princípio que garante a confiança dos investidores no mercado de capitais. Faz parte do jogo que o investidor tenha liberdade para fazer boas ou más escolhas de investimento, mas se impõe que, para que possa fazer essas escolhas, tenha conhecimento efetivo e tempestivo das informações relevantes, em igualdade de condições com os demais participantes.

A percepção de lucros é o mote que movimenta o mercado de capitais, disso não se duvida. Mas a negociação dos títulos mobiliários deve ocorrer em regime de uniformidade de informação, na medida do possível. Se as negociações se baseiam em informação privilegiada, ou seja, não disponível a

---

8 83 STJ, Conflito de Competência 2007/0081096-5. Relator Ministro Arnaldo Esteves Lima, Terceira Seção, julgado em 27-5-2009, DJe 22-6-2009.

todas as partes nas operações, faz-se presente uma grave distorção econômica.[84]

Ainda na mesma convergência, os defensores dos envolvidos alegaram que dado os acontecimentos terem ocorrido na bolsa de valores de Nova Iorque (NYSE), as condutas não teriam capacidade de lesionar o mercado de capitais brasileiro, todavia, o sentenciante não titubeou em refutar as argumentações, cravando-se no entendimento, reforçado por demonstrações gráficas colacionadas pela assistente da acusação - Comissão de Valores Mobiliários -, de que as ações mantidas no Brasil são diretamente influenciadas pelas ADRs (*American Depositary Receipt* ou, em português, recibo de ações de empresas de fora dos EUA negociadas na bolsa de Nova Iorque) na NYSE e vice-versa.

Dessa forma, apenas complementou com o artigo sexto do Código Penal, o qual reza que se considerará praticado crime no lugar em que decorreu a ação ou omissão, <u>ou também no local onde a conduta produza ou poderia ter produzido resultado</u>.

Ato contínuo, também é pormenorizado na sentença se realmente houve a subsunção dos fatos à norma penal, ou seja, se os acusados tinham a obrigação de manter sigilo, se eram detentores de alguma informação privilegiada, bem como se a utilizaram para operar com o papeis das empresas.

Nos mesmos termos em que já se expôs nesse trabalho, o julgador destacou que muito embora haja quem entenda que o crime é comum, está convencido que o sujeito ativo do tipo penal é a pessoa que, em função do cargo que ocupa, deva manter sigilo sobre determinada informação que tenha conhecimento (crime próprio) e, dessa maneira, excluiu a incidência do tipo às pessoas que eventualmente venham obter conhecimentos sigilosos, e que não

---

8 84 BRASIL. Justiça Federal, 6ª Vara Especializada em Crimes contra o Sistema Financeiro Nacional e Lavagem de Valores. Sentença de primeiro grau, autos n. 2009.61.81.005123-4, Juiz Federal Marcelo Costenaro Cavali, 16-2-2011, p. 1104/1105.

possuem obrigação de resguardá-los, todavia observando-se o que o Código Penal prevê a respeito do concurso de pessoas.

E é justamente dentro desse entendimento, já restrito apenas aos ocupantes de cargos ligados ao dever de sigilo, que estão inseridos os acusados da sentença tratada, ao menos na compreensão do julgador.

Dando continuidade, o juiz de direito em decisão passou a examinar o verbo do núcleo do tipo – utilizar – e seus elementos normativos, “mediante negociação” e “valores mobiliários”. Aduziu que o termo negociação se invoca do direito civil e que precisa ser compreendido como a realização de negocio jurídico e que o conceito de valores mobiliários (consoante também já comentado na seção 1 deste trabalho) se extrai da Lei n. 6.385/76, no seu artigo segundo, onde se encontra o rol desses títulos.

Assevera em sua fundamentação que “*a referência do tipo a ‘vantagem indevida’ deve ser compreendida como desdobramento da prática ilícita da negociação orientada por informação privilegiada*”, isto é, concebe que não é necessário que o protagonista da informação compreenda seu objetivo como sendo indevido, basta que o exerça, vez que a informação primordial foi adquirida de forma viciada.

Outro ponto importante é quanto ao elemento normativo, informação relevante. O togado recorreu-se aos conceitos expostos nos artigos 155 e 157 da Lei das Sociedades por Ações, bem como a Instrução n. 358 de 2002, da Comissão de Valores Mobiliários, todos já discorridos anteriormente.

Pelo fato de a utilização de informação relevante ter ocorrido mediante a possibilidade de oferta pública de ações a sentença traz-nos que o mencionado ato é uma proposta aos acionistas de uma determinada companhia a celebrar um contrato de compra, venda ou permuta de ações, razão pela qual o magistrado convenceu-se de que se tratava de informação privilegiada e relevante, pois capaz de alterar substancialmente o valor dos papeis em decorrência a ação da lei da oferta e da demanda.

O magistrado assevera que a mera expectativa da realização do negócio pretendido, já possuía, por si só, potencial para especulação das ações e refletindo nos valores.

Toda essas questões, ilustradas e fundamentadas com doutrinas e artigos, são expostas em setenta e quatro laudas de sentença, no entanto, não custa ressaltar novamente que tal decisão ainda não transitou em julgado, e encontra-se aguardando julgamento em grau recursal na Quinta Turma do Tribunal Regional Federal da 3ª Região, muito embora tenha contribuído de forma exemplificativa para o presente estudo.

2. CONSIDERAÇÕES FINAIS

3.

Ao longo desse trabalho pode-se demonstrar e, quem sabe até mesmo contribuir, um pouco mais sobre o assunto que envolve o personagem do *insider trading,* contido no art. 23-D, da Lei n. 6.385/76, e, de forma indireta, a respeito do ainda desconhecido pela maioria da população, incluindo os acadêmicos, o universo do mercado de capitais e o seu órgão fiscalizador – A Comissão de Valores Mobiliários.

Não se procurou esgotar aqui todas as celeumas da temática e nem mesmo tratar de questões de política criminal e, ou fatores econômicos que foram beneficiados/prejudicados com a intervenção estatal no assunto e sua repressão máxima à conduta, mas sim, trazer alguns pontos, colocar algumas interrogações quanto ao crime, definir conceitos e simplesmente informar acerca de algo que existe e que ainda é pouco explorado.

Logo na introdução desta obra, apresentou-se o assunto, sua inovação no universo jurídico nacional, bem como sua previsão legal consistente em: "*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*", demonstrando-se os termos do tipo penal e sua previsão. Em continuidade, realizou-se uma breve síntese do que se almejava trabalhar ao longo das páginas de escrita.

Na primeira seção, apresentou-se o termo estrangeiro *insider trading* e suas definições na doutrina brasileira, foi quando se chegou à compreensão de que se tratava do "crime de uso indevido de informação privilegiada no mercado de capitais", que é quando determinada pessoa, geralmente diretores e membros de alto escalão de uma empresa que, munido de uma informação que ainda não foi divulgada para o mercado, utiliza-a para obter vantagem indevida na negociação com valores mobiliários, pois quando

tornada pública refletirá consideravelmente nas cotações dos papeis que foram negociados.

Ato contínuo, no segundo tópico ainda da primeira seção, abordou-se o fundamento principal das normativas que envolvem o mercado de capitais e orienta os administradores das sociedades por ações, a saber, o princípio da *full disclosure* ou princípio da transparência. Neste, inferiu-se tratar de diretrizes de uma boa governança para os diretores de uma empresa e, ao mesmo tempo, garantia de proteção para o investidor. Isso porque, são diversos dispositivos da lei das sociedades por ações que norteiam para a transparência quando determinada companhia resolve algo de "relevante".

Já no último tópico dessa primeira parte da monografia, demonstrou-se que para dar efetividade ao princípio da *full disclosure*, é imperioso definir o conceito de "*informação relevante"* que é mencionada no tipo penal, além de se adotar diversas posturas, deveres e obrigações por parte dos gestores das sociedades anônimas.

Exibiu-se por meio dos doutrinadores que a informação relevante é aquela que ainda não foi tornada pública e que possui poder/capacidade de influir nas cotações dos valores mobiliários e deslocar seu preço, valorizando-o ou mesmo, depreciando-o.

Em um segundo momento, porém na mesma linha de pensamento, deu-se início à segunda seção do trabalho com o intuito de pormenorizar o tipo penal do "uso indevido de informação privilegiada no mercado de capitais", momento em que se elucidou o bem jurídico tutelado pelo injusto penal, bem como os sujeitos que envolvem o tipo em apreço.

Trabalhou-se as divergências de entendimento acerca do bem protegido pela norma, alguns entendendo ser a ordem econômica, o funcionamento do mercado de capitais, já outros, cingindo-se apenas na confiança e no patrimônio dos investidores.

Aproveitou-se para laborar as questões envolvendo o sujeito ativo, ocasião em que se concluiu que este abrange qualquer pessoa que se utilize de informação relevante mas que a tenha obtido por conveniência de cargo que ocupa dentro de uma empresa, geralmente ligado a funções de direção e etc. Além do mais, no tocante ao sujeito passivo, constatou-se que não há divergência, pois tutelando-se a confiança, tanto o investidor quanto a sociedade como um todo estarão assegurados.

No próximo passo, no terceiro item ainda da seção intermediária, aventou-se a questão da possibilidade do duplo apenamento envolvendo o injusto de *insider trading*, apesar do entendimento jurisprudencial tratar as esferas administrativa e judicial como independentes, bem como afirmarem que cada viés sancionatório tutelaria bens jurídicos diferentes.

Muito embora não se tenha adentrado profundamente na discussão acerca das distinções das sanções, demonstrou-se que mesmo contra a corrente do entendimento atual, há porque questionarmos as penalidades uma vez que possuem o mesmo fundamento para sua aplicação.

Um passo adiante, na derradeira seção, buscou-se inicialmente demonstrar a criminalização da conduta no direito brasileiro, e alguns de seus fundamentos econômicos, legais e, por conseqüência, também de bagagem ética.

Em um segundo item, discorreu-se acerca da Comissão de Valores Mobiliários e a prescindibilidade da tipificação criminal da conduta, situação em que se deu enfoque ao caráter sancionatório que as infrações administrativas já possuem, bem como a falsa ilusão de resolução de todos os problemas quando se inova na legislação penal.

Por fim, no desfecho da pesquisa, deu-se créditos ao único caso de aplicação do dispostivo do *insider trading* na jurisprudências nacional, tratando-se de uma sentença condenatória, que muito embora ainda não tenha transitado em julgado, serviu e orientou o estudo para uma análise do real, saindo-se do

plano doutrinário e acadêmico e adentrando-se empiricamente ao tema aqui proposto.

Ante ao exposto, percebeu-se que a intenção maior do legislador quando da criação do tipo do injusto penal, foi dar maior credibilidade ao mercado de capitais, garantir maior transparência nas operações e, dessa forma, fomentar e incentivar a circulação da moeda, fortalecendo a economia brasileira, todavia, talvez a maior indagação a ser feita é se realmente é o direito penal que deve arcar com essa incumbência, se a sua intervenção é essencial e se com ele os problemas serão solucionados, ou seja, se as operações com informações relevantes irão diminuir ou aumentar face ao novo delito.

Se para o bem ou para o mal, a questão é que o Brasil segue a corrente mundial de repressão máxima ao “uso indevido de informação privilegiada no mercado de capitais”, e caminha em busca da maior aplicabilidade dessas normas na esfera nacional.

4. REFERÊNCIAS

ALONSO, Leonardo. *Crimes Contra o Mercado de Capitais*. 2007. Dissertação (Mestrado em Direito Penal) - Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. Disponível em: < www.teses.usp.br > Acesso em: 4-5-2011.

ASSAF NETO, Alexandre. *Mercado Financeiro*. 9 ed. São Paulo: Atlas, 2009.

AVOLIO, Luiz Francisco Torquato. *A criminalização do insider trading no Brasil e seu contributo para o direito penal econômico*. Revista dos Tribunais São Paulo, RT v.850, ago. 2006, p. 441-461

BRASIL. Constituição da República Federativa do Brasil de 1988. Atualizada até a Emenda Constitucional 67. Disponível em: < http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constitui%C3%A7ao.htm >. Acesso em 8-5-2011.

_____. Justiça Federal, 6ª Vara Especializada em Crimes contra o Sistema Financeiro Nacional e Lavagem de Valores. Sentença de primeiro grau, autos n. 2009.61.81.005123-4, Juiz Federal Marcelo Costenaro Cavali, 16-2-2011.

_____. Lei n. 6.474 de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre a sociedade por ações. Disponível em: < http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6404compilada.htm>. Acesso em 8-5-2011.

_____. Lei n. 4.728 de 14 de julho de 1965. Disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento. Disponível em: < http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L4728.htm> Acesso em 8-5-2011.

_____. Lei n. 6.385 de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a comissão de valores mobiliários.

Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6385compilada.htm> Acesso em 9-5-2011.

_____. Instrução CVM nº 31, de 8 de fevereiro de 1984. Dispõe acerca da divulgação e do uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas. Disponível em: < www.cvm.gov.br > Acesso em 14-4-2011.

CABRAL, Bruno Fontenele. ***"Misappropriation theory" e "constructive insiders". Uma nova visão sobre a aplicação da teoria do "insider trading".*** Jus Navigandi, Teresina, ano 15, n. 2584, 29 jul. 2010. Disponível em: < http://jus.com.br/revista/texto/17063 >. Acesso em: 6 de abril de 2011.

CAPANO, Evandro Fabiani. *O insider trading no direito penal econômico*. Revista Criminal: Ensaios Sobre a Atividade Policial, São Paulo , v.3, n.6, p. 111-133, jan./mar.2009.

CARVALHOSA, Modesto e EIZIRIK, Nelson. A nova lei das S/A. São Paulo: Saraiva, 2002.

CASTELLAR, João Carlos. ***Insider trading*** *e os novos crimes corporativos*, Rio de Janeiro: Lumen Juris. 2008.

COELHO, Fábio Ulhoa. *Manual de DireitoComercial:* Direito de Empresa. 23. Ed. São Paulo: Saraiva, 2011.

COSTA PINTO, Frederico de Lacerda da. *O novo regime dos crimes e contra-ordenações no Código dos Valores Mobiliários*. Coimbra, Almedina, 2000.

DEL VIGNA, Marcelo. *Governança Corporativa*: Condições de financiamento e valor empresarial. IV Concurso de Monografia. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/port/Public/publ/prot_edu_publi_dir_monograficos.asp > Acesso em 14-10-2011.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de capitais – regime jurídico. Rio e Janeiro, Renovar, 2008.

FERNANDÉZ, Miguel Bajo. *Uso de Información Privilegiadas.* Disponível em: < http://www.miguelbajo.com/es/publicacion.aspx?id=1> Acesso em 1-5-2011.

GRECO, Rogério. *Curso de Direito Penal,* parte geral. 10ª edição. Rio de Janeiro: Impetus, 2008.

JOST, Mariana Silveira Martins. *Insider Trading – Uma Análise Crítica*. 74p. Monografia (Graduação em Direito) – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro: Rio de Janeiro, 2008. Disponível em: < http://www.maxwell.lambda.ele.puc-rio.br/11998/11998.PDFXXvmi=xg8Mv06Z9i3hxMEm1Of9roH1NPDHPRFo8NcEOjEZCHgauUxvKNGdcne1eSI5KouSdHw21c2DUiOpemWZaDcn1qogk8I5wQXKxvNzIPdE924no1nAFAXG2mWmujr3aqNIWCiGrwkCzp1Zroz70wO2TMpp6Sshjh0hTjZmQkZqK1pdpZlpwasrXSR4Lll6DmnwHnUzIT0tUqHlq4MXefpc9ihVEE2i2qPJOLjxFj2BLKXcOKa41BhaTA6ze9RhAI2p > Acesso em 5-5-2011.

MEZZAROBA, Orides. MONTEIRO, Cláudia Servilha. *Manual de Metodologia da Pesquisa no Direito*. 5ª Ed. Saraiva. 2009.

NUSDEO, Fábio. Curso de economia: *introdução ao direito econômico*. 6. ed. rev. e atual. – São Paulo, Revista dos Tribunais, 2010.

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

RIBEIRO, Thiago Aramizo. *Considerações acerca do bem jurídico do crime de insider tranding e sua tutela de perigo abstrato*. Revista do curso de Direito de Pato de Minas. Disponível em: < http://ensaiojuridico.unipam.edu.br/index.php?

option=com_content&view=article&id=8%3Aensaio-juridico-n-1-ano-1-out-2010&catid=1&Itemid=6 > Acesso em 29-6-2011.

RUIVO DOS SANTOS, Marcelo Almeida. *Bem jurídico e Técnica de Tutela: Limites Materiais para a Constitucionalidade do Ilícito de Gestão Fraudulenta.* Dissertação de Mestrado apresentada na PUCRS, sob orientação do Prof. Dr. Emil Albert Sobottka e Prof. Dr. Fábio Roberto Dávila, 2008.

SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe. *A racionalidade econômica do combate ao insider trading:* assimetria de informação e dano ao mercado. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo , v.147, p. 42-54, jul./set.2007.

SILVA, Edemilson Mendes da. **"Insider trading". *Uso indevido de informação privilegiada:* modalidade delitiva prevista no art. 27-D da Lei nº 6.385/1976.** Jus Navigandi, Teresina, ano 16, n. 2839, 10 abr. 2011. Disponível em: http://jus.com.br/revista/texto/18869. Acesso em: 8 maio 2011.