

**UNIVERSIDADE METODISTA DE PIRACICABA - UNIMEP**  
**FACULDADE DE DIREITO**  
**PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM DIREITO**

**William de Almeida Vieira**

**O *insider trading* e a tutela penal do mercado de capitais**

**PIRACICABA**

**2020**

**William de Almeida Vieira**

**O *insider trading* e a tutela penal do mercado de capitais**

Dissertação apresentada como exigência parcial para a obtenção do grau de Mestre em Direito pela Universidade Metodista de Piracicaba – UNIMEP, sob orientação do Professor Doutor José Antonio Remedio.

**Piracicaba**

**2020**

A dissertação de mestrado intitulada: “O *insider trading* e a tutela penal do mercado de capitais”, elaborada por WILLIAM DE ALMEIDA VIEIRA, foi apresentada e aprovada em 06 de novembro de 2020, perante banca examinadora composta por

---

**Prof. Dr. José Antonio Remedio**  
**Orientador e Presidente da Banca Examinadora**

---

**Profa. Dra. Angélica Lucía Carlini**

---

**Prof. Dr. José Renato Martins**

**Programa:** Pós-graduação em Direito

**Área de Concentração:** Direitos fundamentais coletivos e difusos.

**Linha de Pesquisa:** Proteção dos direitos fundamentais coletivos e difusos na contemporaneidade.

À Sandra Pontes Melaré, minha esposa, companheira de vida,  
por tudo que significa em meu caminho; pela grandeza,  
genuinidade, singular carinho, amor, pela dedicação e  
confiança, por sempre ter me dado tanto apoio e estrutura para  
perseguir este projeto, com muito carinho, a minha incalculável  
e interminável gratidão.

À minha mãe, Gilda Maria de Almeida Vieira, ao meu Pai,  
Walter Vieira, o meu muito obrigado por todo apoio nesta  
jornada, por todo suporte, pelo amor e carinho a mim  
reservado.

À minha sogra, Cleuza Fogaça de Pontes Melaré, ao meu  
sogro, Arnaldo Antônio Melaré, agradeço por todo apoio  
empenhado.

A todos vocês, dedico este trabalho.

## AGRADECIMENTOS

Certamente, esta dissertação não poderia ter sido finalizada sem o estímulo e o auxílio de algumas pessoas fundamentais. Sem a pretensão de enumerar todos aqueles que, de alguma forma, me ajudaram no crescimento e desenvolvimento acadêmico e pessoal ao longo destes anos, devo agradecer algumas pessoas especiais.

Em primeiro lugar, a todos os colaboradores da Universidade Metodista de Piracicaba que, de forma belíssima, no exercício de suas funções, desenvolveram um papel fundamental na minha pesquisa. Agradeço pela atenção e dedicação dispensada por todos.

Ao meu orientador, Professor Doutor José Antonio Remedio, por ter participado no meu desenvolvimento profissional, por ter orientado de forma brilhante o desenvolvimento desta pesquisa. Muito obrigado pelos conselhos da vida toda.

Ao Professor Doutor José Renato Martins, por todo suporte e apoio na pesquisa, por todos os ensinamentos e por toda a paciência e compreensão nos momentos difíceis ao longo destes dois últimos semestres.

À Professora Doutora Manuela Cibim Kallajian, por exercer de maneira impecável, íntegra e justa a coordenação curso de Mestrado em Direito.

Professor Doutor Dorival de Freitas Júnior, Professor Doutor Eduardo Luís Leite Ferraz, Professor Doutor Paulo Affonso Leme Machado, Professora Doutora Vivian de Almeida Gregori Torres, a todos vocês, meu muito obrigado.

Por fim, agradeço ao Professor Mestre Ramon Alonço, pelo incentivo a cursar o mestrado em Direito, e a todos da Faculdade Santa Lúcia, por todo aprendizado.

*“A árvore que não dá fruto  
É xingada de estéril.  
Quem examinou o solo?*

*O galho que quebra  
É xingado de podre, mas  
Não haveria neve sobre ele?*

*Do rio que tudo arrasta  
Se diz que é violento  
Ninguém diz violentas  
Às margens que o cerceiam”*

*Bertolt Brecht*

## RESUMO

Nos últimos anos, o mercado de capitais brasileiro entrou em rota de expansão, o que leva as empresas a abrirem seu capital por meio de oferta de ações ao público em geral. No entanto, este movimento econômico precisa contar com um mercado de capitais confiável e justo, com a informação transmitida a todos de maneira transparente. Nesse contexto, onde as sociedades anônimas são protagonistas nos mercados de capitais, e, à vista disso, do desenvolvimento econômico, surge a necessidade de uma política intervencionista estatal, através de normas de organização de mercado, entre elas o *insider trading*. O uso indevido de informação privilegiada (*insider trading*), é ilícito de imódic potencial danoso, por impactar o mercado de capitais como um todo, afetando a confiança dos investidores. O presente trabalho tem como objetivo analisar a utilização de informações privilegiadas no mercado de capitais, identificando os principais aspectos do ilícito – combatido em diversos países do mundo. Para tanto, apresenta-se a evolução do intervencionismo do Estado no domínio econômico e o desenvolvimento da criminalidade na economia globalizada, além da relação do mercado de capitais com a economia. Expõe-se, ainda, o conceito e os elementos para caracterização do *insider trading*. Também, aponta-se a evolução do regime jurídico pátrio e, na lei do mercado de capitais, instrumentos atribuídos pelo legislador brasileiro à Comissão de Valores Mobiliários para o combate do ilícito. Exibe-se a experiência norte-americana acerca do *insider trading*, comparando as soluções desenvolvidas ao mercado de capitais brasileiro. Por fim, aponta-se a expansão do direito penal no mercado de capitais, em busca da tutela do desenvolvimento econômico. Para a pesquisa, utilizou-se o método hipotético-dedutivo, com base na legislação, doutrina e jurisprudência.

Palavras-chave: Intervenção estatal. Economia. Mercado de capitais. Direito penal econômico. *Insider trading*. Informação Privilegiada.

## ABSTRACT

In recent years, the Brazilian capital market has entered an expansion route, which leads companies to go public by offering shares to the general public. However, this economic movement needs to have a reliable and fair capital market, with information transmitted to all in a transparent manner. In this context, where public limited companies are protagonists in the capital markets, and, in view of this, of economic development, there is a need for a state interventionist policy, through market organization rules, including insider trading. The improper use of insider trading is illicit with a potentially damaging potential, as it impacts the capital market as a whole, affecting investor confidence. Thus, the present work aims to analyze the use of privileged information in the capital market, identifying the main aspects of the illicit - combated in several countries in the world. For that, it presents the evolution of state interventionism in the economic domain and the development of crime in the globalized economy, in addition to the relationship between the capital market and the economy. The concept and elements for characterizing insider trading are also exposed. Also, the evolution of the national legal regime is pointed out and, in the capital market law, instruments attributed by the Brazilian legislator to the Brazilian securities and exchange commission to combat the illicit. The North American experience on insider trading is shown, comparing the solutions developed to the Brazilian capital market. Finally, there is the expansion of criminal law in the capital market, in search of protection of economic development. For research, empirical methods were used, as well as the historical one.

Keywords: State intervention. Economy. Capital market. Economic criminal law. Insider trading. Privileged information.



## LISTA DE ABREVIATURAS

ADC	Ação Declaratória de Constitucionalidade
ADI	Ação Direta de Inconstitucionalidade
ADPF	Arguição de Descumprimento de Preceito Fundamental
B3 S.A.	Brasil, Bolsa, Balcão
BACEN	Banco Central do Brasil
BM&F	Bolsa Mercantil e Futuros
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
BOVESPA	Bolsa de Valores de São Paulo
CC	Código Civil
CDC	Código de Defesa do Consumidor
CMN	Conselho Monetário Nacional
CP	Código Penal
CPC	Código de Processo Civil
CPP	Código de Processo Penal
CRFB/88	Constituição da República Federativa do Brasil de 1988
CRSFN	Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
EC	Emenda Constitucional
LSA	Lei das Sociedades Anônimas (Lei nº. 6.404/1976)
MP/RJ	Ministério Público do Estado do Rio de Janeiro
MP/SP	Ministério Público do Estado de São Paulo
MPF	Ministério Público Federal
PAS	Processo Administrativo Sancionador
RE	Recurso extraordinário
REsp	Recurso especial
S/A	Sociedade Anônima
SEC	<i>Securities and Exchange Commission</i>
STF	Supremo Tribunal Federal
STJ	Superior Tribunal de Justiça

## SUMÁRIO

<b>INTRODUÇÃO</b> .....	<b>1</b>
<b>1. A INTERVENÇÃO DO ESTADO NO MERCADO DE CAPITAIS</b> .....	<b>4</b>
1.1. A intervenção do estado no domínio econômico .....	4
1.1.1. Do liberalismo ao intervencionismo estatal na economia.....	4
1.1.2. Do intervencionismo estatal à economia globalizada .....	8
1.1.3. Da criminalidade na economia globalizada.....	12
<b>1.2. Ordem econômica constitucional brasileira</b> .....	<b>20</b>
<b>1.3. O sistema financeiro nacional</b> .....	<b>25</b>
1.3.1. Subsistemas financeiros .....	26
1.3.2. O mercado financeiro nacional.....	28
<b>1.4. Mercado de capitais e a economia</b> .....	<b>29</b>
1.4.1. O mercado de capitais .....	29
1.4.2. Mercado de bolsa e mercado de balcão .....	35
1.4.2.1. Bolsa de valores.....	35
1.4.2.2. O novo mercado.....	38
1.4.2.3. Mercado de balcão.....	39
1.4.3. Mercado primário e secundário de capitais .....	40
1.4.4. Mercado de capitais e desenvolvimento econômico.....	43
<b>1.5. O sistema do mercado de capitais no direito comparado</b> .....	<b>47</b>
1.5.1. A repressão ao <i>insider trading</i> nos estados unidos da américa.....	48
1.5.1.1. Seção 16 (b) da <i>securities exchange act</i> , de 1934.....	50
1.5.1.2. Regra 10 b-5 <i>securities exchange act</i> , de 1942 .....	52
1.5.1.2.1. <i>Cady, roberts &amp; company</i> .....	54
1.5.1.2.2. <i>Texas gulf sulphur company</i> .....	56
1.5.2. Evolução recente da legislação americana .....	58
<b>2. O INSIDER TRADING NO REGIME JURÍDICO BRASILEIRO</b> .....	<b>60</b>
<b>2.1. Conceito de <i>insider trading</i></b> .....	<b>61</b>
<b>2.2. Regime jurídico na década de 1960</b> .....	<b>62</b>
<b>2.3. Regime jurídico da lei das sociedades anônimas</b> .....	<b>65</b>
2.3.1. Dever de diligência ( <i>duty of care</i> ) .....	67
2.3.2. Dever de lealdade ( <i>duty of loyalty</i> ).....	69
2.3.3. Dever de informar ( <i>duty of disclosure</i> ) .....	76

<b>2.4.</b>	<b>Regime jurídico da lei do mercado de capitais .....</b>	<b>82</b>
2.4.1.	Criação da comissão de valores mobiliários .....	83
2.4.1.1.	Competência normativa da comissão de valores mobiliários .....	85
2.4.1.2.	Competência fiscalizadora da comissão de valores mobiliários .....	86
2.4.1.3.	Competência punitiva da comissão de valores mobiliários .....	87
2.4.2.	Tipificação de novos crimes contra o mercado de capitais .....	90
<b>2.5.</b>	<b>Regulamentos de combate do <i>insider trading</i> .....</b>	<b>92</b>
2.5.1.	A instrução CVM n.º 8, de 1979 .....	92
2.5.2.	A instrução CVM n.º 31, de 1984 .....	93
2.5.3.	A instrução CVM n.º 358, de 2002 .....	94
2.5.4.	A instrução CVM n.º 400, de 2003 .....	96
2.5.5.	A instrução CVM n.º 607, de 2019 .....	97
<b>3.</b>	<b>A CRIMINALIZAÇÃO DO <i>INSIDER TRADING</i> .....</b>	<b>100</b>
<b>3.1.</b>	<b>Globalização, expansão do mercado de capitais e incremento do direito penal econômico .....</b>	<b>100</b>
<b>3.2.</b>	<b>O crime do <i>insider trading</i> – artigo 27-D da Lei n.º 6.385/76 .....</b>	<b>104</b>
3.2.1.	A repressão ao <i>insider trading</i> no brasil e a experiência do superior tribunal de justiça .....	107
3.2.1.1.	Caso sadia e perdigão .....	107
3.2.1.2.	Caso do banco real .....	110
3.2.1.3.	Caso eike batista .....	113
3.2.1.4.	Caso da JBS .....	115
3.2.2.	Limites conceituais configuradores do <i>insider trading</i> .....	120
3.2.2.1.	Informação relevante e sua relação com valores mobiliários .....	120
3.2.2.2.	Caráter não público da informação .....	123
3.2.2.3.	Capacidade de influenciar o preço das ações .....	125
3.2.2.4.	Caráter concreto da informação .....	126
3.2.3.	Construção típica .....	128
3.2.3.1.	Delito de perigo abstrato .....	128
3.2.3.2.	Sujeitos do delito .....	132
3.2.3.3.	Norma penal em branco .....	135
3.2.4.	<i>Insider trading</i> : autêntico <i>white collar crime</i> ? .....	138
<b>3.3.</b>	<b>O bem jurídico tutelado pela incriminação do <i>insider trading</i> .....</b>	<b>141</b>
<b>3.4.</b>	<b>A legitimidade da tutela penal do <i>insider trading</i> .....</b>	<b>146</b>

<b>CONSIDERAÇÕES FINAIS.....</b>	<b>155</b>
<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>158</b>

## INTRODUÇÃO

Desde o início da civilização moderna, há relatos de transações financeiras entre as pessoas. A adesão ao capitalismo por grande parte dos países e, por conseguinte, à globalização, abriu caminho para a circulação de riquezas.

Em que pesem as críticas feitas por aqueles que a considera como uma nova forma do imperialismo, a globalização é um fato econômico que se deve observar. Neste sentido, bom lembrar que o atual mercado de capitais globalizado, é uma importante fonte de aplicação de recursos financeiros, fundamental para o desenvolvimento das empresas, logo, de todo o país.

No entanto, as empresas que ofertam e negociam suas ações no mercado de capitais, estão preocupadas com a transparência, com as informações ao mercado e com a divulgação de todos os fatos relevantes ocorridos.

À vista disso, necessário o estudo da efetividade da repressão ao *insider trading* (também chamado de uso indevido de informação privilegiada) em um mercado de valores global, por meio da análise da qualidade técnico-jurídica do arcabouço legal que sustenta este sistema. O uso indevido de informação privilegiada é um dos ilícitos mais graves no mercado de capitais e, por isso, tem sido enfrentado com rigor e preocupação pelos órgãos regulatórios por todo o mundo. Isso porque o *insider trading* fere um dos princípios mais relevantes do mercado de capitais: a confiança dos investidores.

Neste intento, no primeiro capítulo, a pesquisa partir-se-á da intervenção do Estado no mercado de capitais. Diante das relações econômicas mundiais ao longo dos últimos cinco séculos, pretende-se demonstrar a evolução da intervenção estatal, marcada por um Estado de quase completo abstencionismo a um Estado interventor, passando pelo liberalismo ao intervencionismo estatal na economia.

Busca-se abordar a criminalidade na economia globalizada, uma vez que globalização econômica é um fenômeno econômico que se define pela facilidade das transações comerciais e ampliação dos mercados, fato que determina certa facilidade ao cometimento de delitos econômicos.

Almeja-se, também, analisar a tutela dos bens jurídicos de natureza econômica, por meio de normas penais, sancionadoras das condutas infratoras das regras

pertinentes ao funcionamento do mercado de capitais, que flutuam no campo do Direito penal econômico.

Neste sentido, pretende-se tratar da introdução do constitucionalismo econômico no Brasil, do funcionamento do sistema financeiro nacional e seus desdobramentos; analisar a relação do mercado de capitais com a economia, verificando sua origem, conceito e sua importância para o desenvolvimento financeiro do país.

No segundo capítulo, a pesquisa tem por objetivo analisar, na esfera da regulação do mercado de capitais brasileiro, a evolução à repressão ao *insider trading*, não perdendo de vista os princípios consagrados na legislação societária: dever de diligência, de lealdade e de informar. Todavia, para realização desta análise, pretende-se demonstrar a evolução dos instrumentos jurídicos relacionados com a punição do ilícito de uso de informação privilegiada.

Dessa perspectiva, busca-se abordar o conceito de *insider trading*, além de trazer à baila as duas categorias de *insiders*: os *insiders* primários e os *insiders* secundários. Almeja-se analisar a tipificação de novos crimes contra o mercado de capitais em leis esparsas, como também os regulamentos de combate ao *insider trading* – de competência normativa da comissão de valores mobiliários.

Na sequência, no terceiro e último capítulo, pretende-se analisar a criminalização do *insider trading*, uma vez que um dos pontos mais importantes da regulação do mercado é o que diz respeito à repressão ao uso de informações privilegiadas, um dos mais graves exemplos dos problemas do mecanismo societário nas companhias de mercado, ocorrida na economia moderna.

Por ser o direito comparado meio para entender e avaliar melhor os diversos sistemas jurídicos, e, dessa forma, reconstitui os traços fundamentais do direito na civilização atual, almeja-se perquirir a repressão ao *insider trading* nos Estados Unidos da América. Para isto, busca-se sondar a origem da criminalização dessa conduta no Direito norte-americano e a adoção de uma legislação repressora ao *insider trading* na legislação de mercado.

Quanto ao mercado de capitais no Brasil, deseja-se expor a expansão do direito penal acerca da prática do *insider trading* e suas implicações na esfera penal. Para tanto, busca-se trazer o tema sociedade mundial de risco – que representa uma verdadeira quebra paradigmática ocorrido nas relações sociais nas últimas décadas.

Por fim, planeja-se analisar o crime do *insider trading* previsto na Lei n.º 6.385/76, em seu artigo 27-D, os limites conceituais configuradores do delito (informação relevante e sua relação com valores mobiliários, caráter não público da informação, capacidade de influenciar o preço das ações), além do momento consumativo, o bem jurídico tutelado e a legitimidade da tutela penal incriminação do *insider trading*.

Para a pesquisa, utilizou-se método hipotético-dedutivo, com base na legislação, doutrina e jurisprudência, bem como o histórico, para explorar todos os aspectos do tema, inclusive, no contexto global.

## 1. A INTERVENÇÃO DO ESTADO NO MERCADO DE CAPITAIS

As relações econômicas mundiais, ao longo dos últimos cinco séculos, foram marcadas pela intervenção estatal, apresentando algumas variações, principalmente no que diz respeito à intensidade e às formas de atuação. Passou-se de um Estado marcado por um quase completo abstencionismo a um Estado interventor, e, nos últimos anos do século passado, houve certa flexibilização nessa interferência<sup>1</sup>.

A realidade econômica é tão ampla e complexa que dela surgem uma infinidade de problemas de grande transferência que são confrontados com uma repressão legislativa que alega dar plena satisfação aos requisitos mais elementares de uma lei criminal ajustada ao Estado de Direito<sup>2</sup>.

Porém, ao se tratar de Estado, inevitável que logo venha à tona a insensibilidade e a aversão, ao passo que, no decorrer da história, seu poder esteve diretamente ligado com a ideia de abuso e com sua desprezível manutenção. Do mesmo modo, não há como se tratar de Estado sem um marco histórico – sempre tendo como parâmetro principal a liberdade<sup>3</sup>.

O estudo sobre a origem da regulação estatal da economia denota o momento de transição da ordem econômica de modelo liberal para o modelo intervencionista, por força do qual o Estado passa a interferir de forma mais intensa nas relações econômicas<sup>4</sup>.

### 1.1. A intervenção do estado no domínio econômico

#### 1.1.1. Do liberalismo ao intervencionismo estatal na economia

---

<sup>1</sup> CORSETTI, Michelangelo. *Insider trading: informação privilegiada – o uso indevido no mercado de capitais*. Curitiba: Juruá, 2013, p. 19.

<sup>2</sup> Redação original: *La realidad económica es tan amplia y compleja que de ella surgen multitud de problemas de gran transferencia a los que se hace frente con una represión legislativa que reclama dar plena satisfacción a las más elementales exigencias de un Derecho penal ajustado al Estado de Derecho*. INIESTA, Diego. José. Gómez. La utilización abusiva de información privilegiada em el mercado de valores. Tese (Doutorado em Direito) – Facultad de derecho, Universidad de Castilla-La Mancha, Albacete, 1995, p. 2.

<sup>3</sup> MIKALOVSKI, Algacir. Crimes contra o mercado de capitais: bem jurídico, tipos e investigação. Curitiba: Juruá, 2014, p. 65.

<sup>4</sup> PROENÇA, José Marcelo Martins. *Insider trading: regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 149.



Após um longo processo de manutenção, o século XVII viu surgir o Estado moderno. Até então, poder-se-ia dizer que havia uma ordenação moral da economia; o trabalho era apenas um instrumento para a satisfação das necessidades primárias<sup>5</sup>.

O Estado moderno surge como Estado burguês, quando o poder real nele se transforma - monopolizadamente consolidado. Em um primeiro momento, o monopólio das armas e do poder militar passou de todo o estado nobre para as mãos de um único membro, o príncipe ou rei que podia manter o maior exército, apoiado na renda tributária de toda a região<sup>6</sup>.

Observa-se que o que caracteriza a sociedade moderna, permitindo o aparecimento do Estado moderno, como burguês, é a divisão do trabalho e a monopolização da tributação e da força física<sup>7</sup>. Inicialmente, o rei detinha esses dois monopólios: pessoais e privados<sup>8</sup>.

A mudança no perfil do Estado moderno foi considerada o marco, nos países do ocidente, do que viria a ser o estado do bem-estar. A isso é forçoso acentuar que a tomada do poder pelos comunistas, na União Soviética e mais tarde no leste Europeu, equivaleu a uma absorção pelos Estados da atividade econômica, passando então as constituições filiadas a essa ideologia a conterem o tema econômico em dispositivos expressos<sup>9</sup>.

Impunham-se Estados fortes e absolutos, que consolidassem a expansão do capitalismo, mediante a criação dos espaços coloniais, do controle do comércio internacional e da proteção das economias nacionais. O nascimento do Estado Moderno coincide com o fortalecimento das monarquias absolutas que “só foram alcançados em virtude de uma aliança com a alta burguesia”<sup>10</sup>.

Na monarquia absoluta o governo consistia em um monopólio pessoal de um único indivíduo. Com a emergência do Terceiro Estado, a burguesia ter-se-ia operado a transformação dos monopólios pessoais em monopólios públicos<sup>11</sup>. Promovendo a política mercantilista, intervindo na ordem econômica, uma vez consolidado o poder

---

<sup>5</sup> CORSETTI, 2013, p. 21; 22.

<sup>6</sup> GRAU, Eros Roberto. A ordem econômica na constituição de 1988: (interpretação crítica). 19. ed. São Paulo: Malheiros, 2018, p. 14.

<sup>7</sup> MIKALOVSKI, 2014, p. 65.

<sup>8</sup> GRAU, 2018, p. 14.

<sup>9</sup> BASTOS, Celso Ribeiro. Curso de direito econômico. São Paulo: Celso Bastos Editor, 2003, p. 71 – 72.

<sup>10</sup> LEÃES, Luís Gastão. Mercado de capitais e “*insider trading*”. São Paulo: Revista dos tribunais, 1982, p. 5.

<sup>11</sup> GRAU, 2018, p. 14; 15.

econômico do Terceiro Estado, a este se tornava impossível tolerar a autoridade política nas mãos de um príncipe guardião da antiga ordem jurídica e social<sup>12</sup>.

A fim de alforriar-se politicamente e resolver de vez a contradição entre o poder econômico auferido e a sujeição política a que fora reduzida, a burguesia voltar-se-ia contra a realeza, até promover-lhe a queda, com a Revolução Francesa, em 1789<sup>13</sup>.

A Revolução de 1789 permitiu a sua abertura, de modo que, parecendo a monarquia, “os monopólios da força física e da tributação foram transferidos ao controle institucionalmente garantido de amplas classes sociais”<sup>14</sup>. O Estado capitalista liberal viria, através da Revolução Francesa, consagrar o poder político da burguesia. “O movimento de 1789, deve ser tomado por fronteira histórica onde começou irretorquivelmente o poder político e social da burguesia insurreta<sup>15</sup>.

O liberalismo econômico surge como ideal de organização econômica da sociedade com teóricos do século XVIII, inspirado nos interesses de expansão e desenvolvimento da nascente indústria de produção em escala na Europa<sup>16</sup>.

As primeiras constituições que refletiam o pensamento liberal do final do século XVIII, tinha como “princípio o *laissez faire, laissez passer*, e como expoentes Adam Smith e John Locke”. Tal pensamento preconizava a não intervenção do Estado na atividade econômica, pois o mercado a regulava por si próprio, de acordo com a lei da oferta e da procura, pela “mão invisível” de que fala Adam Smith<sup>17</sup>.

Podemos destacar duas das principais conclusões de Smith sobre o papel do Estado em relação às atividades econômicas:

[...] a primeira, seria o entendimento de que o indivíduo teria capacidade superior à do Estado em dirigir seus próprios negócios. A segunda, seria de que é quase impossível, além de desnecessário, que um estadista mantivesse o controle de toda a atividade econômica. Além disso, via na política econômica dos governos de sua época um obstáculo para o desenvolvimento econômico e para o progresso da nação<sup>18</sup>.

---

<sup>12</sup> LEÃES, 1982, p. 6; 7.

<sup>13</sup> LEÃES, 1982, p. 6.

<sup>14</sup> GRAU, 2018, p. 14.

<sup>15</sup> LEÃES, 1982, p. 6; 7.

<sup>16</sup> AGUILLAR, Fernando Herren. Direito econômico – do direito nacional ao direito supranacional. 2 ed. São Paulo: Atlas, 2009, p. 62.

<sup>17</sup> BASTOS, 2003, p. 71.

<sup>18</sup> CORSETTI, 2013, p. 25.

O Estado liberal caracterizava-se por procurar garantir ao máximo a liberdade individual frente ao Estado. Seu pressuposto fundamental estava no fato de que quanto menor a presença estatal, maior a possibilidade de se alcançar o bem-estar comum. Quanto menos Estado, melhor. Competiria ao Estado apenas garantir as condições para que o sistema econômico se desenvolva livremente<sup>19</sup>.

Muito embora o progresso e o desenvolvimento da atividade econômica tivessem sido notáveis, os aproximadamente 150 anos de vivência do sistema liberal produziram um quadro política e socialmente conturbado, acabando por trazer à mostra importantes falhas, inoperacionalidades ou imperfeições. O mercado não conseguiu concatenar todas as suas interações, por não ser dotado de algumas propriedades que lhe foram atribuídas pelo liberalismo<sup>20</sup> - “associadas à incapacidade de autorregulação dos mercados”<sup>21</sup>.

No entanto, por ocasião da I Guerra Mundial (1914-1918), os países necessitaram retomar o controle da economia, já regida pelo pensamento liberal, para suportar os esforços da guerra - ganha corpo a democracia, com ambições também na área econômica e social. Ela traz em sua essência a consagração dos direitos econômicos e sociais, até então desprezados. Tal preocupação reflete-se claramente na Constituição de Weimar de 1919 e na Mexicana de 1917, que tratou expressamente de diversos aspectos da atividade econômica, abandonando a concepção liberal-democracia para instituírem a socialdemocracia<sup>22</sup>.

O marco do intervencionismo na esfera econômica se constituiu com a edição da Constituição de Weimar (1919), visando a construção de um Estado de cunho social, formato que influenciou Cartas elaboradas posteriormente, como a Constituição brasileira de 1934. O decreto contra o abuso do poder econômico de 1923, é um caso típico da legislação (penal) econômica da República de Weimar que historicamente surgiu como um estado econômico (*Wirtschaftsstaat*) – Tiedemann. O liberalismo do *laissez-faire* transformava-se por meio da ideia de Estado preocupado com o bem-estar social<sup>23</sup>.

---

<sup>19</sup> MIKALOVSKI, 2014, p. 66.

<sup>20</sup> PROENÇA, 2005, p. 151.

<sup>21</sup> GRAU, 2018, p. 20.

<sup>22</sup> BASTOS, 2003, p. 71 – 72.

<sup>23</sup> ARAÚJO, Marina Pinhão Coelho; SOUZA, Luciano Anderson de Souza. (Coord.) Direito penal econômico: leis penais especiais. Vol. 1. São Paulo: Revista dos tribunais, 2019, p. 20.

Vale lembrar que o bem-estar idealizado pelo liberalismo não foi entregue a todos, mesmo diante do livre jogo das forças econômicas. Por exemplo, a liberdade de contratar entre empregado e empregador era apenas aparente em função do desequilíbrio de forças entre os dois polos. Em muitas áreas, a presença do Estado acabou imprescindível para suprir as omissões ou coibir os abusos praticados para alcançar os objetivos econômicos<sup>24</sup>.

### 1.1.2. Do intervencionismo estatal à economia globalizada

Mais tarde, de modo mais destrutivo para a reputação do capitalismo, nos Estados Unidos, veio a patentemente insana especulação imobiliária, na Flórida, a crescente influência das empresas, da indústria e a explosão do mercado de ações no final dos anos 20. Houve então o *crash* da Bolsa de 1929, com repercussões mundiais, e a Grande Depressão, que durou dez longos anos<sup>25</sup>.

A Grande Depressão de 1929/1931, fez com que alguns traços típicos das fases de contrações cíclicas do capitalismo se destacassem de maneira extremamente intensa e generalizada. Novas relações se estabeleceram entre países industriais e os países agrícolas; as correntes de intercâmbio comercial entre países velhos e novos foram perturbadas e a economia europeia separou-se do mercado russo. “Convenhamos que tais condições nada tinham em comum com as condições normais de funcionamento do capitalismo”<sup>26</sup>.

Além disso, o impacto da industrialização e os graves problemas sociais e econômicos que a acompanharam as doutrinas socialistas e a comprovação de que a consagração formal de liberdade e igualdade não gerava a garantia do seu efetivo gozo, acabaram, já no decorrer do século XIX, gerando amplos movimentos reivindicatórios<sup>27</sup>.

---

<sup>24</sup> BASTOS, 2003, p. 73.

<sup>25</sup> GALBRAITH, John Kenneth. A economia das fraudes inocentes: verdades para o nosso tempo. Tradução Paulo Antheo Soares Barbosa. São Paulo: Companhia das letras, 2004, p. 21.

<sup>26</sup> LEÃES, 1982, p. 12.

<sup>27</sup> SARLET, Ingo Wolfgang; MARINONI, Luiz Guilherme; MITIDIERO, Daniel. Curso de direito constitucional. 6. ed. São Paulo/SP: Saraiva, 2017, p. 301.

Observa-se que o sistema liberal, embora apto a resolver muitos problemas, mostrou-se inadequado nos momentos de crise<sup>28</sup>. Estava bem óbvio que o capitalismo não funcionava e não podia ser aceito<sup>29</sup>.

Diante do cenário do pós crise de 29, contudo, a necessidade de maior intervenção do Estado na economia se tornou manifesta, especialmente para evitar um novo colapso econômico. Ao retomar as rédeas da economia, os Estados passaram a assegurar uma série de prestações sociais, visando à obtenção de uma maior produtividade, de uma melhor redistribuição de ingresso e de um aumento do poder de compra dos trabalhadores. “Buscava-se, através dos gastos públicos, favorecer a adaptação do consumo de massas ao incremento da produtividade<sup>30</sup>.

Destarte, ao Estado foi atribuído um comportamento ativo: não mais a evitar a intervenção na esfera da liberdade individual,” mas, sim, na lapidar formulação de Celso Lafer, de propiciar um direito de participar do bem-estar social”<sup>31</sup>. Nesse contexto surge o Estado social ou *Welfare State*, constituindo um Estado prestador de bens e serviços, visando garantir a existência digna da população<sup>32</sup>.

Vale destacar que esses direitos fundamentais, que embrionária e isoladamente já haviam sido contemplados nas Constituições francesas de 1793 e 1848, na Constituição brasileira de 1824 e na Constituição alemã de 1849, asseguraram ao indivíduo direitos a prestações sociais por parte do Estado, como prestações de assistência social, saúde, educação, habitação, garantias das relações de trabalho, garantia do meio ambiente, etc., “revelando uma transição das liberdades formais abstratas para as liberdades materiais concretas, utilizando-se a formulação preferida na doutrina francesa”<sup>33</sup>.

Em um momento de crise do sistema econômico capitalista – a mais grave até então –, é significativo o papel de John Maynard Keynes. Sua obra principal, a Teoria Geral do Emprego, do Dinheiro e do Juro, o autor trata do papel da demanda como sustadora do nível de atividade econômica, reposicionando o Estado dentro da economia. Observa-se que a taxa de lucros do setor privado depende de despesas

---

<sup>28</sup> MAGANO, Octávio Bueno. Introdução ao direito econômico. São Paulo: Editora Juriscredi, 1973, p. 17.

<sup>29</sup> GALBRAITH, 2004, p. 21.

<sup>30</sup> BASTOS, 2003, p. 44 – 45.

<sup>31</sup> SARLET; MARINONI; MITIDIERO, 2017, p. 301 – 302.

<sup>32</sup> CORSETTI, 2013, p. 27.

<sup>33</sup> SARLET; MARINONI; MITIDIERO, 2017, p. 342.

governamentais destinadas a sustentar essa demanda. Com isso, abria-se o caminho para que o Estado, com apoio da classe dominante, ampliasse decididamente suas funções passando a intervir de forma decisiva na econômica. “Assim, praticamente todas as políticas postas em ação, desde o *new deal*<sup>34</sup> rooseveltiano até os nossos dias, são de clara inspiração Keynesiana”<sup>35</sup>.

Desse jeito, o Estado reingressa no panorama econômico mediante a edição de normas de caráter geral e regulamentar. Iniciou-se o fenômeno da intervenção do Estado na economia, ou no domínio econômico, embora cercadas de cautelas para limitar a ação estatal ao estritamente necessário, a fim de suprir as disfunções maiores do sistema sem, contudo, tolher-lhe a autonomia de funcionamento<sup>36</sup>.

Esta intervenção estatal, contudo, de acordo com os ensinamentos de Grau, podem ser divididas em três modalidades: intervenção por absorção ou participação; intervenção por direção e intervenção por indução.

Na intervenção por absorção ou participação, o Estado intervém no domínio econômico como agente econômico. Quando o faz por absorção, o Estado assume integralmente o controle dos meios de produção – atua em regime de monopólio; por participação, assume parcela do controle dos meios de produção – atua em regime de competição com empresas privadas<sup>37</sup>.

Na intervenção por direção e intervenção por indução, o Estado intervirá sobre o domínio econômico como regulador dessa atividade. Quando faz por direção, o Estado exerce pressão sobre a economia, determinando mecanismos e normas de comportamento para os sujeitos da atividade econômica; por indução, manipula os instrumentos de intervenção em concordância e na equivalência das leis que regem o funcionamento do mercado<sup>38</sup>.

Dessa forma, o Estado retorna à economia, partindo como normatizador das relações econômicas, em face da incapacidade de auto regulação do mercado, impondo ao sistema padrões de desempenho coerente com preferências politicamente definidas<sup>39</sup>.

---

<sup>34</sup> Nesse cenário, destaca-se a legislação reguladora do mercado de capitais norte americano, Securities Act, de 1933, e a Securities and Exchange Act, de 1934.

<sup>35</sup> LEÃES, 1982, p. 13.

<sup>36</sup> PROENÇA, 2005, p. 152; 153.

<sup>37</sup> GRAU, 2018, p. 141.

<sup>38</sup> GRAU, 2018, p. 141.

<sup>39</sup> PROENÇA, 2005, p. 153.

O Estado passou a ser não só o órgão regular, mas também motor da economia. Através do planejamento econômico, da política econômica, e das atividades empresariais diretas, o Estado, em sua função reguladora, substituiu em parte o mercado, definindo preços, salários, e taxas de juros, estabelecendo prioridades para o investimento privado e orientando o consumo através de taxas diferenciadas<sup>40</sup>. O Estado social se converteu em empresário, seja mediante a estatização de empresas, seja participando do capital privado em empresas mistas, apesar de não ter como objetivo ser o proprietário dos meios de produção, mas, sim, viabilizar a distribuição daquilo que era produzido<sup>41</sup>.

Todavia, a partir de 1970, o modelo intervencionista dava mostras de exaustão; os Estados passaram a assumir muitos encargos sociais, o que acabou minando enormes déficits para os governos e recebendo críticas ácidas quanto à sua capacidade de fazer frente às necessidades econômicas<sup>42</sup>. Isto é, o *Welfare State* começou a apresentar sinais de ineficiência, acompanhado de inflação crescente, aumento das taxas de desemprego e decréscimo do produto interno bruto, levando-o a uma retomada dos postulados liberais. Era a crise do modelo keynesiano<sup>43</sup>.

Nesse contexto ressurgiram as teorias liberais na economia, o neoliberalismo, caracterizado principalmente pela defesa da diminuição do Estado, com a proposta de desoneração de uma série de funções sociais, exigindo que o Estado deixasse de ser empresário e passasse a cuidar de necessidades básicas, como saúde, educação<sup>44</sup>.

Retornaram, então, os grandes postulados liberais sob uma nova roupagem e um novo nome: neoliberalismo. Sobre esse ponto, Bastos ensina que:

[...] o neoliberalismo, ao mesmo tempo que se parece, se diferencia do velho “liberalismo”. Eles são semelhantes ao passo que se utilizam da mesma palavra, qual seja, “liberdade”. Mas se diferenciam ao passo que o antigo liberalismo empregava essa palavra de maneira abrangente para referir-se a toda e qualquer manifestação da vida humana, da liberdade e da propriedade. No neoliberalismo, a palavra liberdade é empregada essencialmente quando se trata de comércio e de circulação ampliada de capital. Apregoa-se aqui a não intervenção estatal na vida de seus cidadãos, nem sob certos limites. Em

---

<sup>40</sup> LEÃES, 1982, p. 14.

<sup>41</sup> CORSETTI, 2013, p. 28.

<sup>42</sup> AGUILLAR, 2009, p. 62.

<sup>43</sup> CORSETTI, 2013, p. 29.

<sup>44</sup> AGUILLAR, 2009, p. 62.

vez de as atenções do Estado estarem voltadas para o social, elas estarão voltadas para o mercado e para atribuições menores<sup>45</sup>.

Apesar disso, destaca Grau que, economicamente, o neoliberalismo fracassou, não conseguindo nenhuma revitalização básica do capitalismo avançado. Por outro lado, socialmente, “o neoliberalismo conseguiu muitos dos seus objetivos, criando sociedades marcadamente mais desiguais, embora não tão desestatizadas como queria”. Política e ideologicamente, todavia, o neoliberalismo alcançou êxito num grau com o qual seus fundadores provavelmente jamais sonharam, difundindo “a simples ideia de que não há alternativas para os seus princípios, que todos, seja confessando ou negando, têm de adaptar-se a suas normas”<sup>46</sup>.

A crise do capitalismo ocorrida na década de setenta, como resposta ao declínio dos ganhos dos países centrais, representa o nascedouro da economia política da globalização<sup>47</sup>. Essa economia global não foi criada pelos mercados, mas por sua interação com governos e instituições financeiras agindo em nome dos primeiros, com capacidade institucional, organizacional e tecnológica de trabalhar em unidade de tempo real e em escala planetária<sup>48</sup>.

### 1.1.3. Da criminalidade na economia globalizada

Globalização é o fenômeno econômico de mercados sem restrições às fronteiras nacionais, causando simultaneamente a reestruturação dos agentes econômicos, a transformação do papel do Estado e do direito em todos os países envolvidos<sup>49</sup>. Certo é que a globalização econômica, tida como salto qualitativo da internacionalização e modelo social pós-industrial é um fenômeno econômico que se define pela facilidade das transações comerciais e ampliação dos mercados<sup>50</sup>.

Porém, os mercados ainda estão bem longe de ser totalmente integrados; os fluxos de capital são limitados pelos regulamentos monetários e bancários – embora

---

<sup>45</sup> BASTOS, 2003, p. 26.

<sup>46</sup> GRAU, 2018, p. 45.

<sup>47</sup> MIKALOVSKI, 2014, p. 43.

<sup>48</sup> CORSETTI, 2013, p. 57.

<sup>49</sup> AGUILLAR, 2009, p. 59 – 60.

<sup>50</sup> MIKALOVSKI, 2014, p. 42.



o estabelecimento de centros financeiros no exterior e o predomínio de transações por computadores apresentem a crescente tendência de driblar esses regulamentos<sup>51</sup>.

Segundo ensinamento de Grau, a globalização ameaça a sociedade civil, na medida em que:

[...] (i) está associada a novos tipos de exclusão social, gerando um subproletariado (*underclass*), em parte constituído por marginalizados em função da raça, nacionalidade, religião ou outro sinal distintivo; (ii) instala uma contínua e crescente competição entre os indivíduos; (iii) conduz à destruição do serviço público (= destruição do espaço público e declínio dos valores do serviço por ele veiculados). Enfim, a globalização, na fusão de competição global e de desintegração social, compromete a liberdade<sup>52</sup>.

Nos últimos anos, alguns preceitos keynesianos foram retomados pelos Estados. A crise financeira atingiu os mercados mundiais em 2008, e que se anunciava desde a crise dos *subprimes* americanos, fez com que os países que compõem as maiores economias mundiais, inclusive as defensoras de um liberalismo radical, voltassem o olhar para o passado – diretamente para a crise de 1929 – e antecipassem medidas que, naquela época, somente foram implementadas após longos anos de recessão econômica<sup>53</sup>.

Não se deve esquecer que a tendência para a generalização e extensão do direito penal para novas áreas é a tendência atual e as informações privilegiadas no mercado de ações não poderiam ser menores<sup>54</sup>.

À vista disso, ao tratar das condutas ilícitas na esfera do mercado de capitais, analisa-se fatos pertinentes à ordem econômica e não atos meramente lesivos das finanças públicas ou privadas. Tutelando bens jurídicos de natureza econômica, ao invés, as normas penais, sancionadoras das condutas infratoras das regras pertinentes ao funcionamento do mercado de capitais, instalam-se no campo do Direito penal econômico<sup>55</sup>.

Contudo, a denominação e o conceito do que vem a ser direito penal econômico dão lugar à dúvida, uma vez que o que vem a ser direito penal econômico é uma

---

<sup>51</sup> CASTELLS, Manuel. A sociedade em rede. A era da informação: economia sociedade e cultura. Vol. 1. Tradução Roneide Venancio Majer. São Paulo: Paz e terra, 1999, p. 115.

<sup>52</sup> GRAU, 2018, p. 47.

<sup>53</sup> CORSETTI, 2013, p. 31.

<sup>54</sup> Redação original: *No se ha de olvidar que la tendencia a la generalización y ampliación del Derecho penal a nuevos ámbitos es la tónica actual y la información privilegiada en el mercado de valores no podía ser menos*. INIESTA, 1995, p. 6.

<sup>55</sup> PROENÇA, 2005, p. 308.

pergunta sem resposta uniforme na doutrina jurídico-penal, apesar dos numerosos estudos acerca do tema na atualidade<sup>56</sup>. Enquanto o direito econômico justifica sua independência, tanto na doutrina, como nos programas universitários, formulando seus fundamentos e princípios capaz de controlar os aspectos jurídicos deste ramo de saber, o chamado direito penal econômico é objeto de incansáveis debates e investigações<sup>57</sup>.

Para Pimentel, o direito penal econômico é o conjunto de regras que defendem a política econômica do Estado e tem por objeto sancionar, com as penas que lhe são próprias, “as condutas que, no âmbito das relações econômicas, ofendam ou ponham em perigo bens ou interesses juridicamente relevantes” é o objetivo do direito penal econômico<sup>58</sup>.

Do ponto de vista liberal, o direito penal econômico aspira a ser apenas um direito de proteção. Nesse sentido, trata-se do conjunto de regras do direito penal que tendem a garantir, sob a ameaça de sanções repressivas, o livre jogo das estruturas econômicas capitalistas e a proteção dos indivíduos na conclusão e execução das relações econômicas que contraem livremente entre si<sup>59</sup>.

De outra banda, do ponto de vista intervencionista, o direito penal econômico é o conjunto de disposições de direito penal destinadas a sancionar os textos que, no âmbito da política global do Estado, regulam a produção, distribuição e consumo de bens, o uso serviços, enfim, os meios que garantem a troca e o uso desses bens ou serviços<sup>60</sup>.

Verifica-se, também, a concepção do direito penal econômico sobre duas perspectivas: uma em sentido amplo e outra em sentido estrito.

---

<sup>56</sup> ARAÚJO; SOUZA, 2019, p. 15.

<sup>57</sup> COSTA, José de Faria; SILVA, Marco Antonio Marques da. Direito penal especial, processo penal e direitos fundamentais: visão luso-brasileira. São Paulo: Quartier Latin, 2006, p. 404.

<sup>58</sup> PIMENTEL, Manoel Pedro. Direito penal econômico. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1973, p. 10; 21.

<sup>59</sup> Redação original: *El Derecho penal económico liberal aspira a ser únicamente un Derecho de protección (...) El conjunto de reglas del Derecho penal que tienden a asegurar, bajo la amenaza de sanciones represivas, el libre juego de las estructuras económicas capitalistas y la protección de los individuos en la conclusión y ejecución de las relaciones económicas que contraen libremente entre ellos.* NUÑEZ, Juan Antonio Martos. Derecho penal econômico. Madrid: Montecorvo, 1987, p. 125.

<sup>60</sup> Redação original: [...] *el Derecho penal económico como el conjunto de disposiciones del Derecho criminal destinadas a sancionar los textos que, en el marco de la política global del Estado, regulan la producción, distribución y consumo de los bienes, la utilización de los servicios, en definitiva los medios que aseguran el cambio y el empleo de estos bienes o servicios.* NUÑEZ, 1987, p. 125.

Direito penal econômico em sentido amplo, revela-se como o conjunto de normas jurídico-penais que protegem a ordem econômica compreendida como a regulação jurídica da produção, distribuição e consumo de bens e serviços. São as violações que atingem interesses gerais de amplos setores ou grupos de pessoas, “constituindo-se naquela infração que, afetando um bem jurídico patrimonial individual, lesiona ou põe em perigo, em segundo plano, a regulação jurídica da produção, distribuição e consumo de bens ou serviços”<sup>61</sup>.

Por sua vez, direito penal econômico em sentido estrito são o conjunto de regras jurídico-criminais que protegem a ordem econômica entendida como regulamentação legal da intervenção estatal na economia<sup>62</sup>. Nessa concepção, serão estritamente econômicos aqueles delitos que atentarem contra a atividade interventora e reguladora do Estado na economia, incluindo as infrações que ofendam as condições essenciais de funcionamento do sistema econômico<sup>63</sup>.

Assim considerado, o direito penal econômico visa a proteção da atividade econômica presente e desenvolvida na economia de livre mercado<sup>64</sup>. Contudo, não há de se confundir o direito penal propriamente dito com o direito penal econômico, vez que este possui um vasto alcance. Toda as sanções meramente administrativas, que são ilícitos econômicos, não se confundem com os ilícitos penais abrangidos pela noção do direito penal<sup>65</sup>.

Porém, para Prado o direito penal econômico integra o direito penal como um todo, não tendo nenhuma autonomia científica, mas tão somente metodológica ou didático-pedagógica:

[...] em razão da especificidade de seu objeto de tutela e da natureza da intervenção penal. Encontra-se, portanto, informado e submetido, como toda construção jurídico-penal, a seus princípios e categorias dogmáticas. O caráter, fundamentalmente, supraindividual e o conteúdo econômico-empresarial dos bens jurídicos protegidos não são questionados. Em certos pontos, aparecem fortes componentes de índole individual, ainda que em

---

<sup>61</sup> CASTELLAR, João Carlos. *Insider trading e os novos crimes corporativos*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2008, p. 18.

<sup>62</sup> Redação original: [...] *el conjunto de normas jurídico-penales que protegen el orden económico entendido como regulación jurídica del intervencionismo estatal en la economía. En esta concepción estricta, el orden económico como o objeto de protección aparece conectado con esa nueva rama jurídica que denominados Derecho Económico, es decir, el Derecho de la economía dirigida por el Estado*. NUÑEZ, 1987, p. 128.

<sup>63</sup> CASTELLAR, 2008, p. 18.

<sup>64</sup> PRADO, Luiz Regis. *Direito penal econômico*. 8. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2019, p. 6.

<sup>65</sup> PEREIRA, Affonso Insuela. *O direito econômico na ordem jurídica*. São Paulo: Jose Bushatsky, 1974, p. 125.

estreita relação com os interesses econômicos, genericamente considerados<sup>66</sup>.

Em termos tradicionais, entende-se que o direito penal se mostraria vinculado a respostas legais dadas a condutas ativas, que viessem a lesar bens jurídicos e gerar danos constatáveis, mormente a bens individuais. Essa constatação é clara na análise da grande maioria dos tipos penais clássicos visto do corpo da parte especial do código penal. A evolução da sociedade, quanto mais em tempos recentes, gerou uma significativa reforma nesse firmamento penal.<sup>67</sup>

Inicialmente, mostra-se evidente a estranheza dos tipos penais atrelados a temas econômicos ou empresariais, como os delitos contra as relações de consumo, de lavagem de dinheiro, de evasão de divisas, de *insider trading*, entre outros, em relação àqueles crimes tradicionais de proteção individual, constantes de praticamente todas as codificações ocidentais contemporâneas, como homicídio, lesão corporal, roubo, furto, estupro. Saltam aos olhos as diferenças tanto na formatação da construção típica quanto no manejo compreensivo dos contornos do proibido<sup>68</sup>.

O implemento dessa política criminal, num nível mundial, trouxe sensíveis reflexos na dogmática penal e na criminologia, de vez que, a par da intensa discussão quanto à identificação do bem jurídico objeto dessa tutela, no momento atual do debate já não versa mais sobre a criminalidade dos despossuídos, da doutrina penal durante todo o século XIX e boa parte do século XX, senão, preponderadamente, a criminalidade dos poderosos e das empresas (*crimes of the powerful – corporate and business crime*), em relação a quem, cada vez mais, se está dirigindo o poder punitivo estatal<sup>69</sup>.

Sem embargo, o momento atual do direito penal econômico é sintomático. Críticas diversas são colocadas. O ponto de partida da análise informa que está a se tratar de uma intervenção penal em um campo supraindividual onde não são encontradas vítimas reconhecíveis, tampouco pode admitir a ocorrência de dano real ao bem jurídico protegido. Defende-se, entre tantas posições, que deva ser “limitada

---

<sup>66</sup> PRADO, 2019, p. 6.

<sup>67</sup> SILVEIRA, Renato de Mello Jorge *in* ARAÚJO; SOUZA, 2019, p. 242.

<sup>68</sup> ARAÚJO; SOUZA, 2019, p. 15

<sup>69</sup> CASTELLAR, 2008, p. 16.

a aplicação penal àquele direito penal nuclear”; novos campos devem ser cuidados por outros ramos do Direito<sup>70</sup>.

Em consonância com essa ideia, Souza sustenta que no direito econômico e no direito penal, o conteúdo econômico situa-se dentro das normas de cada um deles e “teremos conteúdo econômico da norma de direito econômico e conteúdo econômico da norma de direito penal”. As respectivas normas incumbem-se da diferenciação e da conexão, não existindo na necessidade da tutela do direito penal econômico<sup>71</sup>.

Convém ressaltar, também, que o surgimento do denominado direito penal econômico, bem como a forma com que o mesmo se desenvolveu, é discutível. É necessário, pois, analisar que o direito romano já previa sanções para os que especulassem os preços dos cereais e esquivassem dos impostos, e iguais medidas punitivas eram previstas na Idade Média para os que infringissem as normas sobre a qualidade dos produtos nos mercados. Na Idade Moderna, numerosas disposições legislativas que sancionam penalmente as infrações em matéria de concessões e monopólios sobre determinadas produtos são encontradas<sup>72</sup>

No entanto, o real surgimento do direito penal econômico ocorre com o abandono do modelo liberal a partir da I Guerra Mundial, diante dos conflitos sociais gerados, igualmente a escassez de produtos, abalos estruturais sociais, mobilizando a economia em esforços de guerra, situação que acaba por obrigar o Estado a intervir no mercado, passando a ser instrumento controlador da vida econômica. Para tanto, passa a ser tida como interessante e recomendável a utilização do Direito penal<sup>73</sup>.

Após a I Guerra Mundial, acentuou-se a tentativa de realizar a velha ideia de um direito penal econômico que não se limitasse, como o chamado direito penal financeiro, a intervir em certas conjunturas, ante explorações e mistificações mais

---

<sup>70</sup> SILVEIRA, Renato de Mello Jorge. Direito penal econômico como direito penal de perigo. São Paulo: Revista dos tribunais, 2006, p. 23.

<sup>71</sup> SOUZA, Washington Peluso Albino. Lições de direito econômico. Porto alegre: Sergio Antonio Fabris Editor, 2002, p. 67.

<sup>72</sup> Redação original: [...] *el Derecho romano se preveían sanciones para los que especularen con los precios de los cereales o evadieren impuestos, e iguales medidas punitivas se preveían en la Edad Media para los que infringían las normas sobre calidad o precio de los productos en los mercados. En la Edad Moderna se encuentran numerosas disposiciones legislativas que sancionaban penalmente las infracciones en materia de concesiones y monopólios reales sobre determinados productos.* NUÑEZ, 1987, p. 111 - 112.

<sup>73</sup> SILVEIRA, 2006, p. 20.

escandalosas. Pretendeu-se, até código separado com parte geral pródiga em vênias especiais<sup>74</sup>.

Para Nuñez, a raiz do direito penal econômico está ligada ao fracasso dos esquemas baseados em um liberalismo econômico ilimitado que, ao entrar em crise em 1929, mostrou que o sistema de economia de mercado exigia a presença do Estado. De fato, o espetacular desenvolvimento do direito penal econômico está ligado à criação e ao desenvolvimento progressivo da economia direcionada<sup>75</sup>.

É bom dizer que o período dos anos 20 foi bastante favorável a um processo de expansão e centralização econômica. Diferentemente do que se passou na I Guerra, a crise de 1929 foi decorrente de uma série de eventos ligados à noção econômica liberal. Seguindo-se a II Guerra Mundial (1939-1945) e mais um período de profunda intervenção estatal, chega-se à segunda metade do século XX, onde novas outras considerações passam a fazer parte da realidade social<sup>76</sup>.

Verifica-se um autêntico período de transição entre as duas guerras para se chegar até à configuração de uma ordem internacional econômica, que substitui a ideologia da concorrência pela da equidade, dotada de compreensão e de harmonia<sup>77</sup>.

O mundo pós II Guerra Mundial, com seu conseqüente processo de modernização, passou a conhecer riscos globalizados até então desconhecidos<sup>78</sup>. Esse fenômeno e a integração supranacional dão lugar à conformação de novas modalidades de delitos clássicos, como à aparição de novas formas delitivas – a criminalidade organizada, criminalidade internacional e criminalidade dos poderosos são as expressões que melhor definem os traços da delinquência da globalização<sup>79</sup>.

No entanto, o direito penal da globalização não é, sem embargo, todo o direito penal. Concentra-se na delinquência econômica ou organizada e em modalidades delitivas conexas. A partir de tal constatação, depara-se com duas importantes

---

<sup>74</sup> PROENÇA, 2005, p. 307.

<sup>75</sup> Redação original: [...] *la raíz del Derecho Penal Económico se halla, en el fracaso de los esquemas basados en un ilimitado liberalismo económico que, al hacer crisis en 1929, evidenció que el sistema de economía de mercado exigía la presencia del Estado. En efecto, el desarrollo espectacular del Derecho penal económico está unido, em primer lugar, a la creación y al desarrollo progresivo de la economía dirigida.* NUÑEZ, 1987, p. 114.

<sup>76</sup> SILVEIRA, 2006, p. 22.

<sup>77</sup> SOUZA, 2002, p. 61.

<sup>78</sup> BECK, Ulrich. Sociedade de risco: rumo a uma outra modernidade. Tradução de Sebastião Nascimento. 2 ed. São Paulo: Editora 34, 2011, p. 25.

<sup>79</sup> SILVIA SANCHES, Jesús-María. A expansão do direito penal: aspectos da política criminal nas sociedades pós-industriais. 3 ed. Coleção direito e ciências afins. vol. 6. Tradução da 2 ed. espanhola: Luiz Otavio de Oliveira Rocha. São Paulo: Revista dos tribunais, 2013, p.102.

alternativas: ou se acomete uma setorialização das regras da parte geral do direito penal, ou se assume que, devido à poderosa força atrativa da nova criminalidade, as modalidades clássicas de delinquência devam refletir a modificação das regras pelas quais são regidas<sup>80</sup>.

A primeira, que viria a configurar o que de modo gráfico pode expressar-se como direito penal de duas velocidades, significa na realidade a renúncia à teoria do delito como teria geral e uniforme do ilícito penal – aparentemente um retrocesso histórico. A segunda, supõe a desativação do sistema geral de regras configurado, com uma mais que óbvia vocação garantista, a partir da constatação da gravidade das consequências jurídicos-penais, com referência em particular ao homicídio<sup>81</sup>.

De todo modo, já se antevia, desde o início do século XX, um surto de um novo tipo de criminalidade, fomentado por essa trama complicada que envolvia o mundo dos negócios. Nos anos 70, após a onda revolucionária do Projeto Alternativo alemão, surge significativa tendência, na então República Federal Alemã, de criminalização em âmbito econômico, o que foi seguido em todo mundo, e também aqui. Percebe-se o ganho de terreno penal econômico<sup>82</sup>

A partir dos anos 80, sob os efeitos da globalização da economia e com a insistente intervenção do Estado nesta seara, começa a surgir uma crescente onda criminalizante que visa expandir a tutela penal com a finalidade de proteger o funcionamento do sistema de produção, distribuição e comercialização dos bens, conformando um direito econômico que se constitui na disciplina normativa da ação estatal sobre as estruturas do sistema econômico, criando-se as condições para o aparecimento de um correlato direito penal econômico para reforçar a tutela do funcionamento do sistema<sup>83</sup>.

Conquanto, a tutela penal da atividade econômica integra matéria árdua, complexa e de difícil apreensão, “vazada com frequência em elementos normativos e normas penais em branco, coma noção de bem jurídico pouco delineada, de percepção difusa, quase inexistente”<sup>84</sup>.

---

<sup>80</sup> SILVIA SANCHES, 2013, p. 109.

<sup>81</sup> SILVIA SANCHES, 2013, p. 109.

<sup>82</sup> SILVEIRA, 2006, p. 22.

<sup>83</sup> CASTELLAR, 2008, p. 16.

<sup>84</sup> PRADO, 2019, p. 6 – 7.

De toda sorte, o direito penal econômico tem sua legitimidade assegurada pela própria sociedade de risco globalizada; a importância assumida pela economia parece inegável. Parece certo que se aceite uma incriminação de condutas em âmbito prévio, a fim de se assegurar a sua proteção. No mais, pelo valor a ser dado à lesividade nos dias de hoje, o direito penal econômico deve ser aplicado com extrema cautela a fim de se evitarem abusos estatais – sempre pautando-se aos parâmetros constitucionais<sup>85</sup>.

## **1.2. Ordem econômica constitucional brasileira**

Historicamente, o conceito de constituição econômica toma impulso a partir da I Guerra Mundial, incrementado a partir crise do capitalismo em 1929, e mais ainda depois da II Guerra Mundial. Tal como a Revolução Francesa e a Independência norte-americana trouxeram os fundamentos filosóficos do constitucionalismo do século XIX, com a ideologia dos direitos do homem e do cidadão, como forma de defesa contra o absolutismo monárquico, as duas grandes guerras e a crise do capitalismo no século XX trouxeram a ideia de constituição econômica, em que se pretende regular as relações econômicas<sup>86</sup>.

A ideia de constituição econômica ganhou corpo na doutrina alemã, a partir da consideração a respeito da vida econômica na Constituição de Weimar. Trata-se do conjunto de preceitos jurídicos que instituem determinada ordem econômica, com os princípios e normas essenciais ordenadoras da economia - que opere a consagração de um determinado sistema econômico. “Dir-se-á mesmo, radicalizando, que uma Constituição Econômica que não opere essa consagração não é uma Constituição Econômica”<sup>87</sup>.

No Brasil, o constitucionalismo econômico foi implantado a partir da Constituição de 1934. Contudo, isso não significa que as Constituições brasileiras anteriores não trataram de algumas questões econômicas, ou de alguma intervenção do Estado no domínio econômico<sup>88</sup>.

---

<sup>85</sup> SILVEIRA, 2006, p. 159; 172.

<sup>86</sup> SILVA, Américo Luís Martins da. A ordem constitucional econômica. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2003, p. 8.

<sup>87</sup> GRAU, 2018, p. 76 – 77.

<sup>88</sup> SILVIA, 2007, p. 8.



O final do século XIX era a sede de intenso debate quanto à injustiça na repartição de riquezas, clima este que não repercutiu na primeira constituição republicana do Brasil. A Constituição de 1891, fazendo eco à de 1824, expressa com nitidez o pensamento liberal. A declaração de direitos, no artigo 72 da Carta de 1891, concedia proteção à liberdade contratual, ao direito de propriedade, reproduzindo soluções do artigo 179 da Constituição do Império do Brasil<sup>89</sup>.

As emendas de 1926 não alteraram a situação preexistente. Só a alterou a Constituição de 1934, cujo título IV foi dedicado à ordem econômica e social – a Constituição de 1934, consagrando as tendências intervencionistas então predominantes, rompeu os laços do radicalismo liberal<sup>90</sup>.

A Constituição de 1934 inaugura no Brasil a disciplina constitucional da economia, fato que possibilita a intervenção do Estado na seara econômica mediante diversas restrições para ao exercício de atividades econômicas e profissionais por pessoas e empresas estrangeiras<sup>91</sup>.

A Constituição de 1934 cuidou de uma ordem social, na linha herdada do debate do pensamento marxista. Espelhava, dessa forma, tendências que desde o final da I Grande Guerra caracterizam a evolução do Direito em todo o mundo desenvolvido, mas que só então atingiram o Brasil. Nem na Constituição de Weimar e na Constituição Mexicana, modelos em que buscaram inspiração os constituintes de 1934, existe referência à ordem econômica e social<sup>92</sup>.

Com a Constituição de 1937, instaura-se no país um regime corporativo, no qual não se atribui exclusivamente ao Estado a incumbência de intervir na vida econômica, o que não significa que o houvessem tornado abstencionista. Deve, ao contrário, atuar por intermédio das corporações, caracterizadas como órgãos estatais e colocadas sob sua ação coordenadora, fazendo que o interesse nacional se sobreponha sempre aos interesses individuais - o constituinte de 1937 deixa bem claro que, no jogo das competições, o interesse do Estado deve prevalecer<sup>93</sup>.

---

<sup>89</sup> VIDIGAL, Geraldo de Camargo. Teoria geral do direito econômico. São Paulo: Revista dos tribunais, 1977, p. 79.

<sup>90</sup> MAGANO, 1973, p. 17.

<sup>91</sup> SARMENTO, Daniel; NETO, Cláudio Pereira de Souza. Direito constitucional - teoria, história e métodos de trabalho. 2. ed. Belo Horizonte/MG: Fórum, 2019, p. 121.

<sup>92</sup> VIDIGAL, 1977, p. 86 – 88.

<sup>93</sup> MAGANO, 1973, p. 18.

No que diz respeito à Constituição de 1946, adota-se o mesmo critério das constituições imediatamente anteriores, conquanto a linguagem apareça mais prudente. Pode-se inferir, que a Constituição de 1946 buscou conciliar liberalismo político e democracia com Estado social e na ordem econômica e social, permanece a linha geral intervencionista e nacionalista. A União poderia, não só intervir no domínio econômico, como também monopolizar determinada indústria ou atividade, além de impor restrições às atividades econômicas de pessoas e do capital estrangeiro em áreas reputadas estratégicas<sup>94</sup>.

Em razão das difusões que ameaçavam o sistema capitalista, a técnica da regulação do processo econômico, o Estado intervencionista e tecno burocrático não pode deixar refletir a ideológica das forças dominantes. No Brasil, instituído pelo golpe de 1964, essa ideologia se reflete na copiosa legislação reformuladora que se seguiu e, a legislação de mercado, que desempenhou papel importante nesse contexto reformista, não poderia se situar à margem desse processo ideológico<sup>95</sup>.

Em matéria de regulação da economia, o período pós 1964 não marca ruptura com as tendências dos períodos que precederam, com enorme envolvimento do Estado nas atividades econômicas, sobretudo pela atuação como empresário. Nesse período em que se deu o chamado milagre econômico brasileiro, de intenso crescimento econômico em prazo curto, porém com o conseqüente aumento do abismo social entre ricos e pobres do país<sup>96</sup>.

Nesse sentido, parece paradoxal que o Estado tecno burocrático, que constituiu o Brasil, em 1964 com a intervenção militar, tenha recorrido ao regime *disclosure*, na legislação reformuladora do mercado de capitais, que revela como aparelho de controle social, um liberalismo nostálgico<sup>97</sup>.

Foi apenas na Constituição de 1967 que se previu, de modo explícito, a finalidade da ordem econômica. Todavia, o texto apresentava um defeito técnico ao afirmar que a ordem econômica tem por fim realizar a justiça social. Em verdade, a ordem econômica só pode ter por fim o desenvolvimento; a justiça social será objeto da atividade jurídica e não da econômica. A emenda constitucional n.º 1, de 17 de outubro de 1969, corrigiu o defeito do texto<sup>98</sup>.

---

<sup>94</sup> SARMENTO; NETO, 2019, p. 133 – 135.

<sup>95</sup> LEÃES, 1982, p. 20.

<sup>96</sup> AGUILLAR, 2009, p. 160.

<sup>97</sup> LEÃES, 1982, p. 18.

<sup>98</sup> MAGANO, 1973, p. 19.

Vale destacar, que foi durante o período militar que “a dívida externa brasileira passou de 3,5 bilhões de dólares para 100,8 bilhões de dólares (computado o período entre 1968 e 1986)”. Mas foi igualmente, a partir de 1968, um período de maior abertura ao comércio exterior, coincidindo com um período de elevadas médias de crescimento do PIB, de cerca de 11% ao ano até 1973, período que ficou conhecido como o do milagre brasileiro<sup>99</sup>.

O coroamento do processo de transição do regime autoritário em direção à democracia é representado pela Constituição de 1988. A Constituição da República Federativa do Brasil de 1988, por sua vez, reservou seu título VII para a Ordem Econômica e Financeira, composto por quatro capítulos: I - dos princípios gerais da atividade econômica; II - da política urbana; III - da política agrícola e fundiária e da reforma agrária; e IV - do sistema financeiro nacional<sup>100</sup>.

No que diz respeito à ordem econômica a Constituição de 88 dotou formula compromissória. Por um lado, adotou como princípios a livre-iniciativa, o direito de propriedade e a livre concorrência; por outro lado, tingiu esse sistema com preocupações com a justiça social, a valorização do trabalho e a dignidade da pessoa humana, ou seja, um modelo econômico de bem-estar:

[...] a Constituição expressa adesão ao regime capitalista, rejeitando o modelo de econômica planificada e de apropriação coletiva dos meios de produção. Porém, o capitalismo que resulta do texto constitucional não é o do *laissez-faire* e do Estado absenteísta, mas uma formula intermediária, que aposta na força criativa e empreendedora da iniciativa privada, mas não foge à sua responsabilidade de discipliná-la e limitá-la, não só no interesse da higidez do próprio mercado, como também com o objetivo de promoção da igualdade material e da justiça social.<sup>101</sup>

O artigo 170 da Constituição, prevê que a ordem econômica, fundada na valorização do trabalho humano e na livre iniciativa, tem por fim assegurar a existência digna a todos, conforme os ditames da justiça social, observando alguns princípios, dentre os quais a livre concorrência<sup>102</sup>. Da interpretação conjugada do artigo 1.º com o 170 da Constituição, é possível depreender que a livre iniciativa encontra-se em um patamar acima da livre concorrência, e, por esse motivo, a segunda deve ser garantida

---

<sup>99</sup> AGUILLAR, 2009, p. 160 – 161.

<sup>100</sup> BRASIL. Constituição da república federativa do brasil de 1988. Promulgada em 5 de outubro de 1988, Brasília. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/constituicao/constituicao.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm), Título VII.

<sup>101</sup> SARMENTO; NETO, 2019, p. 157.

<sup>102</sup> BRASIL. 1988, Artigo 170.

no limite da primeira, isto é, a partir do momento em que a livre concorrência impedir a livre iniciativa, aquela deve ser coibida.

Indo ao encontro desse raciocínio, o artigo 173 da Constituição de 1988, ilustra essa ideia ao dispor:

Ressalvados os casos previstos nesta Constituição, a exploração direta de atividade econômica pelo Estado só será permitida quando necessária aos imperativos da segurança nacional ou a relevante interesse coletivo, conforme definidos em lei.

(...)

§ 4º A lei reprimirá o abuso do poder econômico que vise à dominação dos mercados, à eliminação da concorrência e ao aumento arbitrário dos lucros.

§ 5º A lei, sem prejuízo da responsabilidade individual dos dirigentes da pessoa jurídica, estabelecerá a responsabilidade desta, sujeitando-a às punições compatíveis com sua natureza, nos atos praticados contra a ordem econômica e financeira e contra a economia popular.

Os dois dispositivos – artigo 170 e 173 da Constituição -, complementam no mesmo objetivo: visam tutelar o sistema de mercado e, especialmente, proteger a livre concorrência, contra a tendência abarcadora da concentração capitalista. A Constituição reconhece a existência do poder econômico. “Este não é, pois, condenado pelo regime constitucional. Não raro esse poder econômico é exercido de maneira antissocial. Cabe, então, ao Estado intervir para coibir o abuso”<sup>103</sup>.

Nesse sentido, o modelo econômico de bem-estar, insculpido desde o disposto nos artigos 1.º e 3.º, até quando enunciado em seu artigo 170, da Constituição, não pode ser ignorado pelo Poder Executivo. Os programas de governo deste e daquele Presidentes da República é que devem ser adaptados à constituição, e não o inverso. A incompatibilidade entre qualquer deles e o modelo econômico por ela definido consubstancia situação de inconstitucionalidade, institucional e/ou normativa<sup>104</sup>.

Contudo, caso necessário, as mudanças ficaram na dependência de uma emenda à Constituição, que acaba por traduzir-se num elemento de rigidez na regulação da ordem econômica<sup>105</sup>. O modelo de economia de bem-estar, congraçado pela Constituição de 1988, por outro, neoliberal, não poderá ser efetivada sem a prévia alteração dos preceitos contidos nos seus artigos 1.º, 3.º e 170. Ademais, a

---

<sup>103</sup> SILVA, José Afonso da. Curso de Direito constitucional positivo. 38. ed. São Paulo/SP: Malheiros, 2015, p. 775.

<sup>104</sup> GRAU, 2018, p. 44.

<sup>105</sup> BASTOS, 2003, p. 78.

unanimidade nacional a favor do neoliberalismo e da globalização da economia basta, “no mínimo, para que ambos sejam colocados sob suspeição, já que – como, em algum momento disse Nelson Rodrigues – toda unanimidade é burra”<sup>106</sup>.

### 1.3. O sistema financeiro nacional

A origem do sistema financeiro brasileiro está na criação, em 1808, por alvará de D. João VI, Príncipe Regente, do primeiro banco, denominado Banco do Brasil. A partir de 1809, como única instituição do gênero no país, ele passou a acumular as funções de banco de depósitos, descontos e emissão, gozando ainda do privilégio da venda dos produtos comerciais<sup>107</sup>.

A II Guerra Mundial, além de criar estímulos ao processo industrial brasileiro, trouxe também como consequência a nítida consciência de que um organismo como um Banco Central era extremamente necessário. Em 1945, constituiu-se a Superintendência da Moeda e do Crédito (Sumoc). No período de 1959 a 1961, proliferaram os bancos comerciais e o controle das operações tornava-se cada dia mais deficitário<sup>108</sup>.

A evolução do sistema financeiro nacional acontece com reformas estruturais iniciadas em 1964 inovando com instituições que atuam nos mercados de capitais, monetário, crédito e cambial. A estrutura atual se deu pela Lei n.º 4.595/1964, conhecida como a lei da reforma do sistema financeiro nacional, e pela Lei n.º 6.385/1976, que criou o mercado de capitais<sup>109</sup>.

A partir de 1967, a evolução do sistema foi caracterizada pela concentração das instituições financeiras, por meio de fusões e incorporações bancárias e de incentivo à capitalização das empresas. As décadas de 70 e 80 são marcadas pela reserva de mercado, com a proibição de cartas-patentes (1970) e o sistema de pontos (1985). No período iniciado na década de 80 e que prevalece nos dias atuais, verificou-se a intensificação do papel dos bancos privados como financiadores do seu público,

---

<sup>106</sup> GRAU, 2018, p. 45.

<sup>107</sup> PINHEIRO, Juliano Lima. Mercado de capitais: fundamentos e técnicas. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2007, p. 44.

<sup>108</sup> PINHEIRO, 2007, p. 45.

<sup>109</sup> BRASIL. Brasil Bolsa Balcão. Por dentro da B3: Guia prático de uma das maiores bolsas de valores e derivativos do mundo. Disponível em: <https://educacional.bmfbovespa.com.br/documentos/ApostilaPQO.pdf>, p. 2.

inclusive em razão da redução da demanda por empréstimos pelos demais agentes econômicos<sup>110</sup>.

O sistema financeiro público envolve os problemas das finanças públicas e dos orçamentos públicos, constantes dos artigos 163 a 169 da Constituição. Diz respeito à obtenção e despesas do dinheiro necessário ao funcionamento dos serviços públicos que atendam às necessidades sentidas pelos indivíduos integrantes de uma determinada coletividade que, em virtude de sua natureza, só podem ser atendidas de maneira satisfatória pelo próprio Estado, a fim de que seja assegurado o máximo de bem-estar e proteção social<sup>111</sup>.

Todavia, a Constituição da República de 1988 regulamentou dois sistemas financeiros distintos: o sistema financeiro público e o sistema financeiro parapúblico.

O sistema financeiro parapúblico, alcunhado pela Constituição de sistema financeiro nacional, “cuida das instituições financeiras creditícias, públicas e privadas de seguro, previdência privada e capitalização”. Por conta disso, o sistema financeiro nacional é constituído pelo Conselho Monetário Nacional – CMN; pelo Banco Central do Brasil S.A.; pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES<sup>112</sup>; pelo mercado de capitais; e por todas as instituições financeiras públicas ou privadas, com sede ou autorizadas a funcionar no país<sup>113</sup>.

Em uma economia de mercado, a função do sistema financeiro é de organizar os canais através dos quais os agentes econômicos tomadores de recursos (agentes deficitários) adquirem os recursos para seus projetos de investimento, à proporção que os agentes ofertadores (agentes superavitários) têm a oportunidade de aplicar suas economias<sup>114</sup>.

### 1.3.1. Subsistemas financeiros

---

<sup>110</sup> PINHEIRO, 2007, p. 45.

<sup>111</sup> SILVIA, 2007, p. 307.

<sup>112</sup> BRASIL. Lei n.º 4.595, de 31 de dezembro de 1964. Dispõe sobre a Política e as Instituições Monetárias, Bancárias e Creditícias, Cria o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências. Brasília, 31 de dezembro de 1964; 143º da Independência e 76º da República. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/LEIS/L4595.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L4595.htm), artigo 1.º.

<sup>113</sup> BRASIL. Lei n.º 4.728, de 14 de julho de 1965. Disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento. Brasília, 14 de julho de 1965; 144º da independência e 77º da república. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L4728.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L4728.htm), artigo 23, § 4.º.

<sup>114</sup> EIZIRIK, Nelson Laks; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais: regime jurídico. 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 2.

O sistema financeiro nacional é constituído por um subsistema normativo, supervisor e por outro operativo. O subsistema normativo é o que normatiza, que cria as normas que orientarão o funcionamento do sistema. Suas funções são regular, controlar e exercer fiscalização sobre as instituições intermediadoras, disciplinar todas as modalidades de créditos, tal como emitir títulos e valores mobiliários<sup>115</sup>.

Do ponto de vista estrutural, as entidades supervisoras e os operadores do sistema que operam no sistema financeiro nacional são orientadas por três órgãos normativos: o Conselho Monetário Nacional, o conselho nacional de seguros privados e o conselho nacional de previdência complementar<sup>116</sup>.

O sistema supervisor regulamenta as diretrizes gerais expedidas pelas instituições normativas e supervisiona o cumprimento das determinações. São elas: o Banco Central do Brasil (Bacen), autarquia vinculada ao Ministério da Fazenda, criada pela Lei n.º 4.595/1964; a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), autarquia vinculada ao Ministério da Fazenda, instituída pela Lei n.º 6.385/1976; a Superintendência de Seguros Privados (Susep), autarquia vinculada ao Ministério da Fazenda, responsável pelo controle e pela fiscalização do mercado de seguro, previdência privada aberta e capitalização; e a Superintendência Nacional de Previdência Complementar (Previc), autarquia vinculada ao Ministério da Previdência Social, responsável por fiscalizar as atividades das entidades fechadas de previdência complementar<sup>117</sup>.

O sistema operacional tem por função realizar a transferência de recursos entre os agentes econômicos. Essa transferência pode ser imediata, cumprindo o papel de prover meio de pagamento e, alternativamente, possibilitam o encontro entre poupadores e investidores via transferências diferidas no tempo.

As principais instituições que compõem o sistema operacional são: as instituições do sistema de distribuição de títulos e valores mobiliários; as instituições do sistema de registro, negociação, liquidação e depósito centralizado; as instituições administradoras de recursos de terceiros; e as instituições do sistema nacional de seguros privados e previdência complementar<sup>118</sup>.

---

<sup>115</sup> PINHEIRO, 2007, p. 48.

<sup>116</sup> BRASIL. Brasil Bolsa Balcão. Por dentro da B3, p. 3.

<sup>117</sup> BRASIL. Brasil Bolsa Balcão. Por dentro da B3, p. 4.

<sup>118</sup> BRASIL. Brasil Bolsa Balcão. Por dentro da B3, p. 5.

### 1.3.2. O mercado financeiro nacional

O conjunto de instituições que compõem o sistema financeiro nacional constituem o mercado financeiro. O mercado financeiro consiste no conjunto de instituições e instrumentos destinado a oferecer alternativa de aplicação e captação de recursos financeiros<sup>119</sup>. Aqui, os recursos financeiros são transferidos desde unidades superavitárias, isto é, que têm excesso de fundos, até aquelas deficitárias, ou seja, que têm necessidades de fundos<sup>120</sup>.

Basicamente, o mercado financeiro é destinado ao fluxo de recursos financeiros entre poupadores e tomadores. Dessa forma, esse mercado pode exercer as importantes funções de otimizar a utilização dos recursos financeiros e de criar condições de liquidez e administração de riscos<sup>121</sup>.

Com a especialização dos seus diversos intermediários, o mercado financeiro divide-se em outros mercados específicos para atender determinados contextos, quais sejam: o mercado monetário, o mercado de câmbio, o mercado de crédito e o mercado de capitais<sup>122</sup>.

O mercado monetário, também é denominado como *open market*, funciona como um ambiente regulador da quantidade de moeda em circulação e do nível de liquidez da economia<sup>123</sup>. Dessarte, a autoridade monetária consegue interferir no comportamento dos agentes econômicos, “funcionando esses mercados como sistemas-meio, cabendo-lhes, em essência, aproximar a oferta final da demanda final, transferindo recursos e organizando fluxos”<sup>124</sup>. Aqui, como o próprio nome indica, relaciona-se com os atos de emprestar e tomar dinheiro emprestado em curto prazo, por meio de intermediários financeiros<sup>125</sup>.

Pelo mercado de câmbio, realizam-se a compra e a venda de moeda estrangeira, tendo em vista inúmeras finalidades, como importação, exportação, viagens e turismo, ou mesmo atividades meramente especulativas, sendo essas

---

<sup>119</sup> ANDREZO, Andrea F.; LIMA, Iran Siqueira. Mercado financeiro: aspectos conceituais e históricos. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2007, p. 2.

<sup>120</sup> PINHEIRO, Juliano Lima. Mercado de capitais: fundamentos e técnicas. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2005, p. 81.

<sup>121</sup> ANDREZO, 2007, p. 2.

<sup>122</sup> MELLO NETO, Benedicto de Souza. Crimes contra o mercado de capitais. Curitiba: Juruá, 2015, p. 31 – 33.

<sup>123</sup> ASSAF NETO, Alexandre. Mercado Financeiro. 12 .ed., São Paulo, Atlas, 2014, p. 60 – 61.

<sup>124</sup> MELLO NETO, 2015, p. 33.

<sup>125</sup> PROENÇA, 2005, p. 72.



operações do mercado cambial realizadas por instituições financeiras, bancos e casas de câmbio, mediante autorização do Banco Central<sup>126</sup>.

O mercado de crédito, é composto pelo conjunto de operações de prazo curto, médio ou aleatório. Destina-se a suprir necessidades de caixa de curto e médio prazo de indivíduos e empresas e tem como objetivo financiamento para consumo e disponibilização de capital de giro para as empresas. Esse mercado, também denominado mercado bancário, abrange empréstimos, financiamentos e, no caso de operações de prazo aleatório, os depósitos à vista, pois existe a possibilidade de resgate a qualquer momento, mediante manifestação de vontade do credor<sup>127</sup>.

Além do mercado monetário, cambial e de crédito, existe o mercado de capitais, que se diferencia dos demais por apresentar características próprias, não se confundindo com mercado de crédito. Embora contemple instituições em comum, o mercado de capitais reúne as poupanças da sociedade para as diversas atividades econômicas, diferenciando-se do mercado de crédito, que opera movimentando recursos a curto prazo<sup>128</sup>.

A divisão do mercado financeiro em segmentos tem finalidade meramente didática, dos quais segmentos muitas vezes se confundem na prática, em razão da vastidão e da complexidade das operações realizadas em tal mercado<sup>129</sup>.

## **1.4. Mercado de capitais e a economia**

### **1.4.1. O mercado de capitais**

A concepção de mercado não é nova. Ao contrário, acompanha o desenvolvimento da própria sociedade. Os mercados têm tido importância na história humana pelo menos desde a invenção da cunhagem de moedas, em geral atribuída aos lídios, no século VIII a. C. Em todos os países, os mercados têm desempenhado papel relevante, inclusive na antiga União Soviética e na China comunista, como ainda é chamada por alguns<sup>130</sup>.

---

<sup>126</sup> MELLO NETO, 2015, p. 33.

<sup>127</sup> ANDREZO, 2007, p. 2.

<sup>128</sup> MELLO NETO, 2015, p. 34.

<sup>129</sup> ANDREZO, 2007, p. 2.

<sup>130</sup> GALBRAITH, 2004, p. 22.

No Brasil, a origem do mercado de capitais está ligada ao desenvolvimento financeiro do país, que se baseou em dois tipos de instituições: os bancos comerciais e as bolsas de valores<sup>131</sup>.

A partir dos anos 1960, o governo passou a controlar o mercado de capitais no Brasil de modo mais acentuado. É certo que desde 1945, as sociedades de créditos, financiamentos e investimentos somente podem constituir-se e funcionar mediante autorização governamental, o que representa já alguma forma de ingerência, mas foram principalmente as Leis n.º 4.595/64 e 4.728/65 que criaram os mecanismos para controle mais adequado e efetivo do sistema financeiro e do mercado de capitais. Em 1976, parte dessas atribuições foi transferida para uma agência específica, o Conselho Monetário Nacional<sup>132</sup>.

Essa situação começa a se modificar quando o Governo que assumiu o poder em abril de 1964 iniciou um programa de grandes reformas na economia nacional, dentre as quais figurava a reestruturação do mercado financeiro, quando diversas novas leis foram editadas. Com a finalidade específica de regulamentar e fiscalizar o mercado de valores mobiliários, as bolsas de valores, os intermediários financeiros e as companhias de capital aberto, funções hoje exercidas pela CVM, foi criada uma diretoria no Banco Central – diretoria de mercado de capitais<sup>133</sup>.

A partir de 1965, em virtude da reforma do mercado de capitais, a lei determinou que somente podiam ser negociadas em bolsa de valores as ações e papéis de sociedades anônimas registradas no banco central<sup>134</sup>.

Essas empresas, chamadas de sociedades anônimas, também referida pela expressão companhia, é a sociedade empresária com capital social dividido em ações, espécie de valores mobiliário, na qual, os sócios, chamados de acionistas, têm pelas obrigações sociais, responsabilidade limitada ao limite do preço de emissão das ações que possuem<sup>135</sup>.

---

<sup>131</sup> CORSETTI, 2013, 56.

<sup>132</sup> COELHO, Fábio Ulhoa. Curso de direito comercial: direito das empresas. vol. 2. 22. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2019, p. 89.

<sup>133</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Portal do investidor. História do mercado de capitais. Disponível em: [https://www.investidor.gov.br/menu/Menu\\_Academico/O\\_Mercado\\_de\\_valores\\_mobiliarios\\_brasileiro/Historia\\_Mercado-Capitais.html](https://www.investidor.gov.br/menu/Menu_Academico/O_Mercado_de_valores_mobiliarios_brasileiro/Historia_Mercado-Capitais.html).

<sup>134</sup> COELHO, 2019, p. 82.

<sup>135</sup> COELHO, 2019, p. 82.

Em 1967, por meio do Decreto n.º 157, de 10 de fevereiro, foi criado um sistema de incentivos fiscais, pelo qual os contribuintes poderiam escolher investir os valores devidos a título de imposto de renda no mercado de capitais. Este mecanismo foi responsável por levar grande número de investidores pessoas físicas para o mercado acionário. Porém, isto ocorreu sem preocupação com a proteção destes investidores, com um adequado sistema informacional e estrutura institucional robusta e experiente<sup>136</sup>.

A referida política de incentivos fiscais acabou por gerar um excesso de demanda que não correspondia à oferta de valores pelas companhias. Esse processo de volatilidade dos preços dos papéis aliado à desconfiança dos investidores acabou acarretando o conhecido *boom* da bolsa de valores do Rio de Janeiro, entre os anos de 1970 e 1971<sup>137</sup>.

Neste cenário de crise, cotejando o mercado de capitais à loteria, Fábio Konder Comparato, em artigo no ano de 1972, revela a situação de um dirigente – acionista de determinada companhia aberta, que ganhou 30 vezes o valor investido com a compra de direito de subscrição de ações de instituições financeiras que se fundiram. Casos assim, segundo o autor, se repetiram inúmeras vezes, “sob as mais diversas modalidades, sem que se saiba, até hoje, de nenhuma tentativa séria, seja de repressão por parte de nossas autoridades, seja de indenização em juízo por parte dos lesados”<sup>138</sup>.

O movimento especulativo, conhecido como “boom de 1971”, teve curta duração, mas suas consequências foram vários anos de mercado deprimido. A crise criou a conscientização de que a estrutura de regulação existente, realizada por uma diretoria do banco central, não era mais suficiente para cuidar do mercado que havia se formado e era necessário a criação de medidas de proteção para o mercado<sup>139</sup>.

No início dos anos 90, em razão da abertura do mercado de capitais ao investidor estrangeiro, surgiu um grande otimismo entre os profissionais da área. As principais corretoras estrangeiras estabeleceram-se em nosso território, os

---

<sup>136</sup> PRADO, Viviane Muller; ROCHMAN, Nora; VILELA, Renato. *Insider trading: normas, instituições e mecanismos de combate no Brasil*. São Paulo: FGV Direito, 2016. 102 p. 19 – 20.

<sup>137</sup> MENDES, Hélio Rubens Mendes *in* CODORNIZ; PATETLLA, 2015 p. 134.

<sup>138</sup> COMPARATO, Fábio Konder. *Insider trading: sugestões para uma moralização do nosso mercado de capitais*. vol. 2. Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro. São Paulo: Malheiros, 1971, p. 41.

<sup>139</sup> MENDES, Hélio Rubens Mendes *in* CODORNIZ; PATETLLA, 2015 p. 134; 135.

profissionais nacionais capacitaram-se, o volume de negócios no mercado secundário também cresceu, até meado de 1997, empurrado pelo processo de privatização<sup>140</sup>.

As empresas brasileiras começaram a ter contato com acionistas mais exigentes, acostumados a investir em mercados com práticas de governança corporativa mais avançadas que as aplicadas no mercado brasileiro, além da participação de investidores brasileiros de grande porte e mais conscientes de seus direitos<sup>141</sup>.

Contudo, nos últimos anos, o mercado de capitais nacional parece estar ocupando local sério e que desempenha funções importantes para o crescimento do país, como, por exemplo, a canalização da poupança para o setor produtivo e a viabilização do financiamento de empresas<sup>142</sup>.

Além da lei de mercado de capitais, algumas iniciativas institucionais e governamentais foram implementadas nos últimos anos com o objetivo de assegurar melhorias das práticas de governança corporativa das empresas brasileiras.

Entre elas destacam-se a aprovação das Leis n.º 7.913/1989<sup>143</sup>, n.º 10.303/2001<sup>144</sup>, n.º 13.506/2017<sup>145</sup> e da Resolução n.º 607 de 2019<sup>146</sup>.

---

<sup>140</sup> PROENÇA, 2005, p. 80.

<sup>141</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Portal do investidor.

<sup>142</sup> CORSETTI, 2013, p. 64.

<sup>143</sup> BRASIL. Lei n.º 7.913, de 7 de dezembro de 1989. Dispõe sobre a ação civil pública de responsabilidade por danos causados aos investidores no mercado de valores mobiliários. Brasília, 7 de dezembro de 1989; 168º da independência e 101º da república.

<sup>144</sup> BRASIL. Lei n.º 10.303, de 31 de outubro de 2001. Altera e acrescenta dispositivos na lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as sociedades por ações, e na lei n.º 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Brasília, 31 de outubro de 2001; 180 da independência e 113 da república. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/LEIS\\_2001/L10303.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LEIS_2001/L10303.htm).

<sup>145</sup> BRASIL. Lei n.º 13.506, de 13 de novembro de 2017. Dispõe sobre o processo administrativo sancionador na esfera de atuação do banco central do Brasil e da Comissão de Valores Mobiliários; altera a lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, a lei nº 4.131, de 3 de setembro de 1962, a lei nº 4.829, de 5 de novembro de 1965, a lei nº 6.024, de 13 de março de 1974, a lei nº 7.492, de 16 de junho de 1986, a lei nº 9.069, de 29 de junho de 1995, a lei nº 9.613, de 3 de março de 1998, a lei nº 10.214, de 27 de março de 2001, a lei nº 11.371, de 28 de novembro de 2006, a lei nº 11.795, de 8 de outubro de 2008, a lei nº 12.810, de 15 de maio de 2013, a lei nº 12.865, de 9 de outubro de 2013, a lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964, o decreto nº 23.258, de 19 de outubro de 1933, o decreto-lei nº 9.025, de 27 de fevereiro de 1946, e a medida provisória nº 2.224, de 4 de setembro de 2001; revoga o decreto-lei nº 448, de 3 de fevereiro de 1969, e dispositivos da lei nº 9.447, de 14 de março de 1997, da lei nº 4.380, de 21 de agosto de 1964, da lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965, e da lei nº 9.873, de 23 de novembro de 1999; e dá outras providências. Brasília, 13 de novembro de 2017; 196º da independência e 129º da república. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2015-2018/2017/lei/l13506.htm#art35](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2017/lei/l13506.htm#art35).

<sup>146</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução CVM n.º 607. Dispõe sobre o rito dos procedimentos relativos à atuação sancionadora no âmbito da Comissão de Valores Mobiliários. Publicada em 18 junho de 2019. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst607.html>.

Quanto aos valores mobiliários<sup>147</sup>, estes simbolizam a exteriorização jurídica de um elo econômico – independentemente da existência de uma cártula –, o qual surge da relação obrigacional que une o poupador (credor) e o empreendedor (devedor) no investimento comum. Esta relação deve obedecer a forma estabelecida em lei e no contrato<sup>148</sup>

Vale destacar que há certa confusão no emprego das expressões mercado de capitais e mercado de valores mobiliários.

[...] costuma-se ora diferenciá-los, entendendo que o mercado de valores mobiliários constitui “subsistema do mercado de capitais no qual se realizam operações de compra e venda de ações e outros valores mobiliários de emissão das sociedades anônimas”; ora considerá-los como sinônimos, uma vez que à ideia de mercado de capitais ligam-se as negociações com valores mobiliários. A própria legislação opera confusão, pois na Lei 6.385/76 – que “dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários” – está presente o capítulo VII – B, sob a rubrica “Dos crimes contra o mercado de capitais”, em que são previstas condutas delituosas relacionadas expressamente com o mercado de valores mobiliários. De qualquer forma, não está incorre a utilização da expressão mercado de capitais, uma vez que, ainda que se considerem mercados diversos, o mercado de valores mobiliários é abrangido por aquele<sup>149</sup>.

Embora hajam diversos conceitos de mercados de capitais, a ideia subjacente sempre será a mesma - são locais de encontro para compradores e vendedores. De fato, são mais do que isso, são pontos em que há compradores dispostos a comprar e vendedores preparados para vender. Em outras palavras, o mercado de capitais permite que, em todo momento, existam ações oferecidas para venda e compradores para comprar as ações oferecidas. Quando um desses requisitos deixa de existir, não há mercado<sup>150</sup>.

---

<sup>147</sup> São valores mobiliários: I - as ações, debêntures e bônus de subscrição; II - os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II; III - os certificados de depósito de valores mobiliários; IV - as cédulas de debêntures; V - as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos; VI - as notas comerciais; VII - os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários; VIII - outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros. BRASIL. Lei n.º 6.385 artigo 2.º (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001).

<sup>148</sup> MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. Direito dos valores mobiliários. Vol 1. Tomo 1. Rio de Janeiro: FGV, 2015, p. 51.

<sup>149</sup> MELLO NETO, 2015, p. 35.

<sup>150</sup> Redação original: *Security markets are of all gradations, though the underlying idea is always the same. They are meeting places for buyers and sellers. in fact, however, they are more than this. They are points at which there are always purchasers prepared to buy at some price and sellers prepared to*

No mercado de capitais, são efetuadas operações que não apresentam a natureza de negócios creditícios, mas, sim, de aquisição de participações societárias, canalizando recursos para as empresas emissoras, através do capital de risco, mediante a emissão pública de valores mobiliários. Diferente das operações bancárias típicas de financiamento, no mercado de capitais são realizadas negociações de compra e venda de participações em empresas, ficando o retorno do investimento vinculado, em regra, diretamente à lucratividade da companhia emissora dos títulos<sup>151</sup>.

Somente as companhias abertas<sup>152</sup> podem realizar a emissão pública de valores mobiliários, devendo ser registradas previamente na Comissão de Valores Mobiliários<sup>153</sup> para garantir a disseminação de informações ao mercado, a avaliação por parte dos potenciais investidores dos riscos da aquisição dos valores emitidos e a fiscalização por parte da Comissão de Valores Mobiliários<sup>154</sup>.

À vista disso, o Estado, ao exigir que a oferta pública tenha que passar por seu crivo prévio de adequação às informações que julgue necessárias, antes de serem tornadas públicas, busca tornar obrigatório que os fluxos de informações sobre o investimento sejam aqueles minimamente necessários e suficientes para que o investidor julgue a conveniência de fazê-lo ou não, de mantê-lo ou não<sup>155</sup>.

Porém, o mercado de capitais pode ser subdividido em dois grandes segmentos: um institucionalizado e um não institucionalizado. O segmento não institucionalizado é aquele que não está sujeito à regulamentação e ao controle das autoridades. Nesse mercado, a negociação é de forma direta entre a empresa e o investidor e, geralmente, as negociações desse ocorrem no mercado de balcão<sup>156</sup>.

As negociações no segmento institucionalizado são controladas pelos órgãos de controle e acompanhamento de mercado. O sistema de regulação do mercado de

---

*sell at some price. in other words, a security market contemplates that at all times there shall be stock offered for sale at a price and purchasers ready to take, at a price, stock which might be offered. When either of these requisites ceases to exist there is no market. The process must be continuous – i.e., the exigency must never arise when there is a buyer with no seller or a seller with no buyer.* BERLE, Adolf Augustus. MEANS, Gardiner Coit. *The modern corporation and private property.* New Brunswick: Transaction Publishers, 2009. p. 256.

<sup>151</sup> CORSETTI, 2013, p. 63.

<sup>152</sup> Para os efeitos desta Lei, a companhia é aberta ou fechada conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários. BRASIL. Lei n.º 6.404, artigo 4.º.

<sup>153</sup> Nenhuma emissão pública de valores mobiliários será distribuída no mercado sem prévio registro na Comissão BRASIL. Lei n.º 6.385, artigo 19.

<sup>154</sup> MELLO NETO, 2015, p. 39.

<sup>155</sup> MATTOS FILHO, 2015, p.51.

<sup>156</sup> PINHEIRO, 2007, p. 131.

capitais brasileiro é formado por quatro principais organismos: o Conselho Monetário Nacional, a Comissão Técnica da Moeda e do Crédito, o Banco Central do Brasil e a Comissão de Valores Mobiliários. Cada um desempenha uma ou mais funções de normatização, regulamentação, fiscalização e assessoria relativa às atividades do sistema distribuidor de títulos e valores mobiliários<sup>157</sup>.

#### 1.4.2. Mercado de bolsa e mercado de balcão

##### 1.4.2.1. Bolsa de valores

A origem do mercado de capitais está diretamente ligada à das bolsas de valores, que, por seu turno, é bastante remota. A opinião dos autores sobre o local exato de seu surgimento divide-se entre o *emporium* dos gregos, o *collegium mercatorum* dos romanos, e, ainda, os bazares dos palestinos<sup>158</sup>.

Não existe definição histórica clara sobre esse fato. Sabe-se que surgiram, em épocas distantes, com atribuições que não a vinculam especificamente a valores mobiliários. “E mais, o comportamento dos mercados sintetizava o comportamento comercial que daria vida às bolsas: a negociação à viva voz, superando barreiras geográficas, linguísticas e ideológicas”<sup>159</sup>.

Durante toda a Idade Média e até o século XVII, é possível afirmar que as bolsas de valores tinham atribuições que não as vinculavam especificamente a valores mobiliários, pois estavam restritas à compra e venda de moedas, letras de câmbio e metais preciosos<sup>160</sup>.

A palavra bolsa, no sentido comercial e financeiro, nasceu em *Brujas*, cidade lacustre da Bélgica, capital de *Flandres*, pertencente à liga *Hanseática*, em que se realizavam assembleias de comerciantes na casa de Van der Burse, em cuja fachada tinha afixada um escudo com três bolsas, simbolizando honradez e méritos por sua atuação na área mercantil – o brasão do proprietário<sup>161</sup>.

---

<sup>157</sup> PINHEIRO, 2007, p. 131

<sup>158</sup> CORSETTI, 2013, p. 55.

<sup>159</sup> PINHEIRO, 2007, p. 175.

<sup>160</sup> CORSETTI, 2013, p. 55.

<sup>161</sup> PINHEIRO, 2007, p. 175.

A primeira bolsa de caráter internacional foi criada em Antuérpia, na Bélgica, no ano de 1531. Mais tarde, foram fundadas as bolsas de Londres (1554), Paris (1724) e Nova Iorque (1792)<sup>162</sup>.

Durante esse período, costuma-se fazer menção a uma verdadeira Revolução Financeira ocorrida na Inglaterra no fim do século XVII, período durante o qual foram implementadas inúmeras medidas de fomento ao crédito e circulação de títulos, como a emergência do mercado acionário<sup>163</sup>.

Os ingleses instalaram o Banco da Inglaterra, em 1605, enquanto Isaac Newton, administrando a casa da moeda, fixou o padrão de purificação e cunhagem de moedas de ouro. Estes foram os principais fatos que deram origem ao primeiro sistema financeiro integrado do mundo moderno e o crescimento significativo dos negócios exigiu a organização da bolsa em caráter oficial<sup>164</sup>.

No século XVIII essas instituições alcançaram grande desenvolvimento, em virtude das exigências de fé pública, que obrigavam os banqueiros a fracionarem os empréstimos em títulos de participação. Com a expansão das sociedades por ações, a bolsa assumiu papel preponderante na oferta e demanda de capitais, experimentando elevado desenvolvimento devido à criação de grandes companhias mercantis, as Companhias das Índias<sup>165</sup>.

A partir do século XIX, as bolsas de valores restringiram sua atuação nos mercados de capitais, ou seja, à negociação de títulos e valores mobiliários. Com o surgimento dos mercados de títulos representativos de mercadorias (*commodities*), foram criados locais específicos para sua negociação, as bolsas de mercadorias<sup>166</sup>.

Segundo a federação mundial de bolsas, durante as últimas décadas, as bolsas de valores mobiliários passaram a desempenhar um novo papel de grande importância no sistema financeiro internacional, qualitativamente diferente de quaisquer outros vistos desde a II Guerra Mundial. No final dos anos 90, as bolsas tornaram-se o símbolo do capitalismo e encontram-se no centro desse sistema<sup>167</sup>.

No Brasil, ao longo da história da economia, as bolsas de valores foram vistas envoltas em um manto de mistério. Um intrigado mundo no qual somente os grandes

---

<sup>162</sup> CORSETTI, 2013, p. 55.

<sup>163</sup> MELLO NETO, 2015, p. 22.

<sup>164</sup> CORSETTI, 2013, p. 55.

<sup>165</sup> PINHEIRO, 2007, p. 175.

<sup>166</sup> CORSETTI, 2013, p. 56.

<sup>167</sup> PINHEIRO, 2007, p. 176.



investidores e especuladores tinham acesso. As pessoas alheias a este ambiente têm recebido informações distorcidas por romancistas ou roteiristas, que deram visão da bolsa ligada a seu passado mais imediato. Toda a literatura posterior ao *Crack* de 1929 nos Estado Unidos e 1971 no Brasil, centrou sua atenção nas grandes perdas das operações em bolsas<sup>168</sup>.

Existem, no Brasil, seis bolsas de valores: bolsa de valores do Paraná, bolsa de valores de São Paulo, bolsa de valores do Rio de Janeiro, bolsa de valores de Minas Gerais, Espírito Santo e Brasília, bolsa de valores da Bahia, Sergipe e Alagoas e bolsa de valores regional. Contudo, desde o final de 2000, todos os negócios com valores mobiliários no Brasil, estão centralizados na BOVESPA e as demais bolsas, quando não estão desativadas, limitam-se a prestação de serviço de divulgação do mercado acionário ou formação de profissionais<sup>169</sup>.

Até o ano de 2007, a BOVESPA era uma associação de sociedades corretoras de valores mobiliários. Naquele ano, ocorreu a sua desmutualização, isto é, transformação em sociedade anônima aberta. As ações da BOVESPA, como as de qualquer outra companhia aberta brasileira, são negociadas no pregão mantido por ela mesma<sup>170</sup>.

Hoje as bolsas voltam a ocupar lugar de destaque no contexto econômico, como local onde se gerenciam capitais desenhando operações financeiras e assumindo sua dupla função como canalizadora da poupança e como instrumento de financiamento empresarial<sup>171</sup>.

Atualmente, a BM&FBOVESPA S.A. (Bolsa de Valores Mercadorias e Futuros), é uma companhia de capital aberto, responsável pela administração dos mercados organizados de título de valores mobiliários, tal qual como pelo funcionamento e desenvolvimento de mercados livres e abertos para a negociação de quaisquer espécies de títulos ou contratos que possuam como referência ou tenham por objetivo ativo financeiros, índices, indicadores, taxas, mercadorias, moedas, energias, transporte, *commodities* e outros<sup>172</sup>.

Na bolsa de valores as operações:

---

<sup>168</sup> PINHEIRO, 2007, p. 121.

<sup>169</sup> COELHO, 2019, p. 93.

<sup>170</sup> COELHO, 2019, p. 93.

<sup>171</sup> PINHEIRO, 2007, p. 121.

<sup>172</sup> CORSETTI, 2013, p. 56.

[...] (i) são “padronizadas, o que permite a formação de preços e a criação de um mercado líquido; (ii) são negociadas em sistemas de negociação que contam com regras próprias para a disseminação de informações e a formação de preços; e (iii) são compensadas e liquidadas por meio de um sistema de compensação e liquidação (o respectivo sistema de *clearing*) que atua como contraparte central (na leitura internacional *Central Counterparty* ou CCP), assume a posição de contraparte de todos os participantes e, para tal, se apoia sobre uma estrutura de salvaguardas (garantias, fundos, mutualizados e outras) considerada razoável<sup>173</sup>.

Como entidades privadas, as bolsas de valores não se enquadram na categoria dos órgãos públicos, ou seja, não integram a administração pública, direta ou indireta. Seu objeto consiste em manter local ou sistema adequado à realização de operações de compra e venda de títulos ou valores mobiliários<sup>174</sup>. Possuem autonomia financeira, patrimonial e administrativa e são fiscalizadas pelo Bacen e pela Comissão de Valores Mobiliários.<sup>175</sup>

Funcionam regularmente como sistemas centralizados e multilaterais de negociação que possibilitam o encontro e a interação de ofertas de compra e venda de valores mobiliários.<sup>176</sup> Dessa forma, as bolsas de valores constituem, no conjunto, um mercado para os chamados títulos primários, que são as ações. “O investidor entrega sua poupança a uma empresa que em troca lhe dá título de domínio indireto (as ações ordinárias) ou de participação de lucros (as ações preferenciais)”<sup>177</sup>.

Uma das funções da bolsa de valores é ampliar o volume de negociações com os valores mobiliários de companhias abertas, de modo a conferir liquidez ao investimento correspondente<sup>178</sup>, ou seja, a missão da bolsa de valores não é de criar riqueza, mas, sim, de transferir os recursos da economia e propiciar aos investidores a certeza de poderem migrar com seus recursos de um investimento para outro quando assim o desejarem<sup>179</sup>.

#### 1.4.2.2. O novo mercado

<sup>173</sup> YAZBEK, Otavio *in* SOUZA JÚNIOR, Francisco Satiro (coord.) Direito, gestão e prática: mercado de capitais. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 124.

<sup>174</sup> COELHO, 2019 p. 92.

<sup>175</sup> BRASIL. Brasil Bolsa Balcão. Por dentro da B3, p. 8.

<sup>176</sup> BRASIL. Brasil Bolsa Balcão. Por dentro da B3, p. 8.

<sup>177</sup> SILVIA, 2007, p. 331.

<sup>178</sup> COELHO, 2019, p. 92 – 93.

<sup>179</sup> PINHEIRO, 2007, p. 177.

Vale destacar que, desde o final de 2000, a BOVESPA mantém o novo mercado, uma inovação ao mercado de capitais brasileiro.

O novo mercado é o segmento especial de listagem de maior governança corporativa. Sua criação, no ano de 2000, foi uma quebra de paradigmas para o mercado de capitais brasileiro e modificou a conjuntura da captação de ações, pois trouxe mais governança, consolidando as regras para o mercado<sup>180</sup>.

O regulamento de listagem do novo mercado criou uma seção especial do mercado de valores mobiliários na bolsa de valores de São Paulo, reservado à negociação de ações emitidas por empresas que se comprometem à adoção de práticas de governança corporativa e *disclosure* adicional. Esse modelo denominado Novo Mercado, inspirou-se no *Neuer Markt*, da Bolsa Alemã, apesar de lá ter gerado, aparentemente, a queda do preço das ações e o fechamento do capital e saída da Bolsa de muitas empresas<sup>181</sup>.

O Novo Mercado se tornou referência no mercado internacional e conduz as empresas ao mais elevado padrão de Governança Corporativa<sup>182</sup>. Respalda-se na premissa de que os direitos concedidos aos acionistas e a qualidade das informações que lhes são prestadas influenciam, benéficamente, a valorização e a liquidez das ações. Essa sua característica distingui-lo-ia do modelo inspirador alemão, cujo fracasso pode-se creditar à falha de seleção das empresas admitidas nesse tipo de mercado e à falta de meios postos à disposição do investidor para avaliar a qualidade das ações lançadas<sup>183</sup>.

Com o novo mercado pretende criar um ambiente mais adequado para que as empresas, em função de melhores práticas de governança corporativa e maior transparência de informações, proporcionem maior segurança aos investidores e amenizem seus custos de captação de recursos<sup>184</sup>.

#### 1.4.2.3. Mercado de balcão

---

<sup>180</sup> BRASIL. Brasil Bolsa Balcão. Por dentro da B3, p. 38.

<sup>181</sup> PROENÇA, 2005, p. 105.

<sup>182</sup> BRASIL. Brasil Bolsa Balcão. Por dentro da B3, p. 38.

<sup>183</sup> PROENÇA, 2005, p. 106.

<sup>184</sup> PROENÇA, 2005, p. 106.

Pode-se definir o mercado de balcão como um mercado organizado de títulos, cuja negociação não se faz em local determinado – como o mercado de bolsas. Por não serem empresas registradas em bolsas, suas ações estão fora do controle e sem as garantias de uma bolsa de valores<sup>185</sup>.

O mercado de balcão divide-se em: mercado de balcão organizado e mercado de balcão não organizado.

Verifica-se que, no mercado de balcão organizado, há a presença de uma entidade autorizada pela Comissão de Valores Mobiliários para centralizar e organizar as diversas negociações ocorridas fora das bolsas de valores, à medida que no mercado não organizado “inexiste qualquer entidade que centraliza os negócios, os quais ocorrem entre as instituições financeiras habilitadas pela CVM a intermediarem transações com valores mobiliários”<sup>186</sup>.

No mercado de balcão as operações não são padronizadas, adaptando-se conforme as necessidades das contrapartes envolvidas - é este o *locus* em que surgem os chamado “derivativos exóticos”. As operações são negociadas diretamente entre as partes e são liquidadas diretamente entre as partes que, para melhor administrar a sua exposição ao risco de um inadimplemento, podem adotar soluções das mais diversas<sup>187</sup>.

Pode-se definir o mercado de balcão como aquele ambiente descentralizado, em que os negócios são fechados diretamente entre as partes, com uso de diversos meios e em que as partes dispõem de maior capacidade de conformação dos termos e das condições das operações realizadas<sup>188</sup>.

#### 1.4.3. Mercado primário e secundário de capitais

A empresa em fase de crescimento necessita de recursos financeiros para financiar seus projetos de expansão e, para isso, pode recorrer ao mercado de capitais. A abertura de capital é uma fonte alternativa de recursos das empresas que apresentam grandes vantagens sobre os recursos ofertados pelas instituições financeiras, tais como: não acarretam encargo fixo para a empresa; não tem prazo

---

<sup>185</sup> PINHEIRO, 2007, p. 174

<sup>186</sup> MELLO NETO, 2015, p. 39.

<sup>187</sup> YAZBEK, Otavio *in* SOUZA JÚNIOR, 2013, p. 125

<sup>188</sup> YAZBEK, Otavio *in* SOUZA JÚNIOR, 2013, p. 125.

para resgate; proporcionam ao investidor melhor barreira contra a inflação, porque representam a propriedade da empresa, que geralmente tem sua valorização, ao longo do tempo, atrelada à inflação<sup>189</sup>.

O mercado primário de capitais está relacionado à principal função econômica do mercado de capitais de “permitir às empresas a captação de recursos não exigíveis para o financiamento de seus projetos de investimento ou mesmo para alongar o prazo de suas dívidas”, mediante a emissão pública de seus valores mobiliários<sup>190</sup>.

Nesse mercado, relacionam-se as duas figuras centrais do mercado: de um lado, as companhias emissoras de valores mobiliários; do outro, investidores que disponibilizarão seus recursos à emissora para sua capitalização, adquirindo direitos que variarão conforme a natureza dos valores mobiliários emitidos<sup>191</sup>.

Na referida operação negocial, o investidor paga o preço para a sociedade emitente e passa a ser o primeiro acionista titular do valor mobiliário em questão. Esse negócio entre a companhia emissora e o investidor, denominado subscrição, ocorre no mercado primário de capitais<sup>192</sup>.

Dessa maneira, ocorrida a subscrição no mercado primário, evidenciou-se a necessidade de outro tipo de mercado de capitais, uma vez que, como bem observa Eizirik, “a existência do mercado primário seria extremamente prejudicada se, após subscreverem os novos valores mobiliários emitidos, os investidores não tivessem condições de negociá-los com terceiros”<sup>193</sup>.

Depois da compra de ações no mercado primário, o investidor desejará converter as aplicações realizadas novamente em dinheiro, vendendo suas ações para um futuro comprador que não adquiriu as ações no momento da emissão primária. Para a realização da operação, o vendedor deverá recorrer a uma instituição financeira credenciada e operar com valores, para que realize uma operação chamada secundária<sup>194</sup>.

Esse outro negócio jurídico, que tem por objeto a mesma ação, denomina-se mercado secundário de capitais<sup>195</sup> e desempenha uma função importante, qual seja:

---

<sup>189</sup> PINHEIRO, 2007, p. 124.

<sup>190</sup> EIZIRIK; GAAL; PARENTE; HENRIQUES, 2008, p. 8.

<sup>191</sup> MELLO NETO, 2015, p. 38.

<sup>192</sup> COELHO, 2019, p. 91.

<sup>193</sup> EIZIRIK; GAAL; PARENTE; HENRIQUES, 2008, p. 9.

<sup>194</sup> PINHEIRO, 2007, p. 172.

<sup>195</sup> COELHO, 2019, p. 91.

a própria garantia do mercado primário, vez que se permite a rápida negociação de títulos e valores, atraindo para investimentos o homem comum, que tem aversão a atividades de risco<sup>196</sup>.

Nota-se que o mercado secundário serve como um importante termômetro e orientador de novas emissões públicas no mercado primário, porque “as sociedades cujos papéis estejam bem cotados na bolsa têm natural facilidade em colocar no mercado novas emissões de ações”<sup>197</sup>, isto é, facilita a captação de recursos por meio da emissão de novos títulos no mercado, porque “os investidores normalmente preferem adquirir valores mobiliários que possam mais rapidamente alienar”<sup>198</sup>.

Do ponto de vista jurídico, vale ressaltar que a lei das sociedades anônimas dispõe que o valor da cotação das ações no mercado secundário (bolsa de valores ou no mercado de balcão organizado) será utilizado como referência para calcular o preço de lançamento de novas ações no mercado primário, observada a condição do mercado<sup>199</sup>.

O mercado de capitais secundário mais característico é aquele que se desenvolve em torno das bolsas de valores – através do pregão – por constituir uma instituição capaz de potencializar os negócios realizados, aumentando as oportunidades de encontro entre compradores e vendedores, anunciando-se, em razão disso, que os valores cotados na bolsa têm maior liquidez<sup>200</sup>.

Todavia, apesar de o mercado de balcão não dispor do mesmo controle e garantias para os investidores, por não apresentar a mesma transparência da bolsa de valores<sup>201</sup>, o mercado de capitais secundário também se faz presente no mercado de balcão, como “alternativa à bolsa de valores, abrindo possibilidades de captação de recursos por empresas que não teriam normalmente acesso às bolsas, principalmente devido aos altos custos envolvidos”<sup>202</sup>.

Ademais, nestes tempos de globalização financeira, verifica-se a necessidade de os países fortalecerem suas economias de mercado. Para isso, é fundamental que as opções de financiamentos de empresas sejam bem diversificadas. Nesse cenário,

---

<sup>196</sup> MELLO NETO, 2015, p. 41.

<sup>197</sup> MELLO NETO, 2015, p. 41.

<sup>198</sup> EIZIRIK; GAAL; PARENTE; HENRIQUES, 2008, p. 10 – 11.

<sup>199</sup> BRASIL. Lei n.º 6.404, artigo 170, § 1.º, II.

<sup>200</sup> MELLO NETO, 2015, p. 41.

<sup>201</sup> CORSETTI, 2013, p. 65.

<sup>202</sup> MELLO NETO, 2015, p. 41.

o mercado de capitais mostra-se como importante fator para o cumprimento de tal objetivo, tendo em vista que sua solidez amplia as opções de financiamentos empresariais, além de ser fundamental para o fortalecimento da economia<sup>203</sup>.

#### 1.4.4. Mercado de capitais e desenvolvimento econômico

O surgimento do mercado de capitais ocorreu quando o mercado de crédito deixou de atender as necessidades da atividade produtiva, no sentido de garantir o fluxo de recursos nas condições adequadas em termos de prazo, custos e exigibilidades. Seu fundamento é permitir e orientar a estruturação de uma sociedade pluralista, baseada na economia de mercado, com a participação coletiva nos resultados da economia, bem como contribuir para o desenvolvimento econômico, atuando como propulsor de capitais para os investimentos, estimulando a formação da poupança privada<sup>204</sup>.

Nesse contexto, o mercado de capitais assume grande importância: mobilizar recursos da poupança popular e transferi-los para investimentos, aumentando a capacidade produtiva do país<sup>205</sup>.

Levando-se em consideração que o mercado de capitais é a principal fonte de capital próprio para empresas, a sua efetividade torna-se vital para o oferecimento desta opção dentro da economia. Para que um mercado de capitais seja efetivo, ele necessita de dois elementos fundamentais: investidores dispostos a investir e empresas dispostas a abrir o capital<sup>206</sup>.

O mercado de capitais representa um indutor, canalizador e otimizador do processo poupança/investimento, com o escopo de capitalizar as empresas e conferir liquidez aos títulos por elas emitidos<sup>207</sup>.

Investimento e poupança constituem o cerne de todo o sistema financeiro. Poupança é definida como a parte da renda não consumida. O indivíduo racional concorda em trocar um poder de consumo presente e certo por um poder de consumo

---

<sup>203</sup> CORSETTI, 2013, p. 67.

<sup>204</sup> PINHEIRO, 2007, p. 131

<sup>205</sup> ANDREZO, 2007, p. 11.

<sup>206</sup> PINHEIRO, 2007, p. 128.

<sup>207</sup> MELLO NETO, 2015, p. 37.

futuro e incerto. Por outro lado, a utilização dos recursos poupados, próprios ou de terceiros, para ampliar a capacidade produtiva representa um investimento<sup>208</sup>.

Porém, como a captação dos recursos não são empréstimos, a companhia não está obrigada a devolver os recursos aos investidores (exceto no caso de debêntures e *commercial papers*, que também integram o mercado de capitais), mas sim, de enumerá-los, sob a forma de dividendos - caso apresente lucros<sup>209</sup>.

Disso decorre a natureza do mercado “de risco”, já que os investidores não possuem garantia quanto ao retorno de seus investimentos, que dependerá dos resultados econômicos da companhia. Conquanto as ações constituam investimentos de risco, “são, usualmente, dotadas de liquidez, isto é, podem ser rapidamente transformadas em dinheiro, particularmente quando admitidas à negociação em bolsa de valores”<sup>210</sup>.

O investidor médio evita o risco e não procura investimentos a longo prazo (*long-term capital gains*). A expectativa desse investidor é construída em torno de um *long-term growth*, ou seja, é estruturada à volta de um crescimento a longo prazo. Para manter o mercado de valores no seio de uma “salutar e higiênica funcionalidade Razão Técnico-Instrumental, convém, sempre defender, caso seja esse o objetivo, políticas jurídicas econômicas” que favoreçam o desenvolvimento da confiança desses mesmos investidores<sup>211</sup>.

Contudo, para que o mercado de capitais tenha condições de cumprir com as funções a que se propõe – canalização da poupança para financiar investimentos, impulsionando o crescimento econômico –, é indispensável a existência de regulação com regras aos participantes. Se um investidor decide alocar os recursos de sua poupança, comprando ações de uma empresa, confiando na competência dos administradores, deve ter tranquilidade para confiar que o Estado está regulando o mercado de capitais de forma a garantir que os riscos aos quais está se expondo sejam riscos normais de mercado<sup>212</sup>.

---

<sup>208</sup> ANDREZO, 2007, p. 2.

<sup>209</sup> EIZIRIK; GAAL; PARENTE; HENRIQUES, 2008, p. 8.

<sup>210</sup> EIZIRIK; GAAL; PARENTE; HENRIQUES, 2008, p. 9.

<sup>211</sup> BANDEIRA, Gonçalo S. de Melo. Abuso de mercado e reponsabilidade penal das pessoas (não) colectivas: contributo para a compreensão dos bens jurídicos colectivos e dos “tipos cumulativos” na mundialização. Curitiba: Juruá, 2012, p. 379 – 380.

<sup>212</sup> CORSETTI, 2013, p. 71.



O fim de verificar a legitimidade e a conformidade constitucional da tutela jurídica do mercado de capitais é, a princípio, o artigo 3.<sup>o</sup><sup>213</sup> da Constituição de 1988, que trata dos objetivos fundamentais da República Federativa do Brasil, em destaque o disposto em seu inciso II, que prevê a garantia do desenvolvimento nacional (social, cultural, educacional) que se concretiza em função e por força do desenvolvimento econômico; o Poder Legislativo, por sua vez, não poderia furtar-se a editar normas para a viabilização dos objetivos fundamentais da República<sup>214</sup>. Ademais, a atividade legislativa em matéria de mercado de capitais deve ser norteada para o “desenvolvimento equilibrado do País e a servir aos interesses da coletividade”, conforme se depreende do texto constitucional<sup>215</sup>.

Aliás, o reconhecimento de direitos humanos de caráter econômico e social (direitos de segunda dimensão) foi o principal benefício que a humanidade recolheu do movimento socialista, iniciado na primeira metade do século XIX. O titular desses direitos não é o ser humano abstrato, mas o “conjunto de grupos sociais esmagados pela miséria, a doença, a fome e a marginalização”, decorrente dos desejos do sistema capitalista de produção, cuja lógica consiste em atribuir aos bens de capital um valor muito superior ao das pessoas<sup>216</sup>.

Pode-se afirmar que a fonte do tratamento jurídico do poder econômico, em sede de direitos humanos, é identificada no artigo XXII da Carta Universal dos Direitos Humanos, de 10 de dezembro de 1948, que dispõe:

[...] todo ser humano, como membro da sociedade, tem direito à segurança social, à realização pelo esforço nacional, pela cooperação internacional e de acordo com a organização e recursos de cada Estado, dos direitos econômicos, sociais e culturais indispensáveis à sua dignidade e ao livre desenvolvimento da sua personalidade [...]<sup>217</sup>

Como exemplo, para aproximar do objeto do presente trabalho, a omissão do legislador em proibir as negociações insidiosas no mercado de capitais, vale dizer, as

---

<sup>213</sup> Constituem objetivos fundamentais da República Federativa do Brasil: I - construir uma sociedade livre, justa e solidária; II - garantir o desenvolvimento nacional; III - erradicar a pobreza e a marginalização e reduzir as desigualdades sociais e regionais; IV - promover o bem de todos, sem preconceitos de origem, raça, sexo, cor, idade e quaisquer outras formas de discriminação. BRASIL. 1988, artigo 3.<sup>o</sup>.

<sup>214</sup> CORSETTI, 2013, p. 62.

<sup>215</sup> BRASIL. 1988, artigo 192.

<sup>216</sup> COMPARATO, Fábio Konder. A afirmação histórica dos direitos humanos. VIII ed. São Paulo/SP: Saraiva. 2013, p. 66.

<sup>217</sup> NAÇÕES UNIDAS. Declaração universal dos direitos humanos. Disponível em: <https://nacoesunidas.org/wp-content/uploads/2018/10/DUDH.pdf>

realizadas mediante o uso indevido de informações privilegiadas, ainda desconhecidas dos demais investidores, garantiria um privilégio a todos os que têm acesso a tais informações; “por outro lado, estaria discriminando os primeiros, por colocá-los em posição de inferioridade relativamente aos últimos”<sup>218</sup>.

Para que o mercado de capitais brasileiro possa oferecer à economia do país recursos com custos e prazos semelhantes aos disponíveis para seus concorrentes internacionais, destacam-se as condições de eficiência adotadas pelo plano diretor:

- [...] I – Legislação: tratamento equitativo no relacionamento entre agentes econômicos, com adequada proteção aos investidores;
- II – Transparência: padrões de contabilidade e demais critérios de divulgação que assegurem amplo acesso dos investidores e demais agentes do mercado a todas as informações relevantes para a correta avaliação das expectativas de risco e retorno das aplicações;
- III – *Enforcement*: garantia de respeito às leis e contratos pela eficaz operação de órgãos reguladores, do Poder judiciário e ou de mecanismos de arbitragem [...] <sup>219</sup>.

Nota-se, em vista disso, que para o crescimento do mercado de capitais, uma boa estrutura institucional é requisito fundamental. Faz-se necessária uma infraestrutura do sistema bancário, da regulação de títulos, das bolsas de valores, de tipos específicos de intermediários, de fundos de investimentos. “A confiabilidade nessas instituições e a manutenção de informações aos investidores assumem o caráter de *condition sine qua non* para o desenvolvimento do mercado de capitais”<sup>220</sup>.

A maturidade do mercado de capitais de um país influencia diretamente o desenvolvimento de sua economia, tendo em vista que seu bom funcionamento atrairá cada vez mais poupadores, dispostos a obter lucros a partir da disponibilização de seus excedentes. Seu bom funcionamento atrairá mais agentes deficitários dispostos a tomar recursos para cobrir seus investimentos, em virtude desse processo de distribuição de recursos que se evidenciam as funções econômica e social do sistema financeiro<sup>221</sup>.

Considerando o crescimento econômico como uma das necessidades básicas de qualquer país e reconhecendo que não existe um crescimento econômico sem

---

<sup>218</sup> PROENÇA, 2005, p. 200.

<sup>219</sup> BRASIL. Comitê para o desenvolvimento do mercado de capitais. Plano diretor do mercado de capitais. Disponível em: <https://codemec.org.br/plano-diretor-de-mercado-de-capitais/>. Plano diretor do mercado de capitais. 2.1.3. Condições necessárias à funcionalidade e eficiência do mercado de capitais, alínea “b”.

<sup>220</sup> PROENÇA, 2005, p. 76.

<sup>221</sup> ASSAF NETO, 2014, p. 39.

investimento, pode-se afirmar que a formação de capital constitui um dos anseios primordiais das nações. Nota-se que mercados de capitais bem organizados logram promover tanto a formação de poupanças quando a rapidez do processo de financiamento<sup>222</sup>.

Dessa forma, é missão do mercado de capitais oferecer as condições financeiras para fomentar o crescimento econômico, gerar empregos e democratizar oportunidades e capital; oferecer alternativas de investimento seguras e rentáveis para mobilizar recursos de poupança, para servir também de base aos planos de previdência complementar; conduzir esses recursos para financiar os “investimentos mais produtivos e socialmente desejáveis, inclusive infraestrutura, habitação e empresas emergentes em condições competitivas com o mercado internacional<sup>223</sup>.

Constata-se que o crescimento de um mercado de capitais tem forte e direta influencia no crescimento econômico, visto que viabiliza a canalização da poupança para os investimentos diretos no setor produtivo<sup>224</sup>.

### **1.5. O sistema do mercado de capitais no direito comparado**

O direito comparado, representa o meio para ampliar a experiência jurídica no espaço, permite entender e avaliar melhor os diversos sistemas jurídicos, e reconstitui os traços fundamentais do direito na civilização atual. Na prática, constitui um meio para desenvolver a linguagem jurídica internacional e, desenvolver uma linguagem internacionalmente uniforme, acaba por contribuir para uma sempre maior compreensão, aproximação, cooperação, unificação internacional<sup>225</sup>.

Um dos pontos mais importantes da regulação do mercado é o que diz respeito à repressão ao *insider trading*. Trata-se de um dos mais graves exemplos das disfunções do mecanismo societário nas companhias de mercado, ocorridas na economia moderna<sup>226</sup>. Não é difícil perceber que o *insider*, ao usar deslealmente informações privilegiadas, faz mais que violar o dever de informação e de lealdade,

---

<sup>222</sup> PROENÇA, 2005, p. 77.

<sup>223</sup> BRASIL. Comitê para o desenvolvimento do mercado de capitais. plano diretor do mercado de capitais, item 2.1.2.

<sup>224</sup> CORSETTI, 2013, p. 70.

<sup>225</sup> ASCARELLI, Tullio. Problemas das sociedades anônimas e direito comparado. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 1969. p. 4.

<sup>226</sup> LEÃES, 1982, p. 140.

ele desestabiliza o mercado, comprometendo-lhe, por conseguinte, a eficiência, fere, a transparência, a ética, sem cuja preservação o mercado de capitais não levará a bom termo as metas para as quais foi direcionado<sup>227</sup>.

Recorrentes casos de *insider trading* vêm ocorrendo nos últimos anos, ainda mais quando o momento atual é caracterizado pela internacionalização dos mercados financeiros, o que levou os sistemas jurídicos a serem equiparados a regulamentos que poderiam resolver esse problema, no qual o direito penal tem desempenhado um papel essencial<sup>228</sup>.

Ao longo dos séculos XVI, XVII e XVIII, a utilização de informação não disponível para todos os participantes do mercado era o assunto em pauta, isto é, a utilização de informação privilegiada indevida é tão antiga quanto às bolsas de valores. Existem registros de grupos, durante o século XVII, que, diante de informações privilegiadas, negociaram suas ações em prejuízo de investidores que não desfrutavam de tais informações, provocando o enriquecimento próprio e o empobrecimento alheio<sup>229</sup>.

Por essas e outras, no século XIX, a bolsa de valores era vista como um local de especulação, para ganhar dinheiro fácil utilizando-se de manipulação de preços, propagação de notícias falsa, além da utilização de informação privilegiada. É, contudo, no século XX que de modo reiterado e insistente, se expõe e denuncia a prática do *insider trading* ou *insider dealing*<sup>230</sup>. Com isso, o Estado aparece, portanto, criando e protegendo os direitos de propriedade<sup>231</sup>.

#### 1.5.1. A repressão ao *insider trading* nos estados unidos da américa

No direito norte-americano, conceitua-se o *insider trading* como o efetivo aproveitamento (*material fact*) de informações confidenciais sobre o estado e os negócios da companhias, que têm os administradores e os principais acionistas, para

---

<sup>227</sup> MÜSSNICH, 2017, p. 25.

<sup>228</sup> Redação original: *La conmoción que resonantes casos de insider trading se han ido produciendo en los últimos anos, más aun cuando el momento actual se caracteriza por la internacionalización de los mercados financieros, ha propiciado que los ordenamientos jurídicos se hayan ido equipando de una normativa que pudiera afrontar este tipo de ilícitos, en la que el Derecho penal ha jugado un papel esencial.* INIESTA, 1995, p. 5.

<sup>229</sup> COSTA; RAMOS, 2006, p. 18.

<sup>230</sup> COSTA; RAMOS, 2006, p. 18.

<sup>231</sup> PROENÇA, 2005, p. 210.

negociar valores mobiliários de emissão da sociedade, em posição privilegiada, em detrimento dos investidores e dos acionistas que não tiveram acesso simultâneo a essas mesmas informações<sup>232</sup>.

A criminalização dessa conduta, surge após a crise dos mercados que levou ao *crash* das Bolsas em 1929, juntamente com a legislação de cunho interventivo do *New Deal* em clima de reforma e recuperação emergencial da economia<sup>233</sup>. A obra legislativa do *New Deal*, do Presidente Rossevelt, sempre trouxe a ressalva de que se não tratava de uma restrição, mas de uma coordenação da sociedade civil, em tempo de crise conjuntural. “Rossevelt, em seu livro *Looking Forward* adverte: “Não defendo o controle de classe, mas um autêntico concerto de interesses”<sup>234</sup>.

Do ponto de vista normativo, após o “crack” da bolsa de Nova York, o Congresso dos Estados Unidos elaborou duas leis do mercado de ações que serviram de modelo para legislação posterior e que se cristalizaram nas primeiras leis do mercado de ações valores: a *securities act* de 1933 e a *securities exchanger act* de 1934<sup>235</sup>.

Essa legislação reguladora do mercado de capitais, introduziu um instrumento extremamente original de controle social, o *full and fair disclosure* - toda a legislação reguladora do mercado de capitais gravita em torno desse conceito nuclear com o objetivo de impor a prática do *disclosure*. O propósito desses comandos é o de possibilitar ao investidor comum as informações necessárias para que possa tomar decisões criteriosas com relação aos seus investimentos, e assegurar que essas informações sejam verdadeiras<sup>236</sup>.

A adoção de uma legislação repressora ao *insider trading*, traz certa moralização do mercado de capitais. No entanto, como bem aponta Comparato, a legislação:

[...] deve ser elaborada sem a ambição de reprimir *in totum* a prática condenável, o que a experiência estrangeira tem revelado ser impossível. Bastaria, no entanto, afastar do novo mercado de capitais as principais

<sup>232</sup> CARVALHOSA, Modesto. Comentários à lei de sociedades anônimas. 3 vol. 6. ed. São Paulo: Saraiva, 2014, p. 418.

<sup>233</sup> CORSETTI, 2013, p. 87.

<sup>234</sup> LEÃES, 1982, p. 15.

<sup>235</sup> Redação original: *Desde un punto de vista normativo, tras el “crack” de la Bolsa de Nueva York, el Congreso de los Estado Unidos elaboró sendas leyes del mercado de valores que han servido de modelo a posteriores legislaciones y que cristalizaron en las primeras leyes del mercado de valores la Securities Act de 1933 y la Securities Exchanger Act de 1934.* INIESTA, 1995, p. 82.

<sup>236</sup> LEÃES, 1982, p. 16.

manifestações do fenômeno para obter logo uma sensível melhoria em seus padrões de moralidade, em benefício do investidor inexperiente ou incauto [...]”<sup>237</sup>.

De fato, dois foram os principais dispositivos que visaram reprimir o *insider trading* na legislação de mercado norte-americano: a seção 16(b) da *securities exchange act*, de 1934, que fixa a responsabilidade do *insider* para com a própria companhia; e, a regra 10b-5, da *securities exchange act* baixada em 1942, que cuida da responsabilidade do *insider* perante qualquer particular lesado pela utilização abusiva de informações sigilosas<sup>238</sup>.

Porém, antes mesmo dessas normas federais, leis estaduais mais antigas vieram a reprimir a prática de *insider trading*. São as *blue sky laws*, assim chamadas porque visavam proteger os investidores, para quem nem o céu azul era limite para as suas aventuras no mercado de valores. A primeira lei do “céu azul” foi promulgada em Kansas, em 1911; posteriormente, dezoito estados adotaram leis semelhantes<sup>239</sup>.

#### 1.5.1.1. Seção 16 (b) da *securities exchange act*, de 1934

A seção 16 (b) da *securities exchange act*, de 1934 (alterada em 2018), também chamada de *insiders’ short-swing profit provision*, dispõe sobre o lucro auferido pelos *insiders*<sup>240</sup>, titulares de mais de 10% de ações da mesma categoria, administradores e o diretor – em razão da posição que ocupam na empresa –, em operações de compra e venda de ações realizadas em um período de seis meses a partir da venda ou da compra anteriormente feita por essas pessoas<sup>241</sup>.

<sup>237</sup> COMPARATO, 1971, p. 47.

<sup>238</sup> LEÃES, 1982, p. 141.

<sup>239</sup> LEÃES, 1982, p. 83.

<sup>240</sup> LEÃES, 1982, p. 141.

<sup>241</sup> Redação original: *For the purpose of preventing the unfair use of information which may have been obtained by such beneficial owner, director, or officer by reason of his relationship to the issuer, any profit realized by him from any purchase and sale, or any sale and purchase, of any equity security of such issuer (other than an exempted security) or a security-based swap agreement involving any such equity security within any period of less than six months, unless such security or security-based swap agreement was acquired in good faith in connection with a debt previously contracted, shall inure to and be recoverable by the issuer, irrespective of any intention on the part of such beneficial owner, director, or officer in entering into such transaction of holding the security or security based swap agreement purchased or of not repurchasing the security or security-based swap agreement sold for a period exceeding six months. Suit to recover such profit may be instituted at law or in equity in any court of competent jurisdiction by the issuer, or by the owner of any security of the issuer in the name and in behalf of the issuer if the issuer shall fail or refuse to bring such suit within sixty days after request or shall fail diligently to prosecute the same thereafter; but no such suit shall be brought more than two*

O dispositivo da seção 16 (b) que, por sua natureza, foi apelidado de *rule of the thumb* (a regra do polegar) ou de *short-swing profit prohibition provision*, é uma presunção de utilização desleal de informações privilegiadas, se preenchidas certas condições. Cumpre ressaltar que o dispositivo recebeu críticas, visto que, limitando-se a atingir o *insider trading* ocorrido dentro do prazo de seis meses, excluía as informações recebidas de segunda mão, além de não ter outorgado à SEC poderes para penalizar os infratores, restando somente a responsabilização civil<sup>242</sup>.

Tal dispositivo, contudo, para ser compreendido, deve ser lido em combinação com a seção 16 (a), que abrange o princípio do dever de informar, obrigando a todos os possuidores de mais de 10% do capital da companhia de qualquer categoria de ações, ou quem for diretor ou administrador do emissor de tais valores mobiliários, arquivar junto à SEC a quantia de ações que possui e, por meio de relatórios mensais, noticiar eventuais alterações ocorridas<sup>243</sup>.

---

*years after the date such profit was realized. This subsection shall not be construed to cover any transaction where such beneficial owner was not such both at the time of the purchase and sale, or the sale and purchase, of the security or security-based swap agreement involved, or any transaction or transactions which the Commission by rules and regulations may exempt as not comprehended within the purpose of this subsection. ESTADOS UNIDOS DA AMERICA. The Laws That Govern the Securities Industry. SECURITIES EXCHANGE ACT OF 1934. Disponível em: <https://legcounsel.house.gov/Comps/Securities%20Exchange%20Act%20Of%201934.pdf>., section 16 (b) (Alterado através de P.L. 115-141, promulgado em 23 de março de 2018).*

<sup>242</sup> PROENÇA, 2005, p. 218.

<sup>243</sup> Redação original: (1) *DIRECTORS, OFFICERS, AND PRINCIPAL STOCKHOLDERS REQUIRED TO FILE— Every person who is directly or indirectly the beneficial owner of more than 10 percent of any class of any equity security (other than an exempted security) which is registered pursuant to section 12, or who is a director or an officer of the issuer of such security, shall file the statements required by this subsection with the Commission. (2) TIME OF FILING.— The statements required by this subsection shall be filed— (A) at the time of the registration of such security on a national securities exchange or by the effective date of a registration statement filed pursuant to section 12(g); (B) within 10 days after he or she becomes such beneficial owner, director, or officer, or within such shorter time as the Commission may establish by rule; (C) if there has been a change in such ownership, or if such person shall have purchased or sold a security based swap agreement involving such equity security, before the end of the second business day following the day on which the subject transaction has been executed, or at such other time as the Commission shall establish, by rule, in any case in which the Commission determines that such 2-day period is not feasible. (3) CONTENTS OF STATEMENTS.— A statement filed — (A) under subparagraph (A) or (B) of paragraph (2) shall contain a statement of the amount of all equity securities of such issuer of which the filing person is the beneficial owner; and (B) under subparagraph (C) of such paragraph shall indicate ownership by the filing person at the date of filing, any such changes in such ownership, and such purchases and sales of the security-based swap agreements or security-based swaps 63 as have occurred since the most recent such filing under such subparagraph. (4) ELECTRONIC FILING AND AVAILABILITY.— Beginning not later than 1 year after the date of enactment of the Sarbanes Oxley Act of 2002 — (A) a statement filed under subparagraph (C) of paragraph (2) shall be filed electronically; (B) the Commission shall provide each such statement on a publicly accessible Internet site not later than the end of the business day following that filing; and (C) the issuer (if the issuer maintains a corporate website) shall provide that statement on that corporate website, not later than the end of the business day following that filing. ESTADOS UNIDOS DA AMERICA. The Laws That Govern the Securities Industry. SECURITIES EXCHANGE ACT OF 1934, section 16 (a) (Alterado através de P.L. 115-141, promulgado em 23 de março de 2018).*

Considerando que a regra prevista pela Seção 16 não previa o ressarcimento de danos causados a acionistas e investidores nas transações com *insiders*, em que estes agissem motivados por informações privilegiadas, passou-se a chamar o disposto na seção 10 (b)<sup>244</sup> da *securities exchange act*, de 1934, com o fim de estender àqueles a proteção contra prejuízos sofridos, haja vista que este artigo coibia de maneira genérica uma série de práticas entendidas como fraudulentas<sup>245</sup>.

No entanto, a regra trazida Seção 16 da *securities exchange act*, de 1934, em especial por sua parte “b”, bem como o artigo 10 (b), não eram autoexecutáveis, dependendo de regulamentação pela SEC, só promulgada em 1942, com a edição da regra 10 b-5, como ato interpretativo do segundo, que estendeu aos investidores a proteção contra práticas fraudulentas<sup>246</sup>.

#### 1.5.1.2. Regra 10 b-5 *securities exchange act*, de 1942

O segundo instrumento legal da repressão ao *insider trading*, na legislação de mercado norte-americano, vale dizer, ao ato administrativo baixado em 1942 pela *Securities na Exchange Commission*, de interpretação à seção 10 (b) da Lei de 1934,

---

<sup>244</sup> Redação original: (a) *POSITION LIMITS*.—As a means reasonably designed to prevent fraud and manipulation, the Commission shall, by rule or regulation, as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors, establish limits (including related hedge exemption provisions) on the size of positions in any security-based swap that may be held by any person. in establishing such limits, the Commission may require any person to aggregate positions in— (1) any security-based swap and any security or loan or group of securities or loans on which such security based swap is based, which such security-based swap references, or to which such security-based swap is related as described in paragraph (68) of section 3(a), and any other instrument relating to such security or loan or group or index of securities or loans; or (2) any security-based swap and— (A) any security or group or index of securities, the price, yield, value, or volatility of which, or of which any interest therein, is the basis for a material term of such security-based swap as described in paragraph (68) of section 3(a); and (B) any other instrument relating to the same security or group or index of securities described under subparagraph (A). (b) *EXEMPTIONS*.—The Commission, by rule, regulation, or order, may conditionally or unconditionally exempt any person or class of persons, any security-based swap or class of security-based swaps, or any transaction or class of transactions from any requirement the Commission may establish under this section with respect to position limits. (c) *SRO RULES*.— (1) in *GENERAL*.—As a means reasonably designed to prevent fraud or manipulation, the Commission, by rule, regulation, or order, as necessary or appropriate in the public interest, for the protection of investors, or otherwise in furtherance of the purposes of this title, may direct a self-regulatory organization— (A) to adopt rules regarding the size of positions in any security-based swap that may be held by— (i) any member of such self-regulatory organization; or (ii) any person for whom a member of such selfregulatory organization effects transactions in such security- based swap; and (B) to adopt rules reasonably designed to ensure compliance with requirements prescribed by the Commission under this subsection [...] ESTADOS UNIDOS DA AMERICA. The Laws That Govern the Securities Industry. SECURITIES EXCHANGE ACT OF 1934, section 10 (b) (Alterado através de P.L. 115-141, promulgado em 23 de março de 2018).

<sup>245</sup> CARVALHOSA, 2014, p. 299.

<sup>246</sup> PROENÇA, 2005, p. 214.



trata-se da famosa regra 10b-5 ou *rule 10 b-5*<sup>247</sup>, instrumento mais capacitado para refrear a utilização abusiva de informações confidenciais no mercado de valores, que surge diante das limitações e lacunas da seção 16 (b)<sup>248</sup>.

A regra 10 b-5<sup>249</sup> visa coibir a prática de *insider trading* de maneira mais abrangente, o que não acontecia na seção 16 (b). O dispositivo proíbe qualquer operação na qual uma das partes não tenha tido acesso a determinada informação que a contraparte deveria ter divulgado, alcançando, não só os administradores das empresas, mas qualquer pessoa a eles vinculados na compra ou venda de qualquer título, independentemente da origem do vínculo, bem como aqueles que adquiriram a informação privilegiada em razão das relações próximas<sup>250</sup>.

Dentre outros, um dos principais objetivos da regra 10 b-5 foi dificultar manipulações com valores mobiliários de emissão da companhia, pelos administradores e principais acionistas pudessem fazer por meio da sonegação de informações<sup>251</sup>. Nesse ponto de vista, ao negociar valores mobiliários, qualquer pessoa que prestasse informações falsas ou incorretas, bem como omitisse fatos relevantes (entendidos pela jurisprudência como qualquer fato que seria levado em consideração por um investidor médio ao negociar ações), praticaria uma conduta ilegal<sup>252</sup>.

Com base na *rule 10b-5*, sustentou-se o pensamento da *disclose or abstain theory*, consoante a qual, dada as relações de confiança entre as partes, aquele que possua uma informação privilegiada possui duas opções: divulgá-la ao mercado ou abster-se de utilizá-la. A concessão da alternativa entre divulgação ou abstenção apresentava-se, entretanto, um tanto inverídica, porquanto acabava por cingir-se, na maioria dos casos, a uma “sugestão forçosa” de abstenção, independentemente de

---

<sup>247</sup> LEÃES, 1982, p. 145.

<sup>248</sup> PROENÇA, 2005, p. 220.

<sup>249</sup> Redação original: *It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce or of the mails, or of any facility of any national securities Exchange, (1) to employ any device, scheme, or artifice to defraud, (2) to make any untrue statement of a material fact or to omit to state a light of the circumstance under which they were made, not misleading, or (3) to engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person, in connection with the purchase or sale of any security.* ESTADOS UNIDOS DA AMERICA. Rule 10b-5: Notes for Legislation. Disponível em: <https://scholarlycommons.law.case.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=4414&context=caselrev.>, Rule 10b-5.

<sup>250</sup> PROENÇA, 2005, p. 222.

<sup>251</sup> CARVALHOSA, 2014, p. 302.

<sup>252</sup> EIZIRIK, 1983, p. 46.

qualquer escolha do agente. Isso porque, na generalidade dos casos, a informação reservada concerne à sociedade emissora, não é admissível ao seu detentor divulgá-la, uma vez que não possui legitimidade para tanto<sup>253</sup>.

Destarte, entende-se que a regra 10 b-5 verdadeiramente coíbe a prática do *insider trading*, considera o princípio da lealdade na sua mais vasta acepção, extrapolando a empresa, lealdade ao mercado, aos funcionários, acionistas minoritários<sup>254</sup>.

#### 1.5.1.2.1. *Cady, roberts & company*

Um dos primeiros casos de projeção da *rule 10 b-5*, da *securities exchange act*, foi o *Cady, Roberts & Company vs. Securities and Exchange Commission*, onde terceiros foram reconhecidos como *insiders* que não possuíam vinculação funcional com a empresa, mas tinham acesso, tanto direto como indireto, às informações privilegiadas em razão das relações que mantinham com os administradores<sup>255</sup>.

No início de novembro de 1959, Roy T. Hurley, então presidente do conselho da *curtiss-wright corporation*, convidou cerca de 2.000 pessoas, para o anúncio de um novo tipo de motor que estava sendo desenvolvido pela empresa. No dia 24 de novembro, após a divulgação da notícia, as ações da *curtiss-wright* tiveram alta na bolsa de *Nova York* significativa de US\$ 3,25, mais 10%, fechando o dia em US\$ 35,25<sup>256</sup>.

Na manhã de 25 de novembro, os diretores da *Curtiss-Wright*, incluindo J. Cheever Cowdin, se reuniram e concordaram em reduzir os dividendos trimestrais e, aproximadamente às 11h, o conselho autorizou a transmissão de informações desta ação por telegrama ao *New York Bolsa Stock Exchange* e o secretário da *Curtiss-Wright* deixou imediatamente a sala de reuniões para fazer a comunicação<sup>257</sup>.

Ocorre que, embora transmitidos à *Western Union* em 11h12, devido um erro de digitação, a transmissão do telegrama atrasou e não foi entregue à bolsa até às

---

<sup>253</sup> FERREIRA, 2014. p. 17

<sup>254</sup> PROENÇA, 2005, p. 222.

<sup>255</sup> ESTADOS UNIDOS DA AMERICA. Caso cady, roberts & co. versus securities and exchange comission. Disponível em: <https://insidertrading.procon.org/sourcefiles/CadyRobertsCo.pdf>.

<sup>256</sup> ESTADOS UNIDOS DA AMERICA. Caso cady, roberts & co. versus securities and exchange comission.

<sup>257</sup> ESTADOS UNIDOS DA AMERICA. Caso cady, roberts & co. versus securities and exchange comission.

12h 29min. Além disso, era costumeiro informar o *Dow Jones News Ticker Service* sobre qualquer alteração nos dividendos. No entanto, aparentemente por engano, o *Wall Street Journal* não havia publicado a notícia até às 11h45min e o comunicado não aparecera no *Dow Jones* até às 11h48min da manhã<sup>258</sup>.

Sobrevém que, durante uma pausa na reunião dos diretores da *Curtiss-Wright*, Cowdin telefonou para Gintel avisando que os dividendos haviam sido cortados. Ao receber essa informação, Gintel deu duas ordens de venda das ações da *Curtiss-Wright*: uma de 2.000 ações e a outra de 5.000, entre elas, as ações de Cowdin, segundo Cowdin, executadas às 11h15min e 11h18min, respectivamente<sup>259</sup>.

Quando o anúncio da redução dos dividendos apareceu no *Dow Jones News Ticker*, às 11h48min, a bolsa foi obrigada a suspender a negociação na *Curtiss-Wright* por causa do grande número de ordens de venda. Ao final do dia, as ações fecharam cotadas a US\$ 34,99<sup>260</sup>.

A *Securities and Exchange Commission*, deu início ao processo para determinar se Cady, Roberts & Co e Robert M. Gintel, o corretor de vendas, violaram a disposições da seção 10 (b) da *securities exchange act of 1934*, regra 10b-5, e seção 17 (a) da *securities act of 1933*<sup>261</sup>.

A consequência para os envolvidos foi a suspensão de Gintel por 20 dias da Bolsa de Valores e o pagamento de uma multa de US\$ 3.000.000,00. A corretora, por sua vez, não foi responsabilizada como infratora da seção 16 (b), por não ter 10% das ações da companhia. Codwin, não sofreu qualquer penalização, por não ter, segundo o entendimento, utilizado diretamente das informações para a realização de negócios, apenas transmitindo-as à corretora, que fez o uso das informações<sup>262</sup>.

O caso ficou marcado pela influência que teve para a aplicação da regra 10 b-5, que se tornou um dos mecanismos mais amplos para a repressão ao uso indevido de informação privilegiada<sup>263</sup>. Com essa decisão, a jurisprudência norte-americana,

---

<sup>258</sup> ESTADOS UNIDOS DA AMERICA. Caso cady, roberts & co. versus securities and exchange commission.

<sup>259</sup> ESTADOS UNIDOS DA AMERICA. Caso cady, roberts & co. versus securities and exchange commission.

<sup>260</sup> ESTADOS UNIDOS DA AMERICA. Caso cady, roberts & co. versus securities and exchange commission.

<sup>261</sup> ESTADOS UNIDOS DA AMERICA. Caso cady, roberts & co. versus securities and exchange commission.

<sup>262</sup> ESTADOS UNIDOS DA AMERICA. Caso cady, roberts & co. versus securities and exchange commission.

<sup>263</sup> CORSETTI, 2013, p. 94.

por interpretação da regra 10 b-5, passou a responsabilizar por *insider trading* terceiros ligados aos administradores, controladores e funcionários ampliando o rol de agentes capazes para a conduta, todos aqueles que, mesmo não vinculados à companhia, tivessem acesso à suas informações privilegiadas<sup>264</sup>.

#### 1.5.1.2.2. *Texas gulf sulphur company*

Apesar de editada em 1942, a utilização da regra 10 b-5 em toda sua extensão, transformou-se num parâmetro para o combate ao *insider trading* no direito americano, somente foi aplicada no caso *Texas Securities and Exchange Commission vs. Texas Gulf Sulphur Company*, em 1965-1968<sup>265</sup>.

Nele, a decisão da Corte de Apelação na definição do seu entendimento sobre *material information* para os efeitos da regra 10 b-5 como “aquela informação que é levada em conta por um investidor médio para decisão de comprar, manter ou vender determinada ação, ou então, que provoca impacto sobre o mercado”<sup>266</sup>.

Em 1957, no leste do Canadá, a *Texas Gulf Sulphur Company*, companhia de mineração, iniciou pesquisas na chamada *Canadian Shield*. Em março de 1959, foram realizadas pesquisas geofísicas em uma área com mais de 15 mil milhas quadradas, por um grupo chefiado por *Mollison*, engenheiro de minas e vice-presidente da empresa, incluído Holyk, geólogo chefe da empresa, Clayton, engenheiro eletricitista e geofísico, e Darke, geólogo<sup>267</sup>.

Em novembro de 1963, ao realizar pesquisas iniciais próximas ao lago Ontário, no Canadá, a *Gulf Sulphur Co.* encontrou um rico depósito de cobre, zinco e prata – resultados que, a pedido do presidente, foi mantido em segredo. Confirmado os testes, constatou-se a existência de 55 milhões de toneladas de material para exploração. Com essa informação, o equipamento de perfuração foi transportado para um novo lugar e afixado placas com indicando o encerramento das pesquisas, a fim de ocultar a descoberta e permitir que a companhia passasse a comprar as terras circunvizinhas<sup>268</sup>.

---

<sup>264</sup> EIZIRIK, 1983, p. 46- 47.

<sup>265</sup> PROENÇA, 2005, p. 228.

<sup>266</sup> LEÃES, 1982, p. 171.

<sup>267</sup> CORSETTI, 2013, p. 94.

<sup>268</sup> LEÃES, 1982, p., 163 – 164

Pessoas ligadas à descoberta e terceiros com elas relacionados, começaram a comprar grandes quantidades de ações da companhia, ao preço inicial de US\$ 18,00. Terminada a compra das terras circunvizinhas, a empresa recomeçou a perfuração, continuando a compra de ações por aquelas pessoas, mas agora já envolvendo *tippees* e *sub-tippees*<sup>269</sup>.

Nos dias 9 e 10 de abril de 1964, jornais canadenses noticiaram essa informação ao mercado e, em 11 de abril, as notícias foram veiculadas na imprensa americana<sup>270</sup>.

Em resposta, já no dia seguinte, a direção da *Texas Gulf Sulphur Co.* divulgou um comunicado, afirmando que as notícias eram exageradas e que o trabalho realizado até aquela data não era suficiente para conclusões definitivas e qualquer afirmação sobre o tamanho ou qualidade do minério seria prematura e possivelmente enganosa. Somente em 16 de abril de 1964 a *Texas Gulf* fez um comunicado oficial detalhado sobre a descoberta de uma mina de pelo menos 25 milhões de toneladas de minério<sup>271</sup>.

Em novembro de 1963, período em que iniciaram as perfurações, as ações da *Texas Gulf* estavam sendo vendidas em torno de US\$ 18,00, atingiram, em 31 de março de 1964, quando as perfurações foram retomadas, a cotação de US\$ 26,00; em 12 de abril, US\$ 30,00. Em 16 de abril, dia do comunicado oficial da diretoria da *Texas Gulf* sobre a descoberta, as ações fecharam acima de US\$ 36,00 e, em maio, negociava-se a US\$ 68,00, tendo alcançado o valor de 100 dólares, no final de 1966, data em que o minério estava sendo extraído comercialmente<sup>272</sup>.

Diante disso, no dia 19 abril de 1965 a SEC ajuizou na Justiça Federal de Nova Iorque ação contra a *Texas Gulf Sulphur Co.* e mais treze pessoas, invocando infração à regra 10b-5, diante do uso informações privilegiadas para adquirir ações da *Texas Gulf Sulphur*<sup>273</sup>.

No julgamento de primeiro grau, a Justiça Federal de Nova Iorque absolveu os réus, considerando que as compras das ações da *Texas Gulf* até o dia 9 de abril de 1964 não eram ilegais, pois, até aquela data, havia apenas expectativas que não eram

---

<sup>269</sup> PROENÇA, 2005, p. 229.

<sup>270</sup> LEÃES, 1982, p., 163 – 166.

<sup>271</sup> CORSETTI, 2013, p. 95.

<sup>272</sup> LEÃES, 1982, p. 167.

<sup>273</sup> LEÃES, 1982, p. 168.

suficientes para configurar uma informação relevante (*material information*), de divulgação obrigatória para o público. Concluiu, ainda, que não havia provas suficientes da falsidade do primeiro comunicado à imprensa, exonerando a *Texas Gulf* de qualquer responsabilidade. Contudo, condenou David M. Crawford e Richard H. Clayton, pelas compras de ações realizadas após 9 de abril de 1964, por violação à regra 10 b-5<sup>274</sup>.

A Corte de Apelação, em acórdão protocolado em 13 agosto, de 1968, considerou que, da perfuração inicial, em novembro de 1963, já resultara “*material information*”, e que, por conta disso, todos os *insiders* que tinham comprado ações ou transmitido informes aos *tipplers*, deveriam ser condenados, bem como condenou a companhia por declarações falsas<sup>275</sup>.

#### 1.5.2. Evolução recente da legislação americana

Na sequência da evolução legislativa dos Estados Unidos, considerando que a prática do *insider trading* continuava mais comum e corriqueira violação das *Federal Securities Laws*, o Congresso americano sancionou a *insider trading sanctions act*, em 1984 (ITSA), e expandiu a autoridade da SEC<sup>276</sup>.

Já em 1988, entrou em vigor o *insider trading and securities fraud enforcement act* (ITSFEA), como um esforço dirigido à prevenção de *insider trading* e de outras fraudes. Seu intuito primordial foi o de impor separações claras entre os diversos departamentos de uma instituição financeira, procurando obstar informações sigilosas, envolvidas em um determinado negócio, vazem para outras áreas da instituição. Surge, então, a chamada *chinese wall*<sup>277</sup>.

*Chinese wall* pode ser conceituado, em síntese, como o conjunto de procedimentos e políticas internas de uma instituição ou conglomerado financeiro, com a finalidade de criar barreiras à comunicação entre diferentes indivíduos ou setores internos, de modo a impedir o fluxo de informações privilegiadas e sigilosas e, assim, evitar situações de conflito de interesse e *insider trading*<sup>278</sup>.

---

<sup>274</sup> CORSETTI, 2013, p. 96.

<sup>275</sup> LEÃES, 1982, p. 166 – 169.

<sup>276</sup> PROENÇA, 2005, p. 233.

<sup>277</sup> PROENÇA, 2005, p. 235.

<sup>278</sup> SANTOS; OSÓRIO; WELLISCH, 2012, p. 156.

Em 10 de agosto de 2000, a SEC adotou as regras 10 b-5 e 10 b5-2 aclarando certos aspectos do *insider trading*. Na mesma publicação, a SEC anunciou o regulamento *fair disclosure*, um novo corpo de normas regulamentares que emanaram da preocupação da SEC, diante da evidência de que o *insider trading* e a divulgação seletiva estavam redundando em graves perdas para os investidores<sup>279</sup>.

Mais recentemente, após a ocorrência de graves escândalos financeiros envolvendo grandes empresas norte-americanas, que geraram uma crise de governança corporativa, o Congresso americano aprovou uma nova legislação, nomeada *sarbanes-oxley act*, vigente a partir de julho de 2002. As novas regras, consideradas as mais importantes da reforma legislativa pertinente ao mercado de capitais americano, desde a introdução do *securities act* de 1933 e do *securities exchange act* de 1934, vêm compor o sistema normativo de prevenção de *insider trading* erigindo-se, concomitante, em mais um aval para a apregoada necessidade de regulação da informação do mercado de capitais<sup>280</sup>.

Atualmente, a sanção penal imposta pela prática do *insider trading* no direito americano é regulamentada na seção 32 do SEA (*securities exchange act* de 1934), alterado através de P.L. 115-141, promulgado em 2018, e pode chegar até a 20 anos de prisão e multa de US\$ 5.000.000,00 milhões de dólares, a qual pode ser aplicada isoladamente ou em conjunto com a pena privativa de liberdade mediante condenação. A multa será US\$ 25.000.000,00 milhões de dólares quando se tratar de pessoa jurídica<sup>281</sup>.

---

<sup>279</sup> PROENÇA, 2005, p. 233 – 235.

<sup>280</sup> PROENÇA, 2005, p. 236.

<sup>281</sup> Redação original: (a) Any person who willfully violates any provision of this title (other than section 30A), or any rule or regulation thereunder the violation of which is made unlawful or the observance of which is required under the terms of this title, or any person who willfully and knowingly makes, or causes to be made, any statement in any application, report, or document required to be filed under this title or any rule or regulation thereunder or undertaking contained in a registration statement as provided in subsection (d) of section 15 of this title, or by any self-regulatory organization in connection with an application for membership or participation therein or to become associated with a member thereof, which statement was false or misleading with respect to any material fact, shall upon conviction be fined not more than \$5,000,000, or imprisoned not more than 20 years, or both, except that when such person is a person other than a natural person, a fine not exceeding \$25,000,000 may be imposed; but no person shall be subject to imprisonment under this section for the violation of any rule or regulation if he proves that he had no knowledge of such rule or regulation. ESTADOS UNIDOS DA AMERICA. The Laws That Govern the Securities Industry. SECURITIES EXCHANGE ACT OF 1934, section 32 (Alterado através de P.L. 115-141, promulgado em 23 de março de 2018).

## 2. O *INSIDER TRADING* NO REGIME JURÍDICO BRASILEIRO

A prática do *insider trading* atinge toda a economia de um país, donde caracteriza-se a sua proteção como interesse público, aliás, construído pelo ordenamento constitucional pátrio. Para tanto, são necessárias duas modalidades de medidas reguladoras do *insider trading*. A primeira modalidade, as normas preventivas para assegurar a necessária visibilidade às operações do mercado acionário; segunda, as normas repressivas, proíbem a realização do *insider trading*, “cominando aos infratores determinadas sanções: cíveis, administrativas e criminais”<sup>282</sup>.

No entanto, para análise do combate ao *insider trading* no sistema brasileiro, é necessário reconstruir a evolução do nosso desenho institucional e dos instrumentos jurídicos relacionados com a punição do ilícito de uso de informação privilegiada<sup>283</sup>.

A evolução legislativa brasileira seguirá, com as necessárias adaptações à nossa realidade, a filosofia americana. Aceitará uma repressão da prática, procurando expandir o alcance da lei, a fim de responsabilizar todas as pessoas físicas ou jurídicas que transacionem com os valores mobiliários da companhia utilizando deslealmente de informações relevantes que possuem – independentemente de estas terem sido obtidas de fontes situadas dentro ou fora da empresa<sup>284</sup>.

A regulação do sistema financeiro nacional está fundada sobre quatro textos legais editados durante os anos sessenta e setenta do século passado. Durante os anos de 1964 e 1965 temos a Lei 4.595<sup>285</sup> de 31 de dezembro de 1964 e a Lei 4.728<sup>286</sup> de 14 de julho de 1965. A posteriori, no final de 1976, foram criadas a Lei 6.404<sup>287</sup> de 15 de dezembro de 1976 e a Lei 6.385<sup>288</sup> de 7 de dezembro de 1976.

Quanto ao uso de informação privilegiada, temos delimitados dois marcos fundamentais na legislação brasileira sobre a matéria: um com a edição da Lei de Mercado do Capitais (Lei n.º 6.385/1976) e da Lei das Sociedades Anônimas (Lei n.º 6.404/1976); e, outro, pouco mais de sete anos depois, em 08 de fevereiro de 1984, com a edição da Instrução CVM n.º 31<sup>289</sup>.

---

<sup>282</sup> PROENÇA, 2005 p. 273.

<sup>283</sup> PRADO; ROCHMAN; VILELA, 2016, p. 15

<sup>284</sup> PROENÇA, 2005 p. 273.

<sup>285</sup> BRASIL. Lei n.º 4.595.

<sup>286</sup> BRASIL. Lei n.º 4.728.

<sup>287</sup> BRASIL. Lei n.º 6.404.

<sup>288</sup> BRASIL. Lei n.º 6.385

<sup>289</sup> PRADO; ROCHMAN; VILELA, 2016 p. 23 – 24.



## 2.1. Conceito de *insider trading*

*Lato sensu*, o *insider* é toda pessoa que, em decorrência de suas funções de administrador ou por circunstâncias de acesso à administração da companhia, venha a deter, antes dos demais, informações relevantes relativas aos negócios e ao estado da companhia. Tal posicionamento, em si, não caracteriza o ilícito. O elemento dessa caracterização é a negociação dos valores mobiliários em circunstâncias de privilégio de uma das partes<sup>290</sup>.

O uso de informação privilegiada, na expressão inglesa traduz *insider trading*, às vezes citada como *insider dealing*<sup>291</sup>, consiste na utilização de informações relevantes sobre valores mobiliários, por pessoas que, por força de sua atividade profissional, estão “por dentro” dos negócios da emissora, para transacionar com os valores mobiliários antes que tais informações sejam divulgadas para o mercado. “Assim agindo, o *insider* compra ou vende valores mobiliários a preços que ainda não estão refletindo o impacto de determinadas informações, que são de seu conhecimento exclusivo”<sup>292</sup>.

Em suma, qualquer operação realizada por um *insider*, com valores mobiliários de emissão da companhia, no período imediatamente seguinte ao conhecimento da informação relevante – e antes que tal informação chegue ao público investidor pelos meios institucionais de publicação e de divulgação adotados no mercado de capitais –, configura-se *insider trading*<sup>293</sup>.

Há, no entanto, na doutrina, duas categorias de *insiders*: os *insiders primários* e os *insiders secundários*, também conhecidos como *tippees*. Os *insiders primários* são aqueles que detêm acesso à informação privilegiada em razão de sua condição de acionistas controladores, pelo fato de ocuparem cargo de administração, ou de um ofício, ainda que temporário, que lhes permita o acesso direto a tal informação. “São

---

<sup>290</sup> CARVALHOSA, 2014, p. 436.

<sup>291</sup> COSTA, José de Faria; RAMOS, Maria Elisabete. O crime de abuso de informação privilegiada (*insider trading*): a informação enquanto problema jurídico-penal. Coimbra: Coimbra Editora, 2006, p. 18.

<sup>292</sup> EIZIRIK; GAAL; PARENTE; HENRIQUES, 2008, p. 536 – 537.

<sup>293</sup> CARVALHOSA, 2014, p. 437.

as pessoas que recebem, diretamente, a informação privilegiada de sua fonte e têm o conhecimento especializado suficiente para saber que tal informação é relevante”<sup>294</sup>.

Já os *insiders* secundários (*tippees*), são aqueles que recebem a informação privilegiada, direta ou indiretamente, dos *insiders* primários e não estão obrigados ao dever de sigilo e nem necessariamente sabem que se trata de uma informação relevante<sup>295</sup>.

## 2.2. Regime jurídico na década de 1960

No Brasil, entre os anos de 1940 e 1976, as companhias abertas eram regidas pelo Decreto-lei n.º 2.627<sup>296</sup> de 6 de setembro de 1940, do qual, atualmente, só restam em vigor os artigos 59 a 73. Destes, apenas o artigo 70 faz menção à prestação de informações, restrito, todavia, às companhias estrangeiras<sup>297</sup>. Repara-se que a preocupação capital do artigo era apenas com o registro e autorização para que as companhias estrangeiras, na época começando a instalar-se no País, conseguissem iniciar suas atividades<sup>298</sup>.

O sistema informacional das companhias emissoras de valores mobiliários era bastante precário. A legislação societária vigente à época (Decreto n.º 2.627/1940) exigia a elaboração de demonstrações financeiras anuais, mas sem exigência de que elas fossem auditadas e publicadas, tampouco havia a obrigação legal das companhias de anunciar fatos relevantes que impactassem na decisão de investimentos ou no preço das ações<sup>299</sup>.

A Lei n.º 4.595 de 14 de dezembro de 1964, conhecida como lei da reforma bancária, foi responsável pela substituição de diversas normas espalhadas que disciplinavam o sistema bancário à época, além de criar o Banco Central do Brasil (BACEN). Apesar de não existir previsão legal para combater o *insider trading*, esta, por seu turno, foi responsável por uma alteração significativa do sistema financeiro

---

<sup>294</sup> EIZIRIK; GAAL; PARENTE; HENRIQUES, 2008, p. 563.

<sup>295</sup> EIZIRIK; GAAL; PARENTE; HENRIQUES, 2008, p. 563.

<sup>296</sup> BRASIL. Decreto-lei n.º 2.627, de 26 de setembro de 1940. Dispõe sobre as sociedades por ações. Revogado parcialmente pela Lei nº 6.404, de 1976. Rio de Janeiro, 26 de setembro de 1940, 119º da Independência e 52º da República. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Decreto-Lei/De12627.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Decreto-Lei/De12627.htm).

<sup>297</sup> PROENÇA, 2005 p. 274.

<sup>298</sup> CARVALHOSA, 2014, p. 292.

<sup>299</sup> PRADO; ROCHMAN; VILELA, 2016 p. 17

nacional, propiciando mudanças legislativas que se mostraram fundamentais para o desenvolvimento econômico do País<sup>300</sup>.

A Lei n.º 4.728 de 14 de julho de 1965, designada lei do mercado de capitais, voltava-se à complementação da Lei n.º 4.595/1964, com o objetivo de reorganizar e disciplinar o mercado de capitais. Com sua edição, consolidaram-se as bases para a criação dos bancos de investimentos, na busca de estimular o aparecimento de instituições com maior poder de investimentos em comparação com as já existentes, operando, principalmente, com depósitos e empréstimos de longo prazo<sup>301</sup>.

Com a edição da Lei n.º 4.728/1964, verificou-se a primeira regra sobre o *insider trading* na legislação do Brasil. Desse jeito, a Lei, em seu artigo 3.º, X, filiada ao direito norte-americano, trouxe a competência do Banco Central de “fiscalizar a utilização de informações não divulgadas ao público em benefício próprio ou de terceiros, por acionistas ou pessoas que, por força de cargos que exerçam, a elas tenham acesso”<sup>302</sup>.

Essa disposição legal foi objeto de críticas à época. Segundo Comparato, as insuficiências desse dispositivo são manifestas. Ao atribuir competência fiscalizatória ao Banco Central, “supõe a existência de normas particulares de disciplina da matéria” para que ocorra a fiscalização do seu cumprimento pelo Banco Central. Logo, como tais normas não foram definidas, “é duvidoso que sua formulação compita ao Conselho Monetário, ou ao Banco Central, no estado atual da legislação. A Lei n.º 4.728/65 está longe de ser clara a esse respeito”<sup>303</sup>.

Registra-se, também, que essa proibição de *insider trading* não apareceu como regra de conduta e nem foi formulada a qualificação do uso de informação privilegiada como ato ilícito. Tratava-se, tão somente, de norma de delimitação de competência do regulador do mercado de capitais, à época sob responsabilidade do Banco Central<sup>304</sup>.

Além disso, no que toca à fiscalização do *insider trading* pelo Banco Central, preconiza Comparato que a norma do artigo 3º, n. X, da Lei de Mercado de Capitais, supõe um sistema adequado de sanções para essas manifestações:

---

<sup>300</sup> CORSETTI, 2013, p. 72.

<sup>301</sup> CORSETTI, 2013, p. 72.

<sup>302</sup> BRASIL. Lei n.º 4.728, artigo 3.º, X.

<sup>303</sup> COMPARATO, 1971, p. 46.

<sup>304</sup> PRADO; ROCHMAN; VILELA, 2016 p. 18

[...] Ora, neste ponto só encontramos a disposição do art. 4º, §6º, que manda aplicar “aos infratores do disposto na presente Lei as penalidades previstas no Capítulo V da Lei. 4.595, de 31.12.1964”, quando é manifesta a inadequação do sistema punitivo da Lei Bancária ao problema em questão<sup>305</sup>.

No mesmo sentido, afirma Leães que a lei não fornece os parâmetros ou as condições para o exercício dessa fiscalização de polícia, dificuldade que se soma a definição de contornos pouco precisos do fato delituoso, sem detalhar sequer quais os atos que podem configurar o “privilegiamento de informações”. Outrossim, de nada adianta incriminar e sancionar condutas genéricas, com sanções de polícia diversas, nem sempre adequadas às hipóteses delituosa<sup>306</sup>.

Seja pelas razões apontadas ou por outros motivos, o dispositivo resultou ineficaz, porque não se tem notícia de que tenha havido alguma aplicação prática. Não se conhece nenhum caso de uso de informações privilegiadas tenha sido objeto de fiscalização ou punição pelo Banco Central, o que não significa que não tenham ocorrido, nem as práticas e nem as fiscalizações ou punições.<sup>307</sup>

A Resolução n.º 39, de 20 de outubro de 1966, do Banco Central<sup>308</sup> (revogada), disciplinou a constituição, organização e o funcionamento das bolsas de valores e, em seu artigo 89, II, incriminou a manipulação fraudulenta de preço<sup>309</sup>. Porém, não se pode prever a proibição ao *insider trading*, que é uma ocorrência de *nondisclosure*, e “nem se confunde com a manipulação de preços, pois o comportamento daquele que se utiliza de informações sigilosas não influi no valor dos títulos negociados”<sup>310</sup>.

À época, a doutrina sustentou que a responsabilização pela reparação por danos causados pelas transações realizadas nos termos do artigo 89, II, da Resolução n.º 39, não seria alcançada no judiciário, por que os sujeitos ali elencados não seriam

---

<sup>305</sup> COMPARATO, 1971, p. 46.

<sup>306</sup> LEÃES, 1982, p. 173.

<sup>307</sup> PRADO; ROCHMAN; VILELA, 2016, p. 18

<sup>308</sup> BRASIL. Resolução n.º 39 de 20/10/1966 (REVOGADO). Regulamento que disciplina a organização, a constituição e o o funcionamento das bolsas de valores em todo o país. Rio de Janeiro-GB, 20 de outubro de 1966. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o&numero=39>.

<sup>309</sup> Ressalvado o previsto no art. 90, será considerada manipulação fraudulenta de preço a publicação ou divulgação de matéria relativa a títulos e valores mobiliários, seu mercado, cotação e perspectivas, ou sobre a respectiva sociedade emitente, cujo autor ou veiculador: (...) II - seja direta ou indiretamente ligado à sociedade, como diretor, conselheiro, empregado, prestador de serviços ou acionista que influa em seu controle. BRASIL. Resolução n.º 39 de 20/10/1966 (revogado)., artigo 89.

<sup>310</sup> LEÃES, 1982, p. 174.

verdadeiros *insiders* e, desse jeito, não vinculados ao dever de divulgar informações relevantes ou de abster-se de negociar valores mobiliários (*disclose or refrain from trading*)<sup>311</sup>.

Todavia, a fim de complementar o artigo 3.º, n. X, da lei de mercado de capitais, o Banco Central, em 1968, editou a Resolução n.º 88<sup>312</sup>, para regulamentar e disciplinar o registro das pessoas jurídicas, emissoras de valores mobiliários negociáveis em bolsa, exigindo dessas o compromisso formal de revelar ao público as decisões tomadas de todos os atos relevantes que possam influenciar nos preços dos títulos ou valores mobiliários de sua emissão<sup>313</sup>.

Nesse sentido, vale destacar que a Resolução n.º 88 não fez nenhuma menção “à proibição de utilização dessas informações, antes reveladas ao público, pelos *insiders*, esgotando-se nesse comando de *disclosure*”<sup>314</sup>. Pode-se verificar nela “o nascedouro, no campo legislativo, do hoje denominado fato relevante”<sup>315</sup>. Aliás, não há relatos de que esta norma foi tornada efetiva, por meio de controles ou fiscalizações, após a sua entrada em vigor<sup>316</sup>.

### 2.3. Regime jurídico da lei das sociedades anônimas

Em 15 de dezembro de 1976, foi editada a Lei n.º 6.404, denominada lei das sociedades anônimas, onde o *insider trading* passou a ser regulado, tanto de maneira preventiva como repressora, dentro de um contexto mais sistemático de preceitos sobre os deveres e a responsabilidade civil dos *insiders*<sup>317</sup>. A publicação da Lei n.º 6.404, sem dúvida, foi o marco regulador da matéria, dentro do sistema legal pátrio.

A lei das sociedades anônimas, com base nas leis societárias e do mercado de capitais norte-americano, traz para o sistema jurídico brasileiro o *standard of loyalty*, que, naquele país constitui um dos princípios fundamentais da conduta dos

---

<sup>311</sup> EIZIRIK, 1983, p. 52

<sup>312</sup> BRASIL. Banco Central do Brasil. Resolução n.º 88 de 30 de janeiro de 1968. (REVOGADO). Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibnormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o&numero=88>.

<sup>313</sup> LEÃES, 1982, p. 173.

<sup>314</sup> LEÃES, 1982, p. 174.

<sup>315</sup> PROENÇA, 2005, p. 276.

<sup>316</sup> PRADO; ROCHMAN; VILELA, 2016, p. 17

<sup>317</sup> LEÃES, 1982, p. 174.

administradores. Baseia-se o *standard of loyalty* no dever fiduciário, próprio da atividade dos administradores. A regra é que não poderão os administradores buscar, em primeiro lugar, os seus interesses pessoais<sup>318</sup>. Inclui-se no *standard of loyalty*:

[...] a célebre regra 10-B-5 da *General Rules and Regulations under the Securities*, que reprime o *insider trading*. Tal norma é considerada por Bromberg “the most petent and the most versatile instrument in the armamentarium of federal securities regulation”.<sup>319</sup>

Para o direito anglo-americano, os administradores das sociedades anônimas se situam numa relação de fidúcia (*fiduciary relationship*) para com a sociedade e os acionistas e as suas relações são determinadas pela lei, pelos estatutos e pelos princípios gerais aplicáveis a todas as pessoas que se encontram numa posição fiduciária. Dessa posição, derivam as suas obrigações (*fiduciary obligations*), a saber: “(a) o dever de diligência (*duty of care*), (b) o dever de lealdade (*duty of loyalty*) e (c) o dever de informar (*duty of disclosure*)”<sup>320</sup>.

A Lei n.º 6.404/1976 trouxe os principais deveres dos administradores de uma companhia, entre outros: dever de diligência, no artigo 153; o dever de lealdade, no artigo 155 - em seu § 1.º, o dever de sigilo; e o dever de informar, no artigo 157.

Pode-se, desse modo, concluir que os principais objetivos da lei das sociedades anônimas eram: criar a estrutura jurídica necessária ao fortalecimento do mercado de capitais de risco no país, os deveres e responsabilidades dos administradores, além de fixar os padrões de comportamento dos administradores, cuja observância constitui a verdadeira defesa da minoria e torna efetiva a imprescindível responsabilidade social do empresário<sup>321</sup>.

Com a edição da lei das sociedades anônimas, entre os artigos 153 a 160, passou-se a regular os deveres e responsabilidades dos administradores, que afinal, são comuns a todas as pessoas que se colocam na posição de quem tem a guarda e a administração de coisa alheia (relação fiduciária)<sup>322</sup>, para o direito americano

---

<sup>318</sup> CARVALHOSA, 2014 p. 412.

<sup>319</sup> CARVALHOSA, 2014, p. 412.

<sup>320</sup> LEÃES, 1982, p. 176.

<sup>321</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Exposição de motivos n.º 196, de 24 de junho de 1976. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/leis-decretos/anexos/EM196-Lei6404.pdf>.

<sup>322</sup> LEÃES, 1982, p. 176.

*fiduciary relationship*. Mesmo assim, a preocupação do legislador foi tímida, restringindo-se ao âmbito administrativo e civil<sup>323</sup>.

### 2.3.1. Dever de diligência (*duty of care*)

Por ser de difícil definição, as legislações de diversos países optam por um conceito em abstrato para o dever de diligência, utilizam-se figuras como a do bom pai de família, do comerciante ordenado e cuidadoso, do homem de negócios consciencioso. De outro modo, a conduta do administrador, na maioria dos sistemas legais, “deverá pautar-se pelo comportamento de um tipo médio, não é investigada a conduta que ele mesmo adotaria de acordo com a sua própria diligência”<sup>324</sup>.

Destarte, o esforço exigido do administrador e que corresponde ao padrão de diligência e cuidado exigido do fiduciário, tem como parâmetro a diligência comum, - inspirado na clássica figura do direito romano do *bônus pater familias*, ou melhor, do homem médio prudente (*ordinary prudent man*). Nesse sentido, a jurisprudência norte-americana aponta que: “*the theoretical standard is declared to be the care and the diligence wich an ordinarily prudent man would exercise in the management of his own affairs*”<sup>325</sup>.

À vista disso, ser diligente, nada mais é do que “ter cuidado ativo, agir com zelo e aplicação, ou seja, canalizar sua vontade ao efetivo exercício da atividade, ser rápido e agir com presteza”<sup>326</sup>.

No Decreto-Lei n.º 2.627 de 1940, quanto ao dever de diligência, constava que “os diretores deverão empregar, no exercício de suas funções, tanto no interesse da empresa, como no do bem público, a diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar, na administração de seus próprios negócios”<sup>327</sup>.

A Lei n.º 6.404/1976, em seu artigo 153, ao tratar do dever de diligência, aduz que o “administrador da companhia deve empregar, no exercício de suas funções, o

---

<sup>323</sup> CORSETTI, 2013, p. 73.

<sup>324</sup> PARENTE, Flávia. O dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 37.

<sup>325</sup> LEÃES, 1982, p. 176.

<sup>326</sup> SILVA, Americo Luiz Martins Da. Sociedades empresárias. Vol. II. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2007, p. 593.

<sup>327</sup> BRASIL. Decreto-lei n.º 2.627, artigo 116, § 7.º (Revogado pela Lei nº 6.404, de 1976).

cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócios”<sup>328</sup>.

A redação mais extensa, no diploma anterior, supria de certa forma a pobreza dos outros preceitos referentes a deveres e responsabilidades dos administradores. A lei das sociedades anônimas reproduz o preceito quase literalmente, suprimindo apenas as referências ao interesse da empresa e do bem público, remetendo o princípio para o artigo 154. Por outro lado, acrescenta o termo “cuidado”, a indicar a benéfica influência do *standart of care* do direito norte-americano<sup>329</sup>.

Do dever de diligência, previsto no artigo 153 da Lei das Sociedades Anônimas, cinco deveres decorrem diretamente deste.

O primeiro está relacionado com a capacidade do administrador da companhia, de se qualificar para o exercício da função, com aprimoramento contínuo das suas habilidades que são relevantes e úteis para o exercício da função. O segundo consiste na conduta de bem administrar o negócio sempre alinhado com o interesse da companhia<sup>330</sup>.

O terceiro trata do dever de se informar de maneira adequada, antes da tomada de alguma decisão, para não ser responsabilizados pelo descumprimento do dever de diligência. O quarto é o de investigar, isto é, de administrar com um olhar crítico e atencioso aos detalhes das informações apresentadas. Por fim, o quinto é o dever de vigiar constantemente a atividade interna e fatores externos que podem afetar o desenvolvimento da companhia que administra<sup>331</sup>.

Nada obstante, a caracterização do dever de diligência adotado pela lei de sociedades anônimas, não é isento de críticas. É necessário que aos atributos sejam acrescidos de “competência profissional específica, traduzida por escolaridade ou experiência e, se possível, ambas”<sup>332</sup>, na medida em que atributos como honestidade, boa vontade e diligência de homem ativo e probo não são suficientes para assegurar o desempenho apropriado das funções de administrador<sup>333</sup>.

---

<sup>328</sup> BRASIL. Lei n.º 6.404, artigo 153.

<sup>329</sup> CARVALHOSA, 2014, p. 367 – 368.

<sup>330</sup> PARENTE, 2005, p. 102 – 111.

<sup>331</sup> PARENTE, 2005, p. 119 – 129.

<sup>332</sup> CARVALHOSA, 2014, p. 368.

<sup>333</sup> ADAMEK, Marcelo Vieira Von. Responsabilidade civil dos administradores de S/A e as Ações Correlatas. São Paulo: Editora Saraiva, 2009, p. 123.



De maneira acertada, o legislador, ao invés de restringir a atuação e o poder decisório dos administradores, através de preceitos rígidos e específicos, optou por preservar a liberdade de atuação dos administradores, concedendo-lhes atribuições e poderes privativos e indelegáveis (artigos 138, § 1.º, 139 e 144, da lei das sociedades anônimas). De outra banda, resolveu traçar o comportamento dos administradores por padrões de conduta gerais e abstratos, verdadeiras cláusulas-gerais a serem comparadas com sua atuação específica em cada caso concreto (lei das sociedades anônimas, artigos 153 a 157), em evidente aproximação à técnica legislativa da *commom law*<sup>334</sup>.

A liberdade é necessária para beneficiar a ação econômica, mas não pode servir de cobertura para apropriação, legal ou ilegal, de faturamento ou de fundos. A administração das empresas deve ter autoridade para agir, não para praticar furtos aparentemente inocentes<sup>335</sup>.

Nota-se que, a lei das sociedades anônimas, no passo da legislação internacional, adotou um misto do critério sintético e o analítico. De fato, a lei deu maior grandeza ao critério sintético, através da enunciação legal dos desdobramentos do dever de diligência, porém, manteve a referência a deveres específicos e hipóteses destacadas de responsabilidade<sup>336</sup>.

Dessa forma, o administrador deve exercer as atribuições que a lei e o estatuto lhe conferem, cabendo-lhe fazê-lo visando a realização do seu objeto, atendida a sua função social e satisfeitas as exigências do bem público<sup>337</sup>. O dever de diligência resume-se na obrigação do administrador de cuidar do negócio alheio como se seu fosse, conduzindo-o como um homem probo<sup>338</sup>.

Ademais, enquanto agentes fiduciários, os administradores, na condução da companhia, devem agir de acordo com dois deveres basilares: o de diligência (*duty of care*) e o de lealdade (*duty of loyalty*)<sup>339</sup>.

### 2.3.2. Dever de lealdade (*duty of loyalty*)

---

<sup>334</sup> ADAMEK, 2009, p. 113.

<sup>335</sup> GALBRAITH, 2004, p. 72.

<sup>336</sup> ADAMEK, 2009, p. 208; 209.

<sup>337</sup> BRASIL. Lei n.º 6.404, artigo 154.

<sup>338</sup> PROENÇA, 2005, p. 123.

<sup>339</sup> CARVALHOSA, 2014, p. 373.

Entende-se por desleal, o administrador que não tem “honradez”; desonesto ou “insincero”. O administrador rompe com o dever de lealdade ao praticar ato de desonestidade, porque ele revela, com esta prática, o elemento subjetivo inconveniente e antissocial, que, por sua vez, acarreta a perda da confiança daqueles que o nomearam para tão importante cargo. Logo, a deslealdade destrói o elemento nuclear da nomeação (a confiança), quando de fato comprovada<sup>340</sup>.

O Decreto-Lei n.º 2.627, de 1940, filiado à tradição do direito continental, não continha o preceito do dever de lealdade, que é fruto da elaboração da *common law*. Apesar disso, a Lei n.º 4.728, de 1965, já filiada ao Direito norte-americano, contém dispositivo sobre *insider trading*, em seu artigo 3.º, X<sup>341</sup>.

Entre o rol de artigos da lei de sociedades anônimas (LSA), o artigo 155 trouxe o “dever de lealdade”, e alicerçado no caráter das funções dos administrados, enquanto lhe exige colocar os interesses da companhia sempre à frente dos seus próprios. De forma paralela, no direito brasileiro, essa norma inaugura medida explicitamente repressora da prática do *insider trading*<sup>342</sup>

O artigo 155 da Lei n.º 6.404/1976, abraça o princípio da lealdade (*standard of loyalty*), com fundamento no caráter fiduciário da atividade dos administradores, enumerando uma série de atos cuja prática é vedada, *in verbis*:

Art. 155. O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios, sendo-lhe vedado:  
 I - usar, em benefício próprio ou de outrem, com ou sem prejuízo para a companhia, as oportunidades comerciais de que tenha conhecimento em razão do exercício de seu cargo;  
 II - omitir-se no exercício ou proteção de direitos da companhia ou, visando à obtenção de vantagens, para si ou para outrem, deixar de aproveitar oportunidades de negócio de interesse da companhia;  
 III - adquirir, para revender com lucro, bem ou direito que sabe necessário à companhia, ou que esta tencione adquirir [...]<sup>343</sup>.

O presente artigo consagra o dever de lealdade, no âmbito do dever fiduciário do administrador, a par do dever de diligência. O que caracteriza o dever de lealdade é que a configuração do dano à companhia não é um requisito essencial para a responsabilização do administrador que falta à observância desse princípio, que pode

<sup>340</sup> SILVA, 2007, p. 598.

<sup>341</sup> CARVALHOSA, 2014, p. 411.

<sup>342</sup> PROENÇA, 2005, p. 278.

<sup>343</sup> BRASIL. Lei n.º 6.404, artigo 155.

ser imaterial e irreparável. Situa-se no campo da moral, ética de conduta do gestor de bens alheios. Daí ser o dever de lealdade um dos pilares do dever fiduciário do administrador, enquanto gestor de negócio que envolve capital de terceiros diretamente da companhia e indiretamente de seus acionistas<sup>344</sup>.

O dispositivo legal explicita a vedação à prática de *insider trading*, obrigando os administradores a zelar para que informações relevantes, ainda não públicas, não sejam vazadas por meio de terceiros<sup>345</sup>.

A lei das sociedades anônimas, trouxe, pela primeira vez, no § 1.º do artigo 155, norma vedando o uso de informação privilegiada. No ordenamento societário, praticamente transcreveu-se o dever de lealdade (*standard of loyalty*) do direito norte-americano, que consiste na obrigação do administrador em servir a companhia com lealdade, representando uma norma de conduta que confirma o caráter fiduciário de sua função, e que proíbe ao administrador a satisfação, em primeiro lugar, de seus interesses pessoais<sup>346</sup>

Nota-se, ao interpretar o § 1.º do artigo 155 em conjunto com o § 4.º do artigo 157, que a lei n.º 6.404/1976 seguiu o padrão normativo do direito norte-americano, referente ao dever do *insider* de divulgar ou abster-se de utilizar a informação em proveito próprio (*disclose or refrain from trading*). Caso o administrador esteja na posse de informação relevante, sua obrigação fundamental é revelá-la ao público, em razão do princípio fundamental do *disclosure*. Porém, enquanto tal informação não for divulgada ao público, ele fica proibido de negociar com valores mobiliários de emissão da companhia<sup>347</sup>.

Todavia, no passar do tempo, houve muita discussão a respeito do alcance limitado da norma contida no vigente § 1.º do artigo 155, dado que a proibição do *insider trading* aplicava-se somente aos administradores de companhias abertas. Mais tarde, a Instrução CVM n.º 31/84 (revogada pela Instrução n.º 358/2002), determinou que qualquer pessoa, no exercício de sua atividade profissional, que tivesse acesso à informação relevante e não divulgada não poderia utilizá-la em proveito próprio<sup>348</sup>.

---

<sup>344</sup> CARVALHOSA, 2014, p. 412.

<sup>345</sup> PROENÇA, 2005, p. 279.

<sup>346</sup> PRADO; ROCHMAN; VILELA, 2016 p. 24

<sup>347</sup> EIZIRIK; GAAL.; PARENTE; HENRIQUES, 2008, p. 448.

<sup>348</sup> PROENÇA, 2005, p. 292.

Diante da prática do *insider trading*, tratou a lei das sociedades anônimas, no § 3.º, do artigo 155, de garantir o direito de indenização por perdas e danos a todos afetados pelo ilícito. Isto é, a Lei trouxe a responsabilidade civil daquele que causar prejuízo (*insider*) para os investidores na compra ou venda de valores mobiliários, a menos que ao contratar já conhecesse a informação<sup>349</sup>.

Nesse ponto, a lei das sociedades anônimas adota o critério analítico, facilitando a relação da falta e a determinação da responsabilidade. Amplia, desse jeito, as hipóteses de presunção de culpa. Aceitando-se a ideia de culpa presumida, pode-se justificar a aplicação dos preceitos da responsabilidade extracontratual usando a noção de culpa, mas dispensando a prova<sup>350</sup>.

Por isso, entende-se que a responsabilidade dos administradores perante os acionistas é sempre de natureza delitual<sup>351</sup>, emergente da violação de deveres legais ou do estatuto, caso no qual o administrador responderá civilmente pelos prejuízos que causar, quando proceder com culpa ou dolo dentro de suas atribuições ou poderes<sup>352</sup>.

Conforme os critérios de aferição da responsabilidade previstos no artigo 158, em que prevalece o método comparativo de conduta diante dos usos de administração societária geralmente aceitos, a prática do *insider trading* acarreta a responsabilidade objetiva do agente, estendendo-se aos controladores e a terceiros que se aproveitaram do vazamento de informações (*tippees*). Trata-se de quebra do dever de lealdade para com a companhia, com os demais acionistas e com o mercado de ações<sup>353</sup>.

Optou o legislador pela exclusividade da solução ressarcitória, sem cogitar da possibilidade de anulação do ato, garantido o atendimento do interesse daqueles que foram prejudicados sem abalar a segurança e a estabilidade necessárias aos negócios realizados no mercado<sup>354</sup>.

---

<sup>349</sup> BRASIL. Lei n.º 6.404, artigo 155, § 3.º.

<sup>350</sup> LEÃES, 1982, p. 177.

<sup>351</sup> ADAMEK, 2009, p. 204.

<sup>352</sup> BRASIL. Lei n.º 6.404, artigo 158.

<sup>353</sup> CARVALHOSA, 2014, p. 426.

<sup>354</sup> MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. *O insider trading no direito brasileiro*. São Paulo: Saraiva, 2017, p. 29.

Sob a ótica do código civil, a nulidade do ato poderia existir nas hipóteses previstas no artigo 166<sup>355</sup>. Todavia, conforme bem reconheceu o Superior Tribunal de Justiça, ao julgar o recurso especial n.º 35230, diante das peculiaridades no sistema de nulidades no âmbito da lei das sociedades anônimas (Lei n.º 6.404/1976) que se “reveste a relação acionista *versus* sociedade anônima, não há que se cogitar da aplicação, em toda a sua extensão, no âmbito do direito societário, da teoria geral das nulidades”.

DIREITO COMERCIAL. SOCIEDADE ANÔNIMA. EMPRESA DE RADIODIFUSÃO E TELECOMUNICAÇÃO. EXIGÊNCIA DO ÓRGÃO PÚBLICO FISCALIZADOR. COMPROVAÇÃO DA NACIONALIDADE DOS SÓCIOS. MARCANDO PRAZO PARA APRESENTAÇÃO DE CERTIDÃO DE NASCIMENTO OU CASAMENTO. DELIBERAÇÃO ASSEMBLEAR DE VENDA DAS AÇÕES DOS QUE NÃO ATENDERAM À CONVOCAÇÃO. ILEGALIDADE. LAPSO PRESCRICIONAL ESPECÍFICO (ARTS. 156 DO DL 2627/40 E 286 DA LEI 6.404/1976). AUSÊNCIA DE IMPUGNAÇÃO TEMPESTIVA. CONVALIDAÇÃO. PRESCRIÇÃO TAMBÉM DO DIREITO A HAVER DIVIDENDOS DISTRIBUÍDOS SOB A FORMA DE BONIFICAÇÃO (ART. 287, II, A, DA LEI 6.404/1976). INAPLICABILIDADE DA TEÓRIA GERAL DAS NULIDADES. RECURSO PROVIDO<sup>356</sup>.

Inspirado na experiência norte-americana, a legislação regulatória brasileira procura incentivar a repressão ao *insider trading* mediante ações judiciais de responsabilidade civil proposta por litigantes privados. Na medida em que o prejuízo imposto ao particular afeta o equilíbrio social, a responsabilidade civil assume papel de destaque, pois promove a participação dos particulares na fixação do equilíbrio social, neutralizando a interferência do aparato administrativo na sociedade civil<sup>357</sup>.

Nesse sentido, importante frisar que a Constituição de 1988 inovou no ordenamento jurídico, não só em relação aos direitos para os indivíduos, mas também para a coletividade. De forma expressa, passou a proteger a coletividade por meio de instrumentos de tutela coletiva, entre os quais: o mandado de segurança coletivo

<sup>355</sup> É nulo o negócio jurídico quando: (...) II - for ilícito, impossível ou indeterminável o seu objeto; (...) VII - a lei taxativamente o declarar nulo, ou proibir-lhe a prática, sem cominar sanção. BRASIL. Lei n.º 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Institui o código civil. Brasília, 10 de janeiro de 2002; 181 o da independência e 114 o da república. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/2002/l10406.htm#titulo1](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/l10406.htm#titulo1), artigo 166.

<sup>356</sup> BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. 4.ª turma. Recurso especial n.º 35230. Rel. Min. Sálvio de Figueiredo Teixeira, Disponível em [https://ww2.stj.jus.br/processo/ita/documento/mediado/?num\\_registro=199300139550&dt\\_publicacao=20-11-1995&cod\\_tipo\\_documento=](https://ww2.stj.jus.br/processo/ita/documento/mediado/?num_registro=199300139550&dt_publicacao=20-11-1995&cod_tipo_documento=).

<sup>357</sup> LEÃES, 1982, p. 179.

(artigo 5.º, LXX), a ação popular (artigo 5.º, LXXIII) e a ação civil pública (artigo 129, III)<sup>358</sup>.

O ilícito do *insider trading* não fere apenas as pessoas envolvidas na operação econômica, mas a própria coletividade no âmbito do mercado de valores; o abuso de informação ocorre num mercado anônimo e massificado, fato que dificulta a individualização dos lesados<sup>359</sup>.

Dado seu caráter difuso, os referidos interesses são tutelados pela via coletiva. Essa tutela coletiva ganha corpo por meio da ação civil pública regulada pela Lei n.º 7.347<sup>360</sup> de 24 de julho de 1985 e, quanto ao *insider trading*, pela Lei n.º 7.913<sup>361</sup> de 07 de dezembro de 1989, sem prejuízo da possibilidade de tutela no âmbito individual para reparação de danos das pessoas prejudicadas pela conduta de uso indevido de informação privilegiada<sup>362</sup>.

A ação judicial coletiva, é o instrumento para que os prejudicados pelos ilícitos praticados no mercado de valores mobiliários sejam ressarcidos dos seus prejuízos, ou para que haja indenização por danos difusos causados ao mercado. Este remédio jurisdicional, tem como objetivo reduzir os custos judiciais, propiciar economia processual e ampliar a tutela jurisdicional, na medida que as decisões são aplicáveis mesmo àqueles que sofreram o dano, mas não se encorajam em litigar individualmente<sup>363</sup>.

---

<sup>358</sup> REMEDIO, José Antonio; MARTINS, Gustavo Aurélio. Dano moral coletivo decorrente da prática de ato de improbidade administrativa. Revista de Estudos Jurídicos UNESP. Franca, v. 22, n. 35, 2018, p. 255. Disponível em:

<https://ojs.franca.unesp.br/index.php/estudosjuridicosunesp/article/view/2124/2353>.

<sup>359</sup> MÜSSNICH, 2017, p. 30.

<sup>360</sup> BRASIL. Lei n.º 7.347, de 24 de julho de 1985. Disciplina a ação civil pública de responsabilidade por danos causados ao meio-ambiente, ao consumidor, a bens e direitos de valor artístico, estético, histórico, turístico e paisagístico (vetado) e dá outras providências. Brasília, em 24 de julho de 1985; 164º da independência e 97 da república. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l7347compilada.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l7347compilada.htm).

<sup>361</sup> BRASIL. Lei n.º 7.913.

<sup>362</sup> Sem prejuízo da ação de indenização do prejudicado, o Ministério Público, de ofício ou por solicitação da Comissão de Valores Mobiliários — CVM, adotará as medidas judiciais necessárias para evitar prejuízos ou obter ressarcimento de danos causados aos titulares de valores mobiliários e aos investidores do mercado, especialmente quando decorrerem de: I — operação fraudulenta, prática não equitativa, manipulação de preços ou criação de condições artificiais de procura, oferta ou preço de valores mobiliários; II — compra ou venda de valores mobiliários, por parte dos administradores e acionistas controladores de companhia aberta, utilizando-se de informação relevante, ainda não divulgada para conhecimento do mercado ou a mesma operação realizada por quem a detenha em razão de sua profissão ou função, ou por quem quer que a tenha obtido por intermédio dessas pessoas [...]. BRASIL. Lei n.º 7.913, artigo 1.º.

<sup>363</sup> PRADO; ROCHMAN; VILELA, 2016 p. 73

No Brasil, a primeira ação civil pública pleiteando o ressarcimento de prejuízos em decorrência da prática de *insider trading*, envolveu a empresa uruguaia *Vailly S.A.* e a empresa Suzano Petroquímica S.A. Na ação o Ministério Público Federal (MPF) e a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) pleitearam o pagamento de indenização pelo dano difuso que teria causado no âmbito do mercado mobiliário e à sociedade, além do pagamento de indenização pelos danos individuais homogêneos causados aos investidores que negociaram com a *Vailly*, anteriormente ao fato relevante<sup>364</sup>.

Porém, esse litígio coletivo não chegou ao fim, em virtude da celebração do termo de compromisso e de ajustamento de conduta (TAC) n.º RJ2007/12231, em 17 de março de 2008, com a *Vailly S.A.*, sociedade estrangeira que adquiriu ações preferenciais de emissão da Suzano Petroquímica S.A., em 27 de julho de 2007, tendo vendido toda a posição no dia 3 de agosto seguinte, logo após anúncio oficial de operação de aquisição do controle da companhia, obtendo lucro de mais de R\$ 500 mil reais<sup>365</sup>.

É a primeira vez que a conselho de valores mobiliários e o Ministério Público Federal assinam, em conjunto, um termo de compromisso e de ajustamento de conduta relacionado com mercado de capitais em um caso envolvendo uso de informação privilegiada. Ao celebrar o termo, a *Vailly S.A.* pagará a quantia de R\$ 2.200.000,00 milhões de reais - para pôr fim à Ação Civil Pública, destinados aos investidores que operaram com ela e ao Fundo de Defesa de Direitos<sup>366</sup>.

Com a edição da Lei n.º 10.303<sup>367</sup> de 31 de outubro de 2001, inegável é a ascensão na lei das sociedades anônimas da estrutura legislativa brasileira no combate da prática do *insider trading*. Com efeito, inseriu o § 4.º do artigo 155 da Lei n.º 6.404/1976, que veda “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”<sup>368</sup>.

---

<sup>364</sup> Ação Civil Pública n.º 2007.51.01.022852-8, tramitou perante a 6.ª Vara Federal da Justiça Federal do Rio de Janeiro - "caso Suzano", a qual é fruto de discussões e negociações preliminares mantidas entre a Interessada, a Procuradoria Federal Especializada junto à CVM (PFE/CVM) e o Ministério Público Federal (MPF). BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Termo de compromisso e de ajustamento de conduta n.º RJ2007/12231. Disponível em: [http://www.cvm.gov.br/decisoes/2008/20080304\\_R1/20080304\\_D01.html](http://www.cvm.gov.br/decisoes/2008/20080304_R1/20080304_D01.html). Acesso em: março de 2020..

<sup>365</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Termo de compromisso e de ajustamento de conduta n.º RJ2007/12231.

<sup>366</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Termo de compromisso e de ajustamento de conduta n.º RJ2007/12231.

<sup>367</sup> BRASIL. Lei n.º 10.303.

<sup>368</sup> BRASIL. Lei n.º 6.404, artigo 155, § 4.º (Incluído pela Lei n.º 10.303, de 2001).

O alcance limitado da norma proibitiva da conduta de *insider trading*, foi objeto de muita polêmica, porque o § 2.º do artigo 155 era destinado somente aos subordinados ou terceiros da confiança dos administradores das companhias abertas<sup>369</sup>. Porém, o § 4.º estendeu esse dever a todos aqueles que tenham tido acesso à informação privilegiada, independentemente de ocuparem algum cargo dentro da empresa<sup>370</sup>.

Passou a presumir que o *insider* será toda pessoa que, em conluio ou por negligência do administrador, se aproveita das informações privilegiadas para obter ganhos ou evitar prejuízos, mediante a compra ou venda precipitada de valores mobiliários. Desse modo, qualquer pessoa sujeitar-se-á às normas repressivas da prática de *insider trading*, quer as de natureza civil, quer as de ordem penal. “Repisa-se que a questão é pública, de interesse do povo, nos termos do artigo 3.º, II da Constituição da República”<sup>371</sup>.

Há, no entanto, um limite para o termo qualquer pessoa, utilizado no § 4.º da lei das sociedades anônimas. Deveras, deve haver um nexo profissional entre o vazamento das informações e os terceiros para que estes possam ser considerados *tippers*. Dessa forma, o conhecimento ocasional da informação por razões outras que não a do exercício de alguma atividade profissional junto à empresa é de difícil configuração<sup>372</sup>.

### 2.3.3. Dever de informar (*duty of disclosure*)

No Decreto-lei n.º 2.627/1940, o dever de informar restringia-se à revelação da situação financeira da companhia, consubstanciado nos documentos da administração, não obrigando os diretores a revelar aos acionistas os seus interesses pessoais quanto aos valores mobiliários emitidos pela companhia<sup>373</sup>.

Fundava-se a antiga Lei de 1940 num princípio inverso ao da Lei n.º 6.404, de 1976, isto é, na regra do sigilo, pela qual cabia aos administradores preservar a companhia da indiscrição dos concorrentes e de terceiros no que toca às suas

---

<sup>369</sup> PROENÇA, 2005, p. 96.

<sup>370</sup> CORSETTI, 2013, p. 76.

<sup>371</sup> PROENÇA, 2005, p. 293.

<sup>372</sup> CARVALHOSA, 2014, p. 416.

<sup>373</sup> CARVALHOSA, 2014, p. 466.



atividades negociais. “Essa corrente legislativa era adotada praticamente em rodas as legislações continentais e ainda permanece em algumas delas, como é o caso do Direito Societário alemão e do suíço<sup>374</sup>.

Em seu artigo 157, a Lei n.º 6.404/1976 previne a prática do *insider trading* ao tratar do princípio do dever de informar<sup>375</sup>, se inspirando diretamente no *duty of disclosure* do direito norte-americano<sup>376</sup>, *in verbis*:

Art. 157. O administrador de companhia aberta deve declarar, ao firmar o termo de posse, o número de ações, bônus de subscrição, opções de compra de ações e debêntures conversíveis em ações, de emissão da companhia e de sociedades controladas ou do mesmo grupo, de que seja titular [...]<sup>377</sup>.

Também, como norma preventiva ao *insider trading*, aos administradores foi imposto o dever de informar os valores mobiliários de emissão da companhia adquiridos ou alienados, desde que solicitado por acionistas que representem 5% (cinco por cento) ou mais do capital social <sup>378</sup>. Adicionalmente, impôs-se aos administradores o dever de divulgar ao mercado quaisquer decisões da companhia, ato ou fato relevante “que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia”<sup>379</sup>.

Atos e fatos relevantes são aqueles que podem influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários, afetando a decisão dos investidores de vendê-los, comprá-los ou retê-los. Deverá ser considerado relevante quando:

[...] puder ser levado em conta pela coletividade dos investidores comuns e, portanto, não profissionais, na sua decisão de adquirir, alienar ou manter sua posição anterior, no que respeita aos valores mobiliários emitidos pela companhia. Será, portanto, relevante quando o ato ou fato puder provocar impacto no mercado de valores mobiliários<sup>380</sup>.

<sup>374</sup> CARVALHOSA, 2014, p. 466.

<sup>375</sup> A Lei n.º 6.404/1976 contempla várias outras situações que obrigam o administrador a prestar informações, tais como o artigo 62, I, que prevê a necessidade de publicação da ata da assembleia geral que deliberou sobre a emissão de debêntures, o artigo 133, referente à publicação do relatório anual, demonstrações financeiras e dos pareceres dos auditores independentes e do conselho fiscal, o artigo 224, relativo à obrigação de informar sobre as condições de incorporação, fusão ou cisão constantes do protocolo, dentre outros. BRASIL. Lei n.º 6.404

<sup>376</sup> PROENÇA, 2005, p. 276.

<sup>377</sup> BRASIL. Lei n.º 6.404, artigo 157.

<sup>378</sup> BRASIL. Lei n.º 6.404, artigo 157, § 1.º, “a”.

<sup>379</sup> BRASIL. Lei n.º 6.404, artigo 157, § 4.º.

<sup>380</sup> CARVALHOSA, 2014, p. 487.

Esse dever específico de informação por parte do *insider*, corresponde ao *affirmative duty of disclosure of any material fact* anotado pela jurisprudência na Regra 10 b-5. O dever de informar brota da necessidade de impedir que o *insider* se aproveite da posição que ocupa para tirar vantagens indevidas em detrimento dos acionistas com um certo grau de igualdade em termos de poder de barganha, de modo a lhe fornecer condições para o exercício de um julgamento criterioso em toda transação<sup>381</sup>.

A publicidade de fatos relevantes (*full disclosure*), coloca os acionistas da companhia e os investidores em situação de avaliarem a oportunidade, o preço e as condições dos negócios, e a alienação de valores mobiliários emitidos pela companhia. Trata-se de regra de defesa da companhia, pois, uma vez revelada pela companhia as modificações do estado de seus negócios, toda a responsabilidade sobre a tomada de decisão cabe ao próprio investidor. Pelo exato cumprimento do sistema de *disclosure*, a companhia e seus administradores desvinculam-se de quaisquer perdas materiais sofridas pelos acionistas ou investidores<sup>382</sup>.

O sistema *full disclosure* assegura a equidade nas negociações com valores mobiliários emitidos pela companhia e negociados no mercado de capitais. Além da proteção dos acionistas e da companhia, o sistema protege o público investidor e a estrutura do mercado de capitais, cuja credibilidade, organização e equilíbrio dependem do “cumprimento estrito, por parte dos administradores, do seu dever de informar o público em geral sobre as alterações do estado negocial ou institucional da companhia”<sup>383</sup>.

Ensina Leães que, além da prestação de informações que decorre do princípio do *disclosure*, é necessário que paralelamente medidas sejam tomadas:

[...] para que todos os investidores potenciais tenham, ao mesmo tempo, acesso às novas informações, impedindo-se assim que os administradores, altos empregados e acionistas controladores, utilizem-se em proveito próprio de informações colhidas em primeira mão por força da posição que ocupam. A repressão ao *insider trading* é, destarte, corolário natural da adoção do princípio do *disclosure* na regulação do mercado de valores. Ora, adotado o princípio em tela pela legislação de mercado brasileiro, natural que se excogitasse da proibição do *insider trading*, o que foi feito inicialmente de maneira meramente programática [...]<sup>384</sup>.

---

<sup>381</sup> LEÃES, 1982, p. 175.

<sup>382</sup> CARVALHOSA, 2014, p. 472.

<sup>383</sup> CARVALHOSA, 2014, p. 489.

<sup>384</sup> LEÃES, 1982, p. 173.

Porém, a lei das sociedades anônimas reconhece que o dever de informação não é absoluto e deve ser compatibilizado com outros deveres, notadamente o de sigilo, a fim de evitar que a divulgação de determinados fatos acabe por prejudicar a própria companhia. Surge, então, a necessidade de balancear o dever de informação de um lado, e o dever de sigilo, de outro<sup>385</sup>.

A Lei n.º 6.404/1976 prevê que os administradores poderão recusar-se a prestar informação, se entenderem que a sua divulgação colocará em risco interesse da companhia, cabendo à Comissão de Valores Mobiliários, a pedido dos administradores, de qualquer acionista, ou por iniciativa própria, decidir sobre a prestação de informação e responsabilizar os administradores, se for o caso<sup>386</sup>.

Tal previsão revela extremada importância, porque permite as empresas negociarem mantendo o menor número de pessoas informadas sobre a operação que está realizando. Parece lógico que, para a proteção da própria operação e dos interesses da companhia, seja garantido o sigilo sobre sua realização até o momento em que esta esteja concluída. Por óbvio, todos os envolvidos na operação não poderão negociar com as ações da empresa, nem mesmo recomendar que outros o façam, até a sua divulgação ao mercado<sup>387</sup>.

A Lei n.º 10.303 de 2001, curvando-se à prevenção ao *insider trading*, acrescentou o § 6.º ao artigo 157 da lei das sociedades anônimas, que trata, em suma, do dever dos administradores da companhia aberta de informar à Comissão de Valores Mobiliários e às bolsas de valores as modificações em suas posições acionárias na companhia<sup>388</sup>.

Segundo o *caput* do artigo 157, o administrador quando assina o termo de posse, deve declarar quais são suas posições acionárias na companhia<sup>389</sup>. Ocorre que o § 6.º exige que o administrador indique apenas “as modificações em suas posições acionárias na companhia”<sup>390</sup>.

Dessa maneira, se prevalecesse a interpretação literal do novo dispositivo, “o administrador não mais precisaria declarar alterações atinentes à situação de

---

<sup>385</sup> ADAMEK, 2009, p. 177.

<sup>386</sup> BRASIL. Lei n.º 6.404, artigo 157, § 5.º.

<sup>387</sup> CORSETTI, 2013, p. 75.

<sup>388</sup> BRASIL. Lei n.º 6.404, artigo 157, § 6.º (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001).

<sup>389</sup> BRASIL. Lei n.º 6.404, artigo 157.

<sup>390</sup> BRASIL. Lei n.º 6.404, artigo 157, § 6.º (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001).

debêntures conversíveis em ações, bônus de subscrição e assim por diante”, mas somente as informa-las em sua posição acionária<sup>391</sup>.

No entanto, há a necessidade de impor-se interpretação sistemática do § 6.º com o *caput* deste mesmo artigo 157. Desse jeito, deverão os administradores declarar não somente as mudanças em suas posições acionárias, mas também em suas posições quanto aos demais títulos mencionados na cabeça do artigo 157. “Outrossim, os títulos não devem ser apenas os da companhia, mas também os das demais sociedades do mesmo grupo empresarial”<sup>392</sup>.

Além disso, o novo dispositivo legal atribuiu poderes à Comissão de Valores Mobiliários para exigir informações imediatas sobre qualquer alteração de posição acionária dos administradores da companhia, e, dessa maneira, facilita a identificação de eventual conduta ilícita de *insider trading* por parte do administrador<sup>393</sup>. Tem, além disso, estabelecer o dever dos administradores de revelar ao público investidor alterações substanciais no estado dos negócios da companhia. “Conseqüentemente, a norma tem relação direta com aquela constante do art. 155”<sup>394</sup>.

Portanto, a publicação da Lei n.º 6.404/1976 representa, sem dúvida, o marco regulatório do uso de informações privilegiadas, dentro do sistema legal nacional. Os artigos 155 e 157 apresentam a estrutura legal que previne e reprime *insider trading* no direito brasileiro. Eizirik ensina que da leitura desses dispositivos, resta claro que:

[...] a lei seguiu também o padrão normativo norte americano, referente ao dever do *insider* de divulgar ou abster-se de utilizar a informação em proveito próprio (*disclose or refrain from trading*). Assim, estando o administrador de posse de informação relevante, sua obrigação fundamental é revelá-la ao público, em obediência ao princípio fundamental do *disclosure*. É possível, porém, que tal informação possa pôr em risco interesse legítimo da companhia (art. 157, § 5º). Nesse caso, porém, enquanto a informação não for publicamente divulgada, o *insider* está proibido de utilizá-la em proveito próprio, comprando ou vendendo valores mobiliários da companhia, ou recomendando a terceiros que o façam. A lei também define expressamente a noção de fato relevante, adotando o conceito de material fact da Rule 10-b norte-americana, tal como interpretado pelos tribunais. Assim, fato relevante, é considerado aquele que pode influir de modo ponderável, na decisão dos investidores de comprar ou vender os valores mobiliários da companhia [...]<sup>395</sup>.

---

<sup>391</sup> PROENÇA, 2005 p. 291

<sup>392</sup> CARVALHOSA, 2014, p. 470.

<sup>393</sup> PROENÇA, 2005, p. 290.

<sup>394</sup> CARVALHOSA, 2014, p. 471.

<sup>395</sup> EIZIRIK, Nelson Laks. *Insider trading* e a responsabilidade de administrador de companhia aberta. Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro. São Paulo: n° 50, ano XXII, p. 42 – 57, abr.-jun. 1983, p. 50.

Na esteira da prevenção à utilização de informações privilegiadas, a Lei nº 10.303/01 incluiu na Lei n.º 6.404/1976 o dever dos acionistas (artigo 116-A)<sup>396</sup> e dos membros do conselho fiscal (artigo 165-A)<sup>397</sup> de informar 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.

A criação dos artigos 116-A e do 165-A tem o objetivo claro de prevenir, ou até mesmo dificultar, a prática do *insider trading* pelos membros do conselho fiscal que têm acesso a todas as informações confidenciais da empresa, a utilização em proveito próprio<sup>398</sup>.

Com o aperfeiçoamento dos mandamentos uma vez cumprido, o dever de informar promove igualdade de conhecimento entre todos os participantes das negociações com valores mobiliários, assegurando a estabilidade e segurança das relações no mercado de capitais e freando o uso de informações privilegiadas.<sup>399</sup> Ademais, é majoritário o entendimento que o *insider trading* representa uma conduta que merece ser combatida na esfera administrativa, civil e, principalmente, na seara penal, preventiva e repressivamente<sup>400</sup>.

Contudo, algumas lacunas são claras na lei das sociedades anônimas. A primeira delas refere-se à responsabilidade pelo *insider trading*, mantida no âmbito administrativo e civil, sem a previsão de sanções penais. Outra, relacionada às pessoas às quais se poderiam imputar *insider trading*, restringidas, basicamente, aos administradores, seus subordinados e terceiros de confiança. Também, silenciou quanto a “ampliação subjetiva dos obrigados ao *disclosure*. A nossa legislação aprimorou-se, entretanto, suplantando estes e outros impasses”<sup>401</sup>

O poder e os abusos da administração, além do enriquecimento pessoal, não deixarão de existir. “A principal esperança deve ser a total identificação – pelo público

---

<sup>396</sup> BRASIL. Lei n.º 6.404, artigo 116-A (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001).

<sup>397</sup> BRASIL. Lei n.º 6.404, artigo 165-A (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001).

<sup>398</sup> CORSETTI, 2013, p. 78.

<sup>399</sup> PROENÇA, 2005, p. 123.

<sup>400</sup> COMPARATO, Fábio Konder. A regra do sigilo nas ofertas públicas de aquisição de ações. Revista de direito mercantil industrial económico financeiro. São Paulo, n. 49, 1983. p. 60

<sup>401</sup> PROENÇA, 2005, p. 282.

e pelas autoridades públicas – das oportunidades que tal pode e tais abusos oferecem para comportamentos socialmente indesejáveis”<sup>402</sup>.

Percebe-se que as normas que estabelecem a obrigação de divulgação da informação relevante pretendem, portanto, que a cotação dos títulos reflita apenas as informações publicamente disponíveis. As razões de ordem ética estariam ligadas à conduta reprovável de se auferir lucros em função da utilização de informações confidenciais, ainda não reveladas ao mercado, derivadas do princípio da igualdade de acesso às informações<sup>403</sup>.

A relevância da regulação da informação no mercado de capitais justifica-se no sentido de ser um meio eficaz de proteção do investidor, já que o habilita a tomar conscientemente, em princípio, as suas decisões de investimento. “Daí a inteligência da legislação acerca do *insider trading*: informe, seja transparente, mas se não for possível informar, abstenha-se de negociar no mercado de capitais”<sup>404</sup>.

#### **2.4. Regime jurídico da lei do mercado de capitais**

O Brasil, seguindo a tendência das leis norte-americanas que institucionalizaram, no século XX, o mercado de capitais, introduziu a legislação que estruturava o mercado financeiro, criando o Conselho Monetário Nacional e a figura do banco central, com a Lei n.º 4.595/64; regulando o mercado de capitais, com a Lei n.º 4.728/65, representou inegável avanço. Mas, o normativo não foi suficiente para garantir a sustentabilidade do mercado, de maneira a protegê-lo contra crise especulativas<sup>405</sup>.

No âmbito de uma série de esforços para desenvolver o mercado de capitais brasileiro, surgiu a Lei n.º 6.385<sup>406</sup>, de 7 de dezembro de 1976, nomeada de Lei do Mercado de Capitais, de modo a permitir o financiamento das atividades empresariais por meio de instrumentos de mercado. No entanto, por uma série de outros fatores, o mercado não se desenvolveu a contento nos anos que se seguiram<sup>407</sup>.

---

<sup>402</sup> GALBRAITH, 2004, p. 72.

<sup>403</sup> EIZIRIK; GAAL; PARENTE; HENRIQUES, 2008, p. 537.

<sup>404</sup> PROENÇA, 2005, p. 136.

<sup>405</sup> MENDES, Hélio Rubens *in* CODORNIZ; PATETLLA, 2015 p. 133; 134.

<sup>406</sup> BRASIL. Lei n.º 6.385

<sup>407</sup> CODORNIZ, Gabriela; PATETLLA, Laura (coord.) Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/76. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 20.

Há uma corrente crítica à Lei n.º 6.385/1976, no que diz respeito à sua falta de sistematicidade, enquanto a Lei n.º 6.404/1976, que está diretamente ligada à Lei n.º 6.385/1976, é usualmente louvada pela sua organização e pela estrutura adotada. De fato, o contexto da promulgação da lei do mercado de capitais não foi dos mais favoráveis, e isso não apenas em razão do seu caráter apressado, mas também porque nela não vê autonomia<sup>408</sup>.

Com efeito, a Lei n.º 6.385/1976, é vista como uma espécie de “irmã menor” da Lei n.º 4.595/1964, integrando, de maneira ampla, o sistema de regulação de mercado financeiro no Brasil e foi tratada por muito tempo como um apêndice ou complemento da Lei n.º 6.404/1976, por ser a temática societária bem mais ampla que a de mercado de capitais<sup>409</sup>.

#### 2.4.1. Criação da comissão de valores mobiliários

A Comissão de Valores Mobiliários constitui órgão integrante do subsistema normativo do mercado de valores mobiliários. É uma autarquia vinculada ao Ministério da Fazenda, instituída pelo artigo 5.<sup>o</sup><sup>410</sup>, da lei do mercado de capitais, com a atribuição de fiscalizar<sup>411</sup> as informações relativas ao mercado, função esta que era de atribuição do Banco Central do Brasil, nos moldes do artigo 3.<sup>o</sup>, X, da Lei n.º 4.728/1965.

Diante disso, restou ao Banco Central disciplinar o sistema financeiro bancários, monetário e creditício (e dos fundos de investimento e dos instrumentos derivativos, até a edição da Lei n.º 10.303/2001), enquanto coube à Comissão de Valores Mobiliários a função de regulamentar o mercado de valores mobiliários, fato que resultou na divisão da competência normativa e fiscalizadora<sup>412</sup>.

---

<sup>408</sup> CODORNIZ; PATETLLA, 2015, p. 18.

<sup>409</sup> CODORNIZ; PATETLLA, 2015, p. 20.

<sup>410</sup> É instituída a Comissão de Valores Mobiliários, entidade autárquica, vinculada ao Ministério da Fazenda. BRASIL. Lei n.º 6.385, redação original do artigo 5.º:

<sup>411</sup> Compete à Comissão de Valores Mobiliários: (...) III - fiscalizar permanentemente as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários, de que trata o Art. 1º, bem como a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem, e aos valores nele negociados; (...) V - fiscalizar e inspecionar as companhias abertas dada prioridade às que não apresentem lucro em balanço ou às que deixem de pagar o dividendo mínimo obrigatório [...] BRASIL. Lei n.º 6.385, artigo 8.º.

<sup>412</sup> EIZIRIK; GAAL; PARENTE; HENRIQUES, 2008, p. 241.

A exposição de motivos da Lei n.º 6.385/76, que cria a Comissão de Valores Mobiliários, expressa que a experiência demonstrou que a defesa da economia popular e o funcionamento regular do mercado de capitais exigem a tutela do Estado, com a fixação de normas para emissão de títulos, divulgação de dados sobre a companhia emitente e negociação no mercado. Outrossim, “é necessário que agência governamental especializada exerça as funções de polícia do mercado, evitando as distorções e abusos a que está sujeito”<sup>413</sup>.

Nessa perspectiva, a atuação da Comissão de Valores Mobiliários tem como mote a proteção da poupança popular, atraída pelas oportunidades de investimentos em títulos emitidos pelas companhias abertas e por veículos como fundos de investimento<sup>414</sup>.

Para realizar seu monitoramento do mercado, a Comissão de Valores Mobiliários utiliza sistemas *on line* e *off line*. O controle *on line* ocorre durante os pregões e o *off line* ocorre à noite, após o encerramento das negociações, com o objetivo de rastrear as causas das variações que não se enquadraram nos limites previamente estabelecidos<sup>415</sup>.

Pela nova redação do artigo 5.º da lei do mercado de capitais de 1976, conferida pela Lei n.º 10.411/2002<sup>416</sup>, verifica-se que a Comissão de Valores Mobiliários foi alcançada à categoria de entidade autárquica em regime especial, dotada de “autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária” – ainda que permaneça vinculada ao ministério da fazenda<sup>417</sup>.

Essa autonomia à Comissão de Valores Mobiliários decorreu de dois fatores distintos: uma real necessidade de independência financeira e uma tendência internacional pela criação de agências reguladoras independentes, nos moldes do modelo norte-americano<sup>418</sup>.

---

<sup>413</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Exposição de motivos n.º 203, de 02 de agosto de 1976. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/leis-decretos/anexos/EM197-Lei6385.pdf>.

<sup>414</sup> MENDES, Hélio Rubens Mendes *in* CODORNIZ; PATETLLA, 2015 p. 135.

<sup>415</sup> PINHEIRO, 2007, p. 131.

<sup>416</sup> BRASIL. Lei n.º 10.411, de 26 de fevereiro de 2002. Conversão da M.P. n.º 8, de 2001. Altera e acresce dispositivos à Lei n.º 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Congresso Nacional, em 26 de fevereiro de 2002; 181.º da Independência e 114.º da República. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/LEIS/2002/L10411.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/2002/L10411.htm).

<sup>417</sup> BRASIL. Lei n.º 6.385, artigo 5.º (Redação dada pela Lei nº 10.411, de 26.2.2002).

<sup>418</sup> CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. A Nova Lei das S/A. São Paulo: Saraiva, 2002, p. 437.



Além da autonomia conferida, a Lei n.º 10.411/2002, ao alterar o artigo 18 da Lei 6.385/1976, atribuiu competência à Comissão de Valores Mobiliários para editar normas gerais sobre o assunto de sua alçada, deixando de ser apenas uma regulamentadora das políticas definidas pelo Conselho Monetário Nacional. Para cumprir suas atribuições, a Comissão de Valores Mobiliários se vale da “edição de instruções normativas, deliberações, pareceres de orientação, portarias, notas explicativas e atos declaratórios”<sup>419</sup>.

A competência da Comissão de Valores Mobiliários, dentre os quatro segmentos que compõem o sistema financeiro nacional (crédito, monetário, câmbio e valores mobiliários), está compreendida na Lei n.º 6.385/1976, em vários dispositivos, dividindo-se em competência de natureza normativa, fiscalizadora e punitiva <sup>420</sup>.

#### 2.4.1.1. Competência normativa da comissão de valores mobiliários

O fundamento constitucional do poder normativo da Comissão de Valores Mobiliários está positivado no artigo 174<sup>421</sup> da Constituição da República de 1988. A base legal e geral está no inciso I<sup>422</sup> do artigo 8.º da Lei n.º 6.385/1976, que fixa competência da Comissão de Valores Mobiliários para regulamentar, com observância da política definida pelo Conselho Monetário Nacional, as matérias expressamente previstas na lei de mercado de capitais e na lei das sociedades anônimas.

Dessa forma, a intervenção estatal no mercado de capitais dá-se através da sua regulação, sem que possa interferir diretamente em questões específicas por meio das agências reguladoras. A função pública da regulação estatal é a de promover a ampla transparência de informações, permitindo que os investidores sejam bem informados e possam tomar suas próprias decisões acerca de seus investimentos<sup>423</sup>.

---

<sup>419</sup> MELLO NETO, 2015, p. 62.

<sup>420</sup> CORSETTI, 2013, p. 78.

<sup>421</sup> Como agente normativo e regulador da atividade econômica, o Estado exercerá, na forma da lei, as funções de fiscalização, incentivo e planejamento, sendo este determinante para o setor público e indicativo para o setor privado. BRASIL. 1988, artigo 174.

<sup>422</sup> Compete à Comissão de Valores Mobiliários: I - regulamentar, com observância da política definida pelo Conselho Monetário Nacional, as matérias expressamente previstas nesta Lei e na lei de sociedades por ações [...] BRASIL. Lei n.º 6.385, artigo 8.º.

<sup>423</sup> CORSETTI, 2013, p. 82.

#### 2.4.1.2. Competência fiscalizadora da comissão de valores mobiliários

Como consequência direta das transformações determinadas pela modernidade, nasceu a necessidade de criação de instrumentos de controle estatal de atividades econômicas pelo Estado, principalmente com base no interesse público. Nesse contexto surgiram as agências reguladoras<sup>424</sup>.

A Comissão de Valores Mobiliários, como agência reguladora do mercado de valores mobiliários, detém a função de fiscalização do mercado de capitais, visando coibir e punir condutas que possam ser prejudiciais para o mercado. À vista disso, a Comissão de Valores Mobiliários age com poder de polícia, limitando a liberdade individual em prol do interesse público ou coletivo<sup>425</sup>.

É pelo poder de polícia que se conciliam os interesses individuais com os interesses da coletividade<sup>426</sup>. O conceito de poder de polícia em sentido amplo, diz respeito a toda ação restritiva do Estado em relação aos direitos individuais, isto é, tanto atos das autoridades administrativas quanto atos do legislativo; em sentido estrito, integra a prerrogativa dos agentes da Administração Pública para restringir e condicionar a liberdade e a propriedade<sup>427</sup>.

Esse poder de polícia se exerce preventiva e repressivamente:

No exercício de poder de polícia preventivo, a ação administrativa se manifesta em regulamentos e atos administrativos. A par dessa atividade regulamentar, a polícia se traduz também em atos de coordenação e direção. São os chamados *directing* ou *summary powers*. Por outro lado, o poder de polícia seria inane e ineficiente se não fosse coercitivo e não estivesse aparelhado com sanções<sup>428</sup>.

O poder para controlar a aplicação da lei de maneira preventiva ou repressiva, foi entregue à Comissão de Valores Mobiliários por meio da lei do mercado de capitais, fato que se verifica com o poder de examinar e extrair cópias de documentos para averiguar fatos e investigar pessoas físicas e jurídicas que integram o sistema de distribuição de valores mobiliários, das companhias abertas e demais emissoras de valores mobiliários, além de poder intimá-las para prestar informações, requisitar

---

<sup>424</sup> MIKALOVSKI, 2014, p. 86.

<sup>425</sup> CORSETTI, 2013, p. 82.

<sup>426</sup> LEÃES, 1982, p. 70.

<sup>427</sup> EIZIRIK; GAAL; PARENTE; HENRIQUES, 2008, p. 257 – 258.

<sup>428</sup> LEÃES, 1982, p. 69.

informações de qualquer órgão público e apurar, mediante processo administrativo, atos ilegais e práticas não equitativas de administradores e dos demais participantes do mercado<sup>429</sup>.

A Comissão de Valores Mobiliários é composta por diversas superintendências especializadas e, em relação ao poder fiscalizatório, quem está à frente é a superintendência de fiscalização externa (SFI). No exercício da função, a superintendência de fiscalização externa poderá examinar todas as operações que foram realizadas antes das publicações de fatos relevantes. Dessa maneira, no caso de uma variação significativa no preço das ações ou no volume negociado, avançará suas investigações para identificar quem foram as pessoas que negociaram com as ações da empresa nesse período<sup>430</sup>.

#### 2.4.1.3. Competência punitiva da comissão de valores mobiliários

Com o objetivo de proteger os investidores contra o uso de informações privilegiadas, o Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários poderão utilizar de suas atribuições no combate ao uso de informação ainda não divulgada no mercado de valores mobiliários<sup>431</sup>. Esta proteção se identifica na atividade de regulamentação, monitoramento e punição do mercado de valores mobiliários pela Comissão de Valores Mobiliários<sup>432</sup>.

Além disso, o Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários exercerão suas atribuições para assegurar ao mercado acesso a informações sobre os valores mobiliários, bem como de garantir o funcionamento do mercado com a garantia de igualdade entre os acionistas<sup>433</sup>, atribuições essas que garantem a repressão ao *insider trading*.

Especificamente quanto à atuação sancionadora do órgão regulador do mercado mobiliário, a Lei n.º 6.385/1976 estabelece que o processo administrativo destinado a apurar, mediante processo administrativo, “atos ilegais e práticas não equitativas de administradores, membros do conselho fiscal e acionistas de

---

<sup>429</sup> BRASIL. Lei n.º 6.385, artigo 9.º.

<sup>430</sup> CORSETTI, 2013, p. 83.

<sup>431</sup> BRASIL. Lei n.º 6.385, artigo 4.º, IV, “c” (Alínea incluída pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001).

<sup>432</sup> PRADO; ROCHMAN; VILELA, 2016 p. 41.

<sup>433</sup> BRASIL. Lei n.º 6.385, artigo. 4.º, VI.

companhias abertas, dos intermediários e dos demais participantes do mercado”, observará o procedimento fixado pela Comissão de Valores Mobiliários, a qual poderá aplicar aos autores das infrações contra o mercado de capitais as penalidades previstas no artigo 11 da Lei, sem prejuízo da responsabilidade civil ou penal<sup>434</sup>.

Neste ponto, importante destacar que em 13 de novembro de 2017, observa-se uma reforma da lei do mercado de capitais realizada através da Lei n.º 13.506<sup>435</sup>.

Andou bem o legislador ao alterar o teor do artigo 11 da lei de mercado de capitais. Com a nova redação, a Comissão de Valores Mobiliários poderá impor aos infratores das normas da lei das sociedades anônimas e da lei de mercado de capitais, diferentemente da redação anterior que só autorizava a infração das normas da lei n.º 6.385/1976, penalidades, dentre outras, multa, inabilitação temporária, até o máximo de 20 (vinte) anos, para o exercício das atividades<sup>436</sup>.

Na esteira da repressão de práticas ilegais no âmbito do mercado de capitais, com a reforma de 2017, passou a Comissão de Valores Mobiliários a impor aos infratores das normas da lei do mercado de capitais e da lei das sociedades anônimas, na aplicação de multa, o dever de observar os princípios da proporcionalidade e da razoabilidade, a capacidade econômica do infrator e, no caso de reincidência, poderá ser aplicada multa de até o triplo dos valores fixados<sup>437</sup>.

Um ponto que chama atenção com as alterações de 2017 na lei do mercado de capitais, é a discricionariedade atribuída à Comissão de Valores Mobiliários quanto ao processo administrativo sancionador. Com a nova redação do § 4.º, do artigo 9.º, a Comissão poderá deixar de instaurar o processo administrativo sancionado diante da “pouca relevância da conduta, a baixa expressividade da lesão ao bem jurídico tutelado e a utilização de outros instrumentos e medidas de supervisão que julgar mais efetivos”<sup>438</sup>.

O direito administrativo sancionador aparece como reflexo do exercício do poder de polícia sobre as atividades dos particulares no âmbito do Sistema Financeiro Nacional e do Mercado de Capitais. Todavia, devem ser conferidas ao acusado, no processo administrativo, todas as garantias e prerrogativas existentes no processo

---

<sup>434</sup> BRASIL. Lei n.º 6.385, artigo 9.º, V e VI.

<sup>435</sup> BRASIL. Lei n.º 13.506.

<sup>436</sup> BRASIL. Lei n.º 6.385, artigo 11 (Redação dada pela Lei nº 13.506, de 2017).

<sup>437</sup> BRASIL. Lei n.º 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Op Cit., artigo 11, §§ 1.º e 2.º (Redação dada pela Lei nº 13.506, de 2017).

<sup>438</sup> BRASIL. Lei n.º 6.385, artigo 11, § 4.º (Redação dada pela Lei nº 13.506, de 2017).

penal, para que este poder punitivo, exercido pela Comissão de Valores Mobiliários, seja exercido de maneira legítima<sup>439</sup>.

Neste sentido, a Corte Suprema firmou o entendimento “de que o princípio do devido processo legal, de acordo com o texto constitucional, também se aplica aos procedimentos administrativos”.

CONSTITUCIONAL. PROCESSUAL CIVIL. AGRAVO REGIMENTAL EM AGRAVO DE INSTRUMENTO. ALEGADA OFENSA AO ART. 5º, XXXV, LIV e LV, DA CF. OFENSA REFLEXA. DEVIDO PROCESSO LEGAL. PRECEDIMENTOS ADMINISTRATIVOS. NECESSIDADE DE OBSERVÂNCIA. AGRAVO IMPROVIDO.

I – A jurisprudência da Corte é no sentido de que a alegada violação ao art. 5º, XXXV, LIV e LV, da Constituição, pode configurar, quando muito, situação de ofensa reflexa ao texto constitucional, por demandar a análise de legislação processual ordinária.

II - O entendimento desta Corte é no sentido de que o princípio do devido processo legal, de acordo com o texto constitucional, também se aplica aos procedimentos administrativos.

III - Agravo regimental improvido<sup>440</sup>.

Pode-se afirmar, dessa maneira, que garantias em processo judicial ou administrativo que asseguram o devido processo penal, o contraditório e ampla defesa, previstas no inciso LIV e LV do artigo 5.º da Constituição<sup>441</sup>, constituem direito subjetivo público do acusado em qualquer processo administrativo sancionador<sup>442</sup>.

Por essas razões, o administrado tem o direito de ter ciência da tramitação dos processos administrativos em que tenha a condição de interessado, ter vista dos autos, obter cópias de documentos neles contidos e conhecer as decisões proferidas, de formular alegações e apresentar documentos antes da decisão, de fazer-se assistir, facultativamente, por advogado<sup>443</sup>.

Inédito em relação às Constituições anteriores, a inserção da cláusula do devido processo legal gerou uma verdadeira revolução, aproximando o direito administrativo sancionador e direito penal, ambos convergindo para uma dogmática

<sup>439</sup> CORSETTI, 2013, p. 83.

<sup>440</sup> BRASIL. Supremo Tribunal Federal. 1.ª turma. Agravo de instrumento n.º 592.340. Origem: PR – Paraná. Relator: Min. Ricardo Lewandowski. Data de publicação dje 14/12/2007. Disponível em: <http://portal.stf.jus.br/processos/detalhe.asp?incidente=2384469>.

<sup>441</sup> [...] LIV - ninguém será privado da liberdade ou de seus bens sem o devido processo legal; LV - aos litigantes, em processo judicial ou administrativo, e aos acusados em geral são assegurados o contraditório e ampla defesa, com os meios e recursos a ela inerentes [...] BRASIL. 1988, artigo 5.º.

<sup>442</sup> CORSETTI, 2013, p. 83.

<sup>443</sup> BRASIL. Lei n.º 9.784, de 29 de janeiro de 1999. Regula o processo administrativo no âmbito da administração pública federal. Brasília 29 de janeiro de 1999; 178o da independência e 111o da república. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l9784.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l9784.htm), artigo 3.º.

“comprometida com a teoria dos direitos fundamentais e, ao mesmo tempo, com o equilíbrio funcionalista dos interesses gerais e individuais que devem conviver harmoniosamente no Estado Democrático de Direito”<sup>444</sup>.

A cláusula do devido processo legal formal e substancial, derivada do artigo 5.º, LIV e LV, da Constituição da República, além de estar influenciada por diplomas de origem romano-germânica, encontra referencial no direito estadunidense, de base sistemática e jurídica estruturada pela *common law*<sup>445</sup>.

O contraditório pode ser tratado como um método de confrontação da prova e comprovação da verdade, fundando-se não mais sobre um juízo potestativo, mas sobre o conflito, disciplinado e ritualizado. O ato de contradizer a suposta verdade afirmada na acusação é ato imprescindível para um mínimo de configuração acusatória do processo. “O juiz deve dar ouvido a ambas as partes, sob pena de parcialidade, na medida em que conheceu apenas metade do que deveria ter conhecido”<sup>446</sup>.

Porém, no processo administrativo sancionador, diversamente do que acontece nos processos judiciais, “a administração acusa e julga, daí a necessidade de rigor absoluto, por sua parte, no atendimento dos princípios que asseguram ao administrado o mais amplo direito de defesa”<sup>447</sup>.

De todo modo, o conjunto normativo regulador da informação no mercado de capitais deve-se preocupar e se ocupar em atingir dois objetivos principais: garantir a possibilidade do cumprimento do dever de diligência por parte dos investidores e prevenir as práticas do *insider trading* e manipulações do mercado, estabelecendo e mantendo a equidade entre os investidores<sup>448</sup>.

#### 2.4.2. Tipificação de novos crimes contra o mercado de capitais

Há, na doutrina, polêmica a respeito da tipificação de crimes em leis esparsas, no sentido de que tal procedimento pode causar certa insegurança jurídica, em face da existência de um código penal, onde se deveria abarcar todas as condutas

---

<sup>444</sup> SANTOS, Alexandre PINHEIRO dos; OSÓRIO, Fábio Medina; WELLISCH, Julya Sotto Mayor. Mercado de capitais: regime sancionador. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 48.

<sup>445</sup> SANTOS; OSÓRIO; WELLISCH, 2012, p. 44.

<sup>446</sup> LOPES JR., Aury. Direito processual penal. 16. ed. São Paulo: Saraiva, 2019, p. 80.

<sup>447</sup> EIZIRIK; GAAL; PARENTE; HENRIQUES, 2008, p. 267 – 269.

<sup>448</sup> PROENÇA, 2005, p. 136.

criminosas, cuidando as leis esparsas tão somente da tipificação de ilícitos administrativos<sup>449</sup>.

Apesar das controvérsias, a Lei n.º 6.385/1976 passou a tipificar condutas que, via de regra, até então eram consideradas somente ilícitos administrativos. Esses tipos penais foram incluídos pela Lei n.º 10.303/2001, que criou o Capítulo VII-B, que trata dos crimes contra o mercado de capitais<sup>450</sup>.

Antes disso, a legislação penal dispunha acerca de algumas dessas condutas, ainda que de maneira distinta.

O código penal, a título de exemplo, prevê, na parte que trata das fraudes e abusos na administração de sociedade por ações, o crime de utilização de artifício, por parte do diretor, gerente ou fiscal, para a promoção de falsa cotação das ações ou de outros títulos da sociedade<sup>451</sup>. Esse tipo penal cuida de uma forma própria de manipulação de mercado, “qual seja, aquela praticada pelo diretor, gerente ou fiscal de companhia aberta, em relação a valores mobiliários de emissão desta mesma companhia”<sup>452</sup>.

As condições econômicas de que fala o código penal inclui:

[...] aquelas patrimoniais e suas mutações refletidas nas demonstrações financeiras e nas demais peças que compõem o relatório anual da administração, bem como a revelação pronta da situação negocial e suas alterações.

Não fora assim, a norma penal não falaria em “prospectos” e “comunicações” como instrumento de falsidade ideológica, que sanciona<sup>453</sup>.

No que toca ao delito de *insider trading*, muito embora a conduta já pudesse ser submetida ao tipo genérico do estelionato (artigo 171 do Código Penal)<sup>454</sup>, em 2001 foi incorporado ao ordenamento jurídico pátrio no artigo 27-D da lei do mercado de capitais<sup>455</sup>.

<sup>449</sup> PROENÇA, 2005, p. 294.

<sup>450</sup> BRASIL. Lei n.º 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Op. Cit, capítulo VII-B, dos crimes contra o mercado de capitais (Incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001).

<sup>451</sup> BRASIL. Decreto-lei n.º 2.848, de 7 de dezembro de 1940. Código penal. Rio de Janeiro, 7 de dezembro de 1940; 119º da Independência e 52º da República. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/decreto-lei/del2848compilado.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/del2848compilado.htm), artigo 177, § 1.º, II.

<sup>452</sup> MORELLI, Denis *in* CODORNIZ; PATETLLA, 2015 p. 601.

<sup>453</sup> CARVALHOSA, 2014, p. 468.

<sup>454</sup> MÜSSNICH, 2017, p. 31.

<sup>455</sup> Texto revogado: 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

Porém, na busca de aperfeiçoar o diploma legal, os crimes contra o mercado de capitais do Capítulo VII-B sofreram alterações, pela Lei n.º 13.506 de 13 de novembro de 2017<sup>456</sup>.

Nos dias que correm, dentre os crimes contra o mercado de capitais, é considerado fato típico realizar operações simuladas ou manobras fraudulentas destinadas para obter vantagem indevida ou lucro<sup>457</sup>, utilizar informação privilegiada – conhecida como a prática de *insider trading* – que seja capaz de permitir vantagem indevida em negociações de valores mobiliários, para si ou para outrem, mesmo que em nome de terceiros<sup>458</sup> e, por fim, exercer no mercado de valores mobiliários qualquer atividade, sem estar, para esse fim, autorizado ou registrado na autoridade administrativa competente<sup>459</sup>.

A ampliação do elenco de crimes contra o mercado de capitais trouxe maior credibilidade ao investimento nesse mercado, reprimindo a ação de indivíduos mal intencionados, aspirantes ao enriquecimento fácil e ilícito<sup>460</sup>. Vê-se, assim, que passou o direito brasileiro a contar com norma penal especificamente voltada à repressão do *insider trading*, que será objeto de estudo do próximo capítulo, de forma pormenorizada.

## **2.5. Regulamentos de combate do *insider trading***

### **2.5.1. A instrução CVM n.º 8, de 1979**

---

indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiro, com valores mobiliários: (Artigo incluído pela Lei n.º 10.303, de 31.10.2001).

<sup>456</sup> BRASIL. Lei n.º 13.506.

<sup>457</sup> Realizar operações simuladas ou executar outras manobras fraudulentas destinadas a elevar, manter ou baixar a cotação, o preço ou o volume negociado de um valor mobiliário, com o fim de obter vantagem indevida ou lucro, para si ou para outrem, ou causar dano a terceiros: (Redação dada pela Lei n.º 13.506, de 2017) Pena – reclusão, de 1 (um) a 8 (oito) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime. (Incluído pela Lei n.º 10.303, de 31.10.2001). BRASIL. Lei n.º 6.385, artigo 27-C.

<sup>458</sup> Utilizar informação relevante de que tenha conhecimento, ainda não divulgada ao mercado, que seja capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiros, de valores mobiliários: (Redação dada pela Lei n.º 13.506, de 2017) Pena – reclusão, de 1 (um) a 5 (cinco) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime. (Incluído pela Lei n.º 10.303, de 31.10.2001). BRASIL. Lei n.º 6.385, artigo 27-D.

<sup>459</sup> Exercer, ainda que a título gratuito, no mercado de valores mobiliários, a atividade de administrador de carteira, agente autônomo de investimento, auditor independente, analista de valores mobiliários, agente fiduciário ou qualquer outro cargo, profissão, atividade ou função, sem estar, para esse fim, autorizado ou registrado na autoridade administrativa competente, quando exigido por lei ou regulamento: (Redação dada pela Lei n.º 13.506, de 2017) Pena – detenção de 6 (seis) meses a 2 (dois) anos, e multa. (Incluído pela Lei n.º 10.303, de 31.10.2001). BRASIL. Lei n.º 6.385, artigo 27-E.

<sup>460</sup> PROENÇA, 2005, p. 98.



Da competência normativa da Comissão de Valores Mobiliários, surge em 1979 a primeira regulamentação a respeito ao *insider trading*, por meio da instrução n.º 8<sup>461</sup>, que veda práticas não equitativas por parte dos administradores, e acionistas de companhias abertas, e aos demais participantes do mercado de valores mobiliários<sup>462</sup>. Em vista disso, resta proibida toda conduta, “para qualquer das partes, em negociações com valores mobiliários, que a coloque em uma indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade em face dos demais participantes da operação”<sup>463</sup>.

Porém, parte da doutrina questionava a eficácia desta norma, uma vez que são os *insiders* – que estão dentro da empresa –, os obrigados a revelar publicamente as informações e não os intermediários financeiros e demais participantes do mercado das informações que tiveram acesso:

[...] Conforme foi observado, é a não divulgação de informações que pode causar prejuízos, não a simples negociação com ações da mesma. Daí ser remota a possibilidade de reparação de danos, os quais, se a informação não for jamais trazida a público, não alterando, portanto, a cotação das ações, simplesmente não terão existido [...]”<sup>464</sup>.

Dessa modo, enquanto não editada regra específica para proibir o uso de informações não divulgadas por pessoas diversas dos administradores, era com apelo a redação bastante abrangente e genérica da instrução n.º 08 com ampla vedação de práticas não equitativas. Era possível atingir os acionistas de companhias abertas, os intermediários e os demais participantes do mercado. Estes agentes ficaram sujeitos à vedação de práticas não equitativas, especialmente àquelas em que se configurassem as situações de desigualdade e desequilíbrio<sup>465</sup>.

## 2.5.2. A instrução CVM n.º 31, de 1984

---

<sup>461</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução CVM n.º 8, de 08 de outubro de 1979. Dispõe sobre condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, manipulação de preço, operações fraudulentas e práticas não equitativa. Publicada em 15 de outubro de 1979. Disponível em <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst008.html>.

<sup>462</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução CVM n.º 8, item I.

<sup>463</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução CVM n.º 8, item II, alínea “d”.

<sup>464</sup> EIZIRIK, 1983 p. 43.

<sup>465</sup> PRADO; ROCHMAN; VILELA, 2016 p. 26.

Em 8 de fevereiro de 1984, com a edição da instrução n.º 31<sup>466</sup>, que dispõe acerca da divulgação e do uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas e sobre a Comissão de Valores Mobiliários, regulamentou-se os dispositivos da lei das sociedades anônimas que disciplinam o dever de informar (artigo 157) e proíbem o *insider trading* (artigo 155, § 1.º).

De pronto, cumpre destacar que, nos termos da instrução n.º 31, o principal responsável pela divulgação de ato ou fato relevante ao mercado compete aos administradores da companhia<sup>467</sup>, bem como o dever de guardar sigilo acerca da informação privilegiada, ou seja, coíbe a prática de *insider trading*<sup>468</sup>.

A partir da instrução n.º 31, seguindo as tendências do direito comparado, dá-se o início da expansão no âmbito das pessoas que podem ser consideradas como sujeito ativo do crime de uso indevido de informação privilegiada<sup>469</sup>. Dessa forma, observa-se uma “proximidade maior com a perspectiva do direito de mercado de capitais, e abandonando as raízes societárias, como fundamento da destinação subjetiva da vedação à prática do *insider trading*”<sup>470</sup>.

Dessarte, a atividade punitiva do *insider* passou a ser mais constante na Comissão de Valores Mobiliários entre 1978 e 1999 pela via administrativa sancionadora. Nesse período, foram instaurados 29 inquéritos administrativos em matéria de *insider trading*, visando a apurar a ocorrência de irregularidades e aplicar penalidades. Chama a atenção que a década de 1990 representou período sem grandes questionamentos do ilícito, pois em dez anos apenas cinco casos sobre o tema foram julgados<sup>471</sup>.

### 2.5.3. A instrução CVM n.º 358, de 2002

Foram notáveis avanços alcançados pela regulamentação introduzida pela Comissão de Valores Mobiliários, por meio da instrução n.º 31. Porém, em 02 de

---

<sup>466</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução CVM n.º 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. Publicada em 14 de fevereiro de 1984. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst031.html>.

<sup>467</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução CVM n.º 31, artigo 2.º.

<sup>468</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução CVM n.º 31, artigo 9.º.

<sup>469</sup> CORSETTI, 2013, p. 80.

<sup>470</sup> PROENÇA, 2005, p. 284.

<sup>471</sup> PRADO; ROCHMAN; VILELA, 2016 p. 32

janeiro de 2002, a Comissão de Valores Mobiliários edita a instrução n.º 358<sup>472</sup>, que revoga a Instrução 31, preservando-se, contudo, critérios preventivos e repressões de *insider trading*<sup>473</sup>. Ressalta-se que esta instrução já foi alterada pelas Instruções 369/02; 449/07; 547/14, 552/14, 568/15, 590/17 e 604/18.

A instrução n.º 358, logo em seu artigo 2.º, traz a definição de informação relevante<sup>474</sup> responsabilizando o diretor de relações com investidores a divulgá-la diante de qualquer ato ou fato relevante ocorrido à Comissão de Valores Mobiliários, e, se for o caso, à bolsa de valores<sup>475</sup>.

No caminho do avanço legislativo pátrio, estabelece que qualquer pessoa que tiver acesso privilegiado a ato ou fato relevante em razão do cargo ou posição que ocupa, tem o dever de guardar sigilo sobre essas informações até sua divulgação ao mercado, bem como zelar para que subordinados e terceiros de sua confiança também o façam, respondendo solidariamente com estes na hipótese de descumprimento<sup>476</sup>.

A fim de atender o mandamento contido no novo parágrafo § 6.º, do artigo 157 da lei de sociedades anônimas, a instrução n.º 358, obriga os diretores e membros de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, além de informar à companhia a titularidade e as negociações realizadas com valores mobiliários, a indicar, os

---

<sup>472</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução CVM n.º 358, de 3 de janeiro de 2002. Dispõe sobre a divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas, disciplina a divulgação de informações na negociação de valores mobiliários e na aquisição de lote significativo de ações de emissão de companhia aberta, estabelece vedações e condições para a negociação de ações de companhia aberta na pendência de fato relevante não divulgado ao mercado. Revoga a Instrução 31/84, revoga a Instrução 69/87, revoga o art. 3º da Instrução 229/95, revoga o parágrafo único do art. 13 da Instrução 202/93, revoga os arts. 3º a 11 da Instrução 299/99, e dá outras providências. Publicada em 28 de janeiro de 2002. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst358.html>.

<sup>473</sup> PROENÇA, 2005, p. 289.

<sup>474</sup> Considera-se relevante, para os efeitos desta Instrução, qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembléia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável: I - na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados; II - na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários; III - na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados [...] BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução CVM n.º 358, artigo 2.º.

<sup>475</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução CVM n.º 358, artigo 2.º (Art. 3º com redação dada pela Instrução CVM no 547, de 5 de fevereiro de 2014).

<sup>476</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução CVM n.º 358, artigo 8.º.

valores mobiliários que sejam de propriedade de cônjuge, de companheiro e de qualquer dependente<sup>477</sup>.

Quanto à vedação ao *insider trading*, cumpre observar que, originalmente, a lei das sociedades anônimas considerava como *insider* apenas os administradores das companhias. Contudo, com a edição da instrução n.º 31, o rol de *insiders* foi alargado e a instrução n.º 358, ampliando ainda mais, trouxe como *insiders* a própria companhia, os acionistas controladores, diretores, membros dos conselhos e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, ou por quem quer que, em virtude de seu cargo, obtenha informação relativa ao ato ou fato relevante<sup>478</sup>.

#### 2.5.4. A instrução CVM n.º 400, de 2003

A instrução n.º 400<sup>479</sup>, de 29 de dezembro de 2003, já alterada pelas instruções n.º 429/06, 442/06, 472/08, 482/10, 488/10, 507/11, 525/12, 528/12, 531/13, 533/13, 546/14, 548/14, 551/14, 566/15, 571/15, 583/16, 584/17, 588/17, 595/18, 600/18, 601/18 e 604/18, dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário.

A instrução, também editada para o combate ao *insider trading*, tem como principal finalidade tutelar a proteção dos interesses dos investidores e do mercado em geral, por meio de tratamento equitativo de requisitos de ampla, transparente e adequada divulgação de informações sobre os valores mobiliários ofertados<sup>480</sup>.

Para garantir o tratamento equitativo, a instrução 400, demonstrando elevado grau de preocupação com a proteção dos interesses dos investidores e demais participantes do mercado, estabelece que as ofertas públicas “deverão ser realizadas em condições que assegurem tratamento equitativo aos destinatários e aceitantes das ofertas”<sup>481</sup>.

---

<sup>477</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução CVM n.º 358, artigo 11 (Artigo 11 com redação dada pela Instrução CVM no 449, de 15 de março de 2007) § 2º (§ 2.º com redação dada pela Instrução CVM n.º 590, de 11 de setembro de 2017).

<sup>478</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução CVM n.º 358, artigo 13.

<sup>479</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução CVM n.º 400, de 29 de dezembro de 2003. Dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário, e revoga a Instrução 13/80 e a Instrução 88/88. Publicada em 09 de janeiro de 2004. Disponível em <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst400.html>.

<sup>480</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução CVM n.º 400, artigo 1.º.

<sup>481</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução CVM n.º 400, artigo 21.

A regra, porém, mais diretamente relacionada ao combate ao *insider trading* encontra-se prevista no artigo 48, II da Instrução 400, que proíbe a emissora, o ofertante, as instituições intermediárias e as pessoas que com estes estejam trabalhando ou os assessorando de qualquer forma de negociar, valores mobiliários do mesmo emissor, até a divulgação do anúncio de encerramento de distribuição<sup>482</sup>.

#### 2.5.5. A instrução CVM n.º 607, de 2019

A instrução n.º 607<sup>483</sup> revoga as deliberações n.º 390/01, 538/08, 542/08, 552/08, 491/11 e 775/17, já alterada pela instrução 613/19, dispõe sobre o rito dos procedimentos relativos à atuação sancionadora no âmbito da Comissão de Valores Mobiliários.

A competência punitiva, alargada pela reforma introduzida na lei do mercado de capitais, por meio da Lei n.º 13.506, de 2017, autorizou a Comissão de Valores Mobiliários a impor aos infratores das normas da lei das sociedades anônimas e da lei do mercado de capitais, de suas resoluções e de todas outras normas legais cujo cumprimento lhe caiba fiscalizar, diversas penalidades<sup>484</sup>.

Diante da autorização legislativa, a instrução n.º 607, trouxe, *ipsis litteris*, as penalidades previstas na Lei n.º 6.385/1976 em seu texto<sup>485</sup>, sem deixar de perder de vista os princípios da proporcionalidade e da razoabilidade, bem como a capacidade econômica do infrator e os motivos que justifiquem a imposição da penalidade<sup>486</sup>. Contudo, nas hipóteses em que a infração administrativa tipificar crime, no âmbito da lei do mercado de capitais, a condenação dos acusados não poderá resultar somente em pena de advertência<sup>487</sup>.

Dentre o rol das penalidades previstas na lei do mercado de capitais, algumas somente serão aplicadas nos casos de infração grave<sup>488</sup>. Entende-se como infração grave:

---

<sup>482</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução CVM n.º 400, artigo 48. (*Caput* com redação dada pela Instrução CVM n.º 482, de 5 de abril de 2010), II (Inciso II com redação dada pela Instrução CVM n.º 548, de 6 de maio de 2014).

<sup>483</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução CVM n.º 607.

<sup>484</sup> BRASIL. Lei n.º 6.385, artigo 11 (Redação dada pela Lei n.º 13.506, de 2017).

<sup>485</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução CVM n.º 607, artigo 60.

<sup>486</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução CVM n.º 607, artigo 63.

<sup>487</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução CVM n.º 607, artigo 61, § 2.º.

<sup>488</sup> BRASIL. Lei n.º 6.385, artigo 11, § 3.º (Redação dada pela Lei n.º 13.506, de 2017).

[...] ensejando a aplicação das penalidades previstas nos incisos III a VIII do art. 11 da Lei nº 6.385, de 1976, as seguintes hipóteses:

I – descumprimento dos arts. 115; 116; 117; 153; 154, *caput* e §§ 1º e 2º; 155, *caput* e §§ 1º, 2º e 4º; 156, *caput* e § 1º; 165, *caput* e §§ 1º e 2º; 201; 202, *caput* e §§ 5º e 6º; 205, *caput* e § 3º; 245; 254-A, *caput*, e art. 273 da Lei nº 6.404, de 1976;

II – descumprimento de determinação da CVM feita nos termos do art. 9º, inciso IV, da Lei nº 6.385, de 1976; III – as infrações definidas como graves nas demais normas da CVM; e IV – embarço à fiscalização da CVM [...] <sup>489</sup>

Também, na busca de maior celeridade à atuação sancionadora no âmbito da Comissão de Valores Mobiliários às punições, a instrução n.º 607, traz a figura do processo administrativo sancionador de rito simplificado. Submete-se a este rito, “as infrações previstas no anexo 73<sup>490</sup> desta Instrução, as quais, em razão do seu nível de complexidade, não exigem dilação probatória ordinária”<sup>491</sup>.

Dessa forma, indo ao encontro da reforma introduzida na Lei do Mercado de Capitais, pela Lei n.º 13.506, de 2017, a instrução n.º 607, ajustou a competência punitiva da Comissão de Valores Mobiliários, mediante processo administrativo sancionador, às garantias e prerrogativas no processo penal e na Constituição da República de 1988.

Na apuração de infrações administrativas, processos administrativos sancionadores, aplicação de penalidades, deverá a Comissão de Valores Mobiliários observar:

[...] os princípios da legalidade, da finalidade, da motivação, da razoabilidade, da proporcionalidade, da moralidade, da ampla defesa, do contraditório, da segurança jurídica, do devido processo legal, da presunção de inocência, da celeridade processual, do interesse público, da impessoalidade, da eficiência e da publicidade<sup>492</sup>.

Pode-se observar uma espécie de jurisdicionalização do processo administrativo sancionador, com garantias que permitir ao administrado acusado, a possibilidade de

<sup>489</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução CVM n.º 607, anexo 64, artigo 1.º.

<sup>490</sup> Consideram-se infrações de menor complexidade as seguintes hipóteses: I – o administrador de carteiras de valores mobiliários deixar de observar os prazos de apresentação de informações periódicas previstos na norma que dispõe sobre a administração de carteiras de valores mobiliários; II – o administrador de companhia beneficiária de recursos oriundos de incentivos fiscais e, quando for o caso, o liquidante, o administrador judicial, o gestor judicial, o interventor ou figura semelhante, ressalvada a hipótese de comunicação sobre ato ou fato relevante, deixar de, na forma estabelecida em norma específica [...].BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução CVM n.º 607., artigo 1.º.

<sup>491</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução CVM n.º 607, artigo 73.

<sup>492</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução CVM n.º 607, artigo 2.º.

exercer seu direito de defesa, da maneira mais ampla e segura possível, e com o direito ao contraditório<sup>493</sup>.

---

<sup>493</sup> CORSETTI, 2013, p. 84.

### 3. A CRIMINALIZAÇÃO DO *INSIDER TRADING*

O mercado e a bolsa de valores são vistos para boa parte da população como um mundo à parte, mesclando percepções, nem sempre corretas, de investimento, de especulação ou de simples jogo. Dada a quantidade de aplicações, à globalização, e às muitas crises e escândalos envolvendo o chamado mercado mobiliário, não tardou muito para que o direito penal fosse também chamado a ali atuar, como que em uma vertente própria do direito penal econômico. Porém, seus limites ainda se encontram em construção<sup>494</sup>.

Contudo, não se trata de simples regras de incriminação. Cuida-se, sim, de uma particular criminalização supraindividual bastante complexa e que difere da grande maioria das construções vistas de profunda interferência, para além do habitualmente reconhecido da instância da Comissão de Valores Mobiliários no aperfeiçoamento dos próprios tipos penais<sup>495</sup>.

#### 3.1. Globalização, expansão do mercado de capitais e incremento do direito penal econômico

Apesar do destaque na literatura e jurisprudência penal estrangeira, sobretudo na estadunidense, no Brasil, o debate acerca da prática do *insider trading* e suas implicações na esfera penal carece de aprofundamento. No entanto, para abordagem do contexto do *insider trading*, é proveitoso entender que, abordar o tema sociedade mundial de risco tornou-se quase procedimento padrão ao se tratar de questões fulcrais da contemporaneidade, tamanha a força modificativa que detém a divulgação de fatos que, via de regra, têm imprevisíveis potencialidades impactantes, tornando o homem um refém da grande mídia<sup>496</sup>.

Na modernidade avançada, a produção de riquezas acompanha uma produção social de riscos; os problemas e conflitos tradicionais são substituídos pela necessária solução desses mesmos riscos. Segundo Beck, os riscos da modernização são *big business*:

---

<sup>494</sup> SILVEIRA, Renato de Mello Jorge *in* ARAÚJO; SOUZA, 2019, p. 239.

<sup>495</sup> SILVEIRA, Renato de Mello Jorge *in* ARAÚJO; SOUZA, 2019, p. 240.

<sup>496</sup> MIKALOVSKI, 2014, p. 152 – 153.



[...] eles são as necessidades insaciáveis que os economistas sempre procuraram. A fome pode ser saciada, necessidades podem ser satisfeitas, mas os riscos civilizatórios são um *barril de necessidades sem fundo*, interminável, infinito, autoproduzível. Com os riscos – poderíamos dizer com Luhmann -, a econômica torna-se “*autorreferencial*”, independentemente do ambiente da satisfação das necessidades humanas. Isto significa, porém: com a canibalização econômica dos riscos que são desencadeados através dela, a sociedade industrial produz as situações de ameaça e o potencial político da sociedade de risco<sup>497</sup>.

A sociedade de risco representa uma verdadeira quebra paradigmática que ocorreu nas relações sociais nas últimas décadas. Acentuou-se a diferença de perigo e risco; o primeiro considerado como ameaças decorrentes de fatores naturais; os riscos são típicos deste modelo de sociedade, caracterizando-se por ameaças artificiais, ao passo que decorrentes de ações humanas vinculadas as decisões também humanas<sup>498</sup>.

Porém, há um padrão de distribuição dos riscos no qual se encontra um material politicamente explosivo: o “efeito bumerangue”. Ou seja, cedo ou tarde, eles alcançam inclusive aqueles que os produziram ou que lucraram com eles. Segundo *Beck*:

[...] em sua disseminação, os riscos apresentam socialmente um efeito bumerangue: nem os ricos e poderosos estão seguros diante deles. Os anteriormente “latentes efeitos colaterais” rebatem também sobre os centros de sua produção. Os atores da modernização acabam, inevitável e bastante concretamente, entrando na ciranda dos perigos que eles próprios desencadeiam e com o quais lucram [...]<sup>499</sup>

Consequência dogmática dessa sociedade onde estão presentes os novos riscos, acompanhados de alta tecnologia e potencialidade danosa, o direito penal de risco caracteriza-se por uma série de instrumentos com os quais se procura enfrentar satisfatoriamente tais questões. “É em razão das novas incertezas, que se colocam sobre a determinação dos perigos e seu julgamento, que alternativas acabam sendo formuladas no interior do sistema político”<sup>500</sup>.

---

<sup>497</sup> BECK, 2011, p. 28.

<sup>498</sup> MIKALOVSKI, 2014, p. 55.

<sup>499</sup> BECK, 2011, p. 44.

<sup>500</sup> MARTINS, José Renato. A tutela penal ambiental no direito brasileiro: abordagem da problemática social sob a ótica das garantias constitucionais. Revista constituição, economia e desenvolvimento: revista da academia brasileira de direito constitucional. Curitiba, v. 5, n. 9, 2013, p. 465. Disponível em: <http://abdconst.com.br/revista10/tutelaJose.pdf>. Acesso em: outubro de 2020. Acesso em: outubro de 2020.

Para proporcionar uma resposta uniforme ou, ao menos harmônica, à delinquência transnacional que evite a conformação de paraísos jurídicos-penais, fala-se em direito penal da globalização. No entanto, o direito penal da globalização não é, sem embargo, todo o direito penal. Concentra-se na delinquência econômica ou organizada e em modalidades delitivas conexas<sup>501</sup>.

Com isso, o direito penal, que sempre teve como premissa a atuação *a posteriori* contra fatos lesivos, com individualização delimitada referentemente ao sujeito ativo e passivo, passou a ser o direito de gestão punitiva de riscos gerais. Diz-se que se tornou administrativizado<sup>502</sup>. As teses clássicas faziam a diferença entre ilícito penal e ilícito administrativo, “atribuindo ao primeiro o caráter de lesão eticamente reprovável de um bem jurídico, enquanto o segundo seria um ato de desobediência ético-valorativamente neutro”<sup>503</sup>.

Entretanto, registre-se que o desenvolvimento do direito penal, compreendido como instrumento útil para servir de resposta aos riscos globais, ainda mantém uma vigorosa tensão com a concepção pragmática do modelo penal forjado no estado liberal burguês, denominado direito penal clássico ou direito penal mínimo, que engloba a proposta pautada pela vocação garantista e restritiva da intervenção mínima, nos limites da intervenção subsidiária e de *ultima ratio*<sup>504</sup>.

Esses novos bens jurídicos, de novos interesses ou de novas valorações de interesses preexistentes, legitimam sua proteção por meio do direito penal. Observa-se o fenômeno da expansão do direito penal, com importante destaque no âmbito supraindividual<sup>505</sup>.

Nesse ponto de reflexão, a escola de *Frankfurt*, especialmente por meio da cátedra de Hassemer, insurge contra a inclusão da proteção penal a ataques a bens jurídicos supraindividuais alegando que, desta forma, o direito penal estaria se convertendo exclusivamente em direito penal funcionalista, orientado com vistas à defesa de uma sociedade mais eficaz, frente aos riscos derivados das difusões de um moderno sistema social<sup>506</sup>.

---

<sup>501</sup> SILVIA SANCHES, 2013, p. 103 - 109.

<sup>502</sup> MIKALOVSKI, 2014, p. 49.

<sup>503</sup> SILVIA SANCHES, 2013, p. 149

<sup>504</sup> MIKALOVSKI, 2014, p. 49.

<sup>505</sup> SILVIA SANCHES, 2013, p. 33.

<sup>506</sup> MIKALOVSKI, 2014, p. 52 – 53.

Inúmeros autores, principalmente ao longo dos anos 1990 e 2000, passaram a analisar o problema da expansão do direito penal – em especial, em função do direito penal econômico. Sua percepção pode ser vista a partir da I Grande Guerra, quando chegam a ser presentes, na Alemanha, mais de 40.000 normas de índole penal, em especial relativas a controle de preços. Porém, a questão é mais antiga. Desde a segunda metade do século XIX, passaram a ser notadas significativas crises, pânicos e escândalos financeiros que fomentaram buscas e clamores por mais direito penal. Com isso, “nota-se que o século XIX chegou a preparar um caldo de cultura bastante significativo para o momento detectado, entre outros, por Tiedemann, nos peculiares anos do pós-Guerra de 1914”<sup>507</sup>.

O quadro do poder normativo sofre mudança radical após a conflagração da I Guerra Mundial, com a passagem do Estado de direito liberal ao Estado de direito social<sup>508</sup>. A crise de 1929 foi ainda mais impactante – Estados Unidos buscam novas respostas com a edição da *Securities Act*, de 1933, e da *Securities Exchange Act*, de 1934. Após a II Grande Guerra, novos escândalos e crises se verificam. Muitas alterações penais são notadas nesse momento histórico<sup>509</sup>.

Contudo, essa situação, que só fez piorar com o passar dos anos, sintomaticamente a partir da crise de 2007-2008, quando, de forma ainda mais evidente, passou-se a constatar uma maior ingerência da regulação dos mercados. Tal regulação, ainda de maneira mais fundamental, passa a utilizar instrumentos de direito penal como modalidade de reforço em um espaço de Estado interventor. Sob esse aspecto, pode-se argumentar, a exemplo do que se deu em outros países, que a preocupação penal relativa à bolsa de valores inicialmente não teve tanta preocupação em moralizá-la, mas, sim, em reanimá-la, reforçando a igualdade, instalando a segurança e a confiança<sup>510</sup>.

Nesse ponto, pode-se afirmar que o direito penal econômico, no âmbito do mercado, seri uma espécie de anestesia geral que procura manter níveis rigorosos, de equilíbrio, os quais são exigíveis à sobrevivência e manutenção da própria

---

<sup>507</sup> SILVEIRA, Renato de Mello Jorge in ARAÚJO; SOUZA, 2019, p. 243.

<sup>508</sup> LEÃES, 1982, p 140.

<sup>509</sup> SILVEIRA, Renato de Mello Jorge in ARAÚJO; SOUZA, 2019, p. 243 – 246.

<sup>510</sup> SILVEIRA, Renato de Mello Jorge in ARAÚJO; SOUZA, 2019, p. 244 – 245.

economia de mercado capitalista tardia que se caracteriza pela convivência natural entre ciclos de (in)eficiência<sup>511</sup>.

De qualquer forma, deve-se perceber que o dilema crise-resposta penal econômico bem se verifica, no campo dos mercados de capitais, ainda em um momento anterior ao que se entende pela época de expansão do direito penal. Há de se ver que a leitura do que se pode chamar de direito penal do mercado de capitais apresenta-se diacrônica, uma vez que sua evolução há de ser por igual, entendida conforme a sua evolução no espaço temporal. Desse jeito, apesar de ser perceptível sua presença no passado, de índole marcadamente individual, sua realidade atual há de ser compreendida conforme uma compreensão supraindividual<sup>512</sup>.

### 3.2. O crime do *insider trading* – artigo 27-D da Lei n.º 6.385/76

Após 1988, em respeito às previsões constitucionais de liberdade econômica, e de livre iniciativa<sup>513</sup>, em virtude de que a mera aplicação de sanções administrativas foram incapazes de inibir as condutas infratoras das regras de funcionamento do mercado de capitais, foi aprovada a Lei n.º 10.303/2001, a qual alterou e acrescentou dispositivos na Lei n.º 6.385/1976, que passou a tipificar o uso de informação privilegiada no Brasil.

Em caráter crítico a sua criminalização, chega-se a alegar que o novo tipo penal se mostraria meramente simbólico – sem eficácia concreta. Fato é que, quer seja pela mitologia posta aos crimes relativos ao mercado de capitais, quer por vícios da lei nacional, pouca foi a sua incidência. Isso propiciou sua modificação em 2017<sup>514</sup>.

Com essa perspectiva, sob o *nomem juris* de uso de indevido de informação privilegiada, no artigo 27-D, capítulo VII-B da Lei n.º 6.385/1976, introduzido pelo artigo 5.º da Lei n.º 10.303/2001, modificado posteriormente pela Lei n.º 13.506/2017, procurando novos contornos às previsões criminais, o *insider trading* ficou assim tipificado:

Utilizar informação relevante de que tenha conhecimento, ainda não divulgada ao mercado, que seja capaz de propiciar, para si ou para outrem,

---

<sup>511</sup> BANDEIRA, 2012, p. 140.

<sup>512</sup> SILVEIRA, Renato de Mello Jorge *in* ARAÚJO; SOUZA, 2019, p. 246.

<sup>513</sup> BRASIL. 1988, Artigo 1.º, IV e artigo 170 *caput* e IV.

<sup>514</sup> SILVEIRA, Renato de Mello Jorge *in* ARAÚJO; SOUZA, 2019, p. 280.

vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiros, de 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 [...] <sup>515</sup>.

A conduta incriminada consiste em “utilizar informação relevante de que tenha conhecimento”<sup>516</sup>. Utilizar significa aproveitar-se, fazer uso<sup>517</sup>, manusear, operar, servir-se ou valer-se, mediante negociação, que é troca, a combinação ou acordo<sup>518</sup>, usar, empregar como utilidade, aproveitar, ganhar, lucrar e até mesmo dando como brinde, pois, a vantagem não precisa ser material; pode até ser de outra natureza, como para ganhar uma amizade, uma conquista amorosa<sup>519</sup>

Em relação à informação a ser utilizada, deve ser relevante – importante no mercado de valores mobiliários. A conduta punível consiste em negociar valores mobiliários em se utilizando de informação privilegiada. Com sua utilização, enfraquece-se o mercado de capitais, porquanto resta eliminada a igualdade entre os operadores, o que inviabiliza a própria concorrência nas negociações. Daí ser objeto de incriminação<sup>520</sup>.

O artigo 27-D da Lei n.º 6.385/1976 não possui forma culposa, sendo alguém punido apenas a título de dolo. Para tanto, é necessário que o dolo abranja toda a estrutura normativa do tipo penal, exigindo-se do agente o conhecimento e a vontade de utilizar a informação relevante em benefício próprio ou de terceiros, mediante negociação em bolsa de valores<sup>521</sup>. Dessa forma, o tipo subjetivo está representado pelo dolo (direto ou eventual), na consciência e vontade de realização dos elementos objetivos do tipo<sup>522</sup>.

Nesse sentido, Comparado ensina que a conduta do agente, configurado o *insider trading*, é de omissão volitiva, e, portanto, um comportamento doloso por omissão, silenciando o *insider* a respeito de fato ou qualidade que conheça, mas que

---

<sup>515</sup> BRASIL. Lei n.º 6.385, artigo 27-D (Redação dada pela Lei nº 13.506, de 2017).

<sup>516</sup> BRASIL. Lei n.º 6.385, artigo 27-D (Redação dada pela Lei nº 13.506, de 2017)

<sup>517</sup> NUCCI, Guilherme de Souza. Código penal comentado. 17. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2019, p. 963.

<sup>518</sup> PRADO, 2019, p. 307.

<sup>519</sup> PAULA, Áureo Natal de. Crimes contra o sistema financeiro nacional e o mercado de capitais. 7. ed. Curitiba: Juruá, 2017, p. 38.

<sup>520</sup> PRADO, 2019, p. 307.

<sup>521</sup> CORSETTI, 2013, p. 124.

<sup>522</sup> PRADO, 2019, p. 308.

a contraparte do negócio não, de modo que esta não o celebraria nas mesmas condições pactuadas, caso também tivesse tido acesso àquela informação<sup>523</sup>

O § 1.º, inserido pela Lei 13.506/2017, prevê uma forma equiparada ao *caput* para quem “repassa informação sigilosa relativa a fato relevante a que tenha tido acesso em razão de cargo ou posição que ocupe em emissor de valores mobiliários ou em razão de relação comercial, profissional ou de confiança com o emissor”<sup>524</sup>.

A referida figura delitiva do § 1.º do artigo 27-D, tem como fim punir aquele que, embora não envolvido de forma direta na negociação de valores mobiliários, assessora a outrem por meio do repasse de informação sigilosa. Todavia, Prado sustenta ser insignificante “a previsão de tal responsabilização, uma vez que a figura da participação, genericamente regulada pelo art. 29 do código penal, com agasalho da teoria monista ou unitária, já contempla tal possibilidade”<sup>525</sup>.

Também inserido pela Lei n.º 13.506/2017, o § 2.º do artigo em tela prevê aumento de pena de um terço “se o agente comete o crime previsto no caput deste artigo valendo-se de informação relevante de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo”<sup>526</sup>.

Sem embargo, é mínima a distinção entre a figura descrita no próprio tipo penal e a circunstância que supostamente indica maior gravidade da conduta, com o propósito de justificar o incremento da pena. Ao tratar do tema, Prado doutrina que:

[...] o *caput* do art. 27-D prevê a utilização de informação relevante privilegiada, ao passo que, para incidência da causa de aumento de pena, é necessário comprovar o dever de sigilo a respeito de tal informação. Portanto, é o caráter sigiloso que, em tese, distingue uma e outra situação<sup>527</sup>.

Nota-se, também, que a ação do *insider trading* viola os preceitos legais pertinentes ao dever de informar (*duty of disclosure*), de tornar públicos fatos hábeis para influir, de modo ponderável, na decisão de compra e venda de títulos por parte dos investidores<sup>528</sup>, infringindo o dever de informar e, ao invés, lançando mão das informações não divulgadas em posição vantajosa, deslealmente, o *insider*

<sup>523</sup> COMPARATO, 1971, p. 46.

<sup>524</sup> BRASIL. Lei n.º 6.385, artigo 27-D, § 1.º (Redação dada pela Lei nº 13.506, de 2017).

<sup>525</sup> PRADO, 2019, p. 308.

<sup>526</sup> BRASIL. Lei n.º 6.385, artigo 27-D, § 2.º (Redação dada pela Lei nº 13.506, de 2017).

<sup>527</sup> PRADO, 2019, p. 308 – 309.

<sup>528</sup> BRASIL. Lei n.º 6.404, artigo 157, § 4.º.

desestabiliza o mercado, comprometendo-lhe a eficiência. Fere a transparência, a ética, sem cuja preservação o mercado de capitais não levará a bom termo as metas para as quais direcionado pela Constituição<sup>529</sup>.

Simultaneamente ao dever de informar, a ação do *insider* viola o dever de lealdade (*duty of loyalty*), porque, além do dever de guardar sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para o mercado, está proibido de valer-se da informação para obter vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários<sup>530</sup>.

### 3.2.1. A repressão ao *insider trading* no Brasil e a experiência do superior tribunal de justiça

#### 3.2.1.1. Caso Sadia e Perdigão

Apesar de a criminalização da conduta de uso de informação privilegiada tenha ocorrido apenas em 2001, com a reforma da Lei n.º 6.385/1976, foi apenas em 2009 que houve a primeira denúncia, pelo Ministério Público Federal de São Paulo, tratando dessa conduta criminosa.

O primeiro caso criminal refere-se à operação na qual a Sadia fez uma oferta pública para aquisição voluntária das ações da Perdigão em circulação no mercado. Trata-se de caso que movimentou reguladores de dois países – *Securities and Exchange Commission*, dos Estados Unidos e a Comissão de Valores Mobiliários, bem como a estrutura institucional penal brasileira<sup>531</sup>.

Com informações ainda não divulgadas ao mercado sobre a operação de oferta pública de aquisição pela Sadia de ações de emissão da Perdigão, o diretor de relações com investidores, mais um membro do conselho de administração da Sadia, e um funcionário do ABNAMRO (banco que assessorava a operação), negociaram *American Depositary Receipts* – ADRs (certificados de ações da companhia brasileira negociados no mercado americano) da Perdigão na bolsa de *Nova York*. O primeiro

---

<sup>529</sup> PROENÇA, 2005, p. 320.

<sup>530</sup> BRASIL. Lei n.º 6.404, artigo 155, § 1.º.

<sup>531</sup> PRADO; ROCHMAN; VILELA, 2016, p. 78.

teve um lucro estimado de US\$ 58.5 mil, o segundo US\$ 139.1 mil e o terceiro US\$ 51.6 mil<sup>532</sup>.

Em 2007, a *Securities and Exchange Commission* iniciou a investigação destes fatos. Os envolvidos fizeram acordo para encerrar os procedimentos nos Estados Unidos. Por este acordo, o diretor de relação com os investidores foi proibido de atuar em companhia aberta por três anos e pagou o valor de aproximadamente US\$ 364 mil; o membro do conselho de administração obrigou-se a pagar cerca de US\$ 316 mil e também ficou impedido de atuar em companhia aberta pelo prazo de cinco anos e o funcionário do banco pagou US\$ 135.3 mil<sup>533</sup>.

Em julgamento de processo administrativo sancionador da Comissão de Valores Mobiliários, no início de 2008, os dois administradores da companhia foram inabilitados para exercer cargos em companhias abertas pelo prazo de cinco anos e o funcionário do banco celebrou um termo de compromisso e pagou R\$ 238 mil. Na segunda instância administrativa, em julgamento do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, no final de 2012, reduziu-se a pena de inabilitação de cinco para dois anos para o diretor de relações com investidores, ficando mantidas as demais condenações<sup>534</sup>.

O Ministério Público Federal, em 2009, fez a primeira denúncia pela suposta prática de *insider trading*, descrito no art. 27-D da Lei n.º 6.385/1976, c/c o art. 71 do Código Penal, no caso Sadia Perdigão<sup>535</sup>.

A decisão de primeira instância aplicou pena de multa no valor de R\$ 349,7 mil ao diretor de relações com investidores, Luiz Gonzaga Murat Junior, e pena privativa de liberdade, de 1 ano e 9 meses de reclusão; multa no valor de R\$ 374,9 mil ao membro do conselho de administração, Romano Ancelmo Fontana Filho, e pena privativa de liberdade, de 1 ano, 5 meses e 15 dias de reclusão. As sanções corporais foram substituídas por duas medidas restritivas de direitos, consistentes em prestação de serviços à comunidade ou a entidades públicas e proibição do exercício

---

<sup>532</sup> PRADO; ROCHMAN; VILELA, 2016, p. 78.

<sup>533</sup> PRADO; ROCHMAN; VILELA, 2016, p. 78.

<sup>534</sup> PRADO; ROCHMAN; VILELA, 2016, p. 79.

<sup>535</sup> BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. 5.ª turma. Recurso especial n.º 1.569.171. Rel. Min. Ministro Gurgel de Faria, Disponível em: [https://ww2.stj.jus.br/processo/revista/documento/mediado/?componente=ITA&sequencial=1480454&num\\_registro=201401067916&data=20160225&formato=PDF](https://ww2.stj.jus.br/processo/revista/documento/mediado/?componente=ITA&sequencial=1480454&num_registro=201401067916&data=20160225&formato=PDF). Acesso em: outubro de 2020.



do cargo de administrador e/ou conselheiro fiscal de companhia aberta pelo prazo de cumprimento da pena<sup>536</sup>.

Inconformadas com a decisão, defesa e acusação apelaram, tendo o Tribunal de origem negado provimento ao recurso defensivo e acolhido parcialmente o ministerial a fim de majorar as penas impostas aos réus, fixando-as em 2 anos, 6 meses e 10 dias de reclusão para Luiz Gonzaga Murat Filho, e 2 anos e 1 mês de reclusão para Romano Ancelmo Fontana Filho, mantido o regime prisional. Também, determinou-se que o valor da pena de multa fosse destinado ao Fundo Penitenciário Nacional, reconhecendo-se, ainda, o dever de indenizar os prejuízos sofridos a título de dano moral coletivo, no valor mínimo de R\$ 254.335,66, para o acusado Luiz Gonzaga Murat Filho, e de R\$ 305.036,36 para o acusado Romano Ancelmo Fontana Filho<sup>537</sup>.

No dia 16 fevereiro de 2016, o Superior Tribunal de Justiça analisou a primeira condenação por crime de *insider trading* na Justiça brasileira, ao julgar o REsp n.º 1.569.171. Durante o julgamento de recurso do ex-diretor de relações com investidores da Sadia, Luiz Gonzaga Murat Júnior, condenado por crime de uso indevido de informação privilegiada, a 5.ª Turma reconheceu que a conduta do ex-diretor se enquadra no artigo 27-D da Lei 6.385/1976<sup>538</sup>.

Para o Ministro Gurgel de Faria, a conduta do recorrente, Luiz Gonzaga Murat:

[...] se subsume à norma prevista no art. 27-D da Lei n. 6.385/1976, que foi editada justamente para assegurar a todos os investidores o direito à equidade da informação, condição inerente à garantia de confiabilidade do mercado de capitais, sem a qual ele perde a sua essência notadamente a de atrair recursos para as grandes companhias [...]<sup>539</sup>

Restou evidente a alta reprovabilidade de conduta do diretor – neste caso, *insider trading*. O réu participou das discussões e tratativas visando a elaboração da oferta pública de aquisição de ações da Perdigão, obtendo informações relevantes e confidenciais sobre a companhia – as quais, no exercício de sua profissão, tinha o dever de manter em sigilo.

---

<sup>536</sup> BRASIL. Recurso especial n.º 1.569.171.

<sup>537</sup> BRASIL. Recurso especial n.º 1.569.171.

<sup>538</sup> BRASIL. Recurso especial n.º 1.569.171.

<sup>539</sup> BRASIL. Recurso especial n.º 1.569.171.

### 3.2.1.2. Caso do banco real

Em 2018, o Superior Tribunal de Justiça analisou outro caso de *insider trading* – o caso do Banco Real. Porém, dessa vez, pelo viés indenizatório, o que deve ser observado para eventual ação civil *ex delicto* ou para a fixação do valor mínimo da indenização.

Em julho de 1998, o ex-controlador final do Banco Real, Aloysio de Andrade Faria, e o *ABN AMRO Real Bank* (atual Banco Santander (Brasil) S.A), veicularam na imprensa terem eles constituído uma associação estratégica em função da qual o *ABN* passaria a ter participação na administração na parte do Grupo Real. A intenção das partes era transferir ao *ABN* o controle do Grupo Real, tendo sido anunciado, tão somente, que o *ABN* passaria a ter apenas importante participação na administração" (consistente na aquisição de 40% das ações com direito a voto)<sup>540</sup>.

Reestruturado o Grupo Real e passado o período de *due diligence*, o negócio jurídico estabelecido entre as partes foi concluído em 5/11/98, ocasião em que se manteve o teor dos anúncios anteriores no sentido de que o *ABN* estaria recebendo 40% do capital votante da Taluk S.A., a nova controladora das empresas resultantes das cisões empreendidas<sup>541</sup>.

Porém, o *ABN* não estava recebendo apenas 40% do capital votante da Taluk S.A.. Na verdade, a transferência dos 60% restantes das ações ordinárias com voto já estava acertada, e apesar de não ter sido até então completada pela autorização governamental com o decreto do Presidente da República, ao *ABN* já estava assegurado o poder de direção do Banco Real, com a aprovação do Banco Central em 07/10/98"<sup>542</sup>.

A aquisição do controle do Grupo Real, já contava, desde outubro de 1998, com a aprovação formal do Banco Central e do Conselho Monetário Nacional, entretanto, os fatos relevantes publicados na forma da lei em momento algum informaram ao público investidor acerca da transferência do controle; ao contrário, sempre fizeram

---

<sup>540</sup> BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. 3.<sup>a</sup> turma. Recurso especial n.º 1.540.428. Rel. Min. Marco Aurélio Bellizze. Disponível em: <https://ww2.stj.jus.br/processo/pesquisa/?aplicacao=processos.ea&tipoPesquisa=tipoPesquisaGenerica&termo=REsp%201540428>. Acesso em: outubro de 2020.

<sup>541</sup> BRASIL. Recurso especial n.º 1.540.428.

<sup>542</sup> BRASIL. Recurso especial n.º 1.540.428.

menção à participação minoritária relacionada à aquisição dos 40% do capital votante da nova holding controladora<sup>543</sup>.

Para a acusação, a ocultação de tal informação do público investidor (transferência do controle do Grupo Real) mostrou-se eloquente, a ponto de, em resposta à Bovespa, que pugnava por esclarecimentos, a *ABN*, em 03/03/99, afirmar que os negócios restringiam-se à aquisição de 40% do capital votante da nova controlada do ex-Grupo Real, a Taluk S.A., reiterando, tal como até então anunciado ao público investidor por meio de fatos relevantes, que o negócio celebrado restringia-se a uma participação minoritária do Banco *ABN*<sup>544</sup>.

A lei veda, expressamente, que o administrador da companhia aberta valha-se de informação para obter para si ou para outrem vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários, circunstância, no caso, agravada pelo fato de o autor do *insider trading* ser o próprio controlador, o *ABN*, que, em manifesto abuso de poder, visou à compra de ações de seu interesse, sem fornecer informações essenciais ao mercado a que estava obrigado, por meio da veiculação de fatos relevantes, relativas à mudança de controle da companhia<sup>545</sup>.

Nota-se que o caso Banco Real trata-se de ação visando à reparação de possíveis prejuízos decorrentes da aquisição do controle do Grupo Real, por um preço manipulado, abaixo do preço normal de mercado que seria estabelecido com a divulgação das informações sonegadas, valendo-se, segundo afirmado pelos autores, de informações privilegiadas e irregularmente ocultadas do público investidor<sup>546</sup>.

Em primeira instância, o Juízo da 12.<sup>a</sup> Vara Cível do Foro Central – Comarca da Capital/SP, julgou a demanda improcedente. Os autores interpuseram recurso de apelação, ao qual o Tribunal de origem que, por maioria de votos, conferiu provimento para julgar procedente a ação. Irresignado, Banco Santander (Brasil) S.A., sucessor de *Banco ABN Amro Real S.A.* interpôs recurso especial no Superior Tribunal de Justiça<sup>547</sup>.

---

<sup>543</sup> BRASIL. Recurso especial n.º 1.540.428.

<sup>544</sup> BRASIL. Recurso especial n.º 1.540.428.

<sup>545</sup> BRASIL. Recurso especial n.º 1.540.428.

<sup>546</sup> BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. 3.<sup>a</sup> turma. Recurso especial n.º 1.540.428. Rel. Min. Marco Aurélio Bellizze. Disponível em: <https://ww2.stj.jus.br/processo/pesquisa/?aplicacao=processos.ea&tipoPesquisa=tipoPesquisaGenerica&termo=REsp%201540428>. Acesso em: outubro de 2020.

<sup>547</sup> BRASIL. Recurso especial n.º 1.540.428.

No dia 06 de fevereiro de 2018, a 3.<sup>a</sup> Turma do Superior Tribunal de Justiça entendeu que não houve a prática de *insider trading* durante a compra do Banco Real pelo holandês *ABN Amro Bank* – hoje Santander –, em 1998.

O Ministro Relator, Marco Aurélio Bellizze negou provimento ao recurso por entender que, além da violação ao dever de informação, relativo a aquisição das ações que compunham o controle do Grupo Real, deveria ter sido adotado o critério previsto na lei que foi editada posteriormente, suprindo o vazio, e deixando de ferir os minoritários

No entanto, o Ministro Ricardo Villas Bôas Cueva inaugurou a divergência, dando provimento ao recurso especial para julgar improcedente o pleito indenizatório, o que foi acompanhado pelo Ministro Paulo de Tarso Sanseverino, em razão dos novos argumentos trazidos pela divergência. Após nova vista dos autos, o Ministro Moura Ribeiro mudou o seu entendimento, acompanhando a divergência do Ministro Ricardo Villas Bôas Cueva quanto ao fato de que os autores não demonstraram os reais prejuízos por eles suportados com a prática do *insider trading*.

Em seu voto, o Ministro Ricardo Villas Bôas Cueva, afirmou não existir a materialização de qualquer infração à Lei das Sociedades Anônimas sobre o dever de divulgação de fatos relevantes e da prática de *insider trading*. A sentença, inclusive, deixa claro que:

[...] "o mercado sabia por meio da imprensa que o réu seria o novo controlador, se a operação fosse aprovada pelo governo" (e-STJ fl. 1.039). Não se trata de abuso de informação privilegiada. "Todos sabiam pela imprensa da intenção das partes de transferir o controle. Mas intenção não é fato relevante de acordo com o parecer da CVM transcrito a fls. 239. E a publicidade havida sobre o negócio e sobre os fatos relevantes, tanto por meio da imprensa quanto por iniciativa do réu, antes e depois da transferência do controle, afasta por completo a validade de alegações sobre fraude, simulação ou ocultação de informações do público investidor" [...]<sup>548</sup>

Na sequência, destaca o Ministro Cueva, quanto o momento em que a alienação do controle societário se tornou Pública, que, para a reparação civil de danos resultantes da prática de *insider trading*, a legislação exige, além da presença dos elementos genéricos (conduta ilícita, dano e nexo de causalidade), o desconhecimento, por parte dos possíveis prejudicados, das informações supostamente omitidas ao tempo da negociação envolvendo valores mobiliários.

---

<sup>548</sup> BRASIL. Recurso especial n.º 1.540.428.

Ademais, destaca Cueva, que o pedido dirigido ao Banco Central do Brasil para a transferência das ações ordinárias remanescentes, foi formulado em 6 de outubro de 1998, data a partir da qual a deliberação se tornou pública. Dessa forma, “já não se podia afirmar ignorância quanto à pretendida alienação do controle acionário por qualquer do povo, menos ainda por investidores com manifesta experiência no mercado mobiliário”. Em dezembro do mesmo ano, o banco holandês lançou ofertas públicas para comprar ações do Real<sup>549</sup>.

Como bem destacado pela divergência, os autores não demonstraram nos autos que, após a divulgação do fato relevante, houve alta na cotação daquelas ações, por eles anteriormente vendidas, superior àquela já precificada pelas informações veiculadas pela imprensa em caráter extraoficial. Ou seja, ao se limitarem a insistir na tese de que suportaram danos patrimoniais ocasionados pelo *insider trading* não trouxeram a mais mínima prova da valorização daquelas ações que venderam antes da notícia oficial do fato relevante, o que não demandava muitos esforços já que um simples gráfico da cotação, retirado do endereço eletrônico da bolsa de valores, serviria como meio probatório<sup>550</sup>.

Portanto, com retificação de Ribeiro, a maioria dos ministros concordou com a tese sustentada pelo Santander (Brasil) S.A. e a 3.<sup>a</sup> Turma do Superior Tribunal de Justiça (STJ) entendeu que não houve a prática de *insider trading* durante a compra do Banco Real pelo holandês ABN Amro Bank – hoje Santander, em 1998, acatando a tese de que a obrigação de informar aos sócios minoritários só deveria ser observada na conclusão do negócio – e não durante todo o processo de compra do Banco Real, em 1998, pelo ABN.

### 3.2.1.3. Caso eike batista

Ainda no âmbito criminal, em 2018, a 6.<sup>a</sup> turma do Superior Tribunal de Justiça confirmou a competência da Justiça Federal para o processamento da ação penal por *insider trading*, em virtude das repercussões do crime no sistema financeiro nacional como um todo, ao analisar recurso em *habeas corpus* do empresário Eike Fuhrken Batista.

---

<sup>549</sup> BRASIL. Recurso especial n.º 1.540.428.

<sup>550</sup> BRASIL. Recurso especial n.º 1.540.428.

Eike Fuhrken Batista foi denunciado pela prática do crime de *insider trading* (art. 27-D da Lei n. 6.385/1976) porque, em tese, haveria se utilizado, na condição de acionista controlador, de informações privilegiadas potencialmente negativas relacionadas à mudança de plano de negócios da empresa OSX Construção Naval S.A., antes de serem divulgadas ao mercado, para alienar 9.911.000 ações de sua emissão no mercado, ao custo de R\$ 3,40 por ação, com volume total de R\$ 33.700.460,00. Tal conduta, com a desvalorização posterior das ações, haver-lhe-ia rendido, segundo a denúncia, uma diferença de R\$ 8.720.910,00<sup>551</sup>.

A denúncia foi recebida somente pelos crimes de manipulação de mercado e *insider trading*, o que acabou com as tentativas defensivas, perante as instâncias ordinárias, de reconhecimento da incompetência absoluta da Justiça Federal<sup>552</sup>.

Com esse cenário, Eike Fuhrken Batista interpôs recurso em *habeas corpus* contra acórdão proferido pelo Tribunal Regional Federal da 2.<sup>a</sup> Região, buscando o reconhecimento da violação do princípio do juiz natural e das regras de delimitação da competência da Constituição, de modo que "sejam declarados nulos todos os atos praticados desde a distribuição da inicial, determinando sua remessa à Justiça Estadual"<sup>553</sup>.

No recurso dirigido ao Superior Tribunal de Justiça, a defesa do empresário alegou que os delitos previstos na Lei de Mercado de Capitais não seriam propriamente crimes contra o Sistema Financeiro Nacional, expressamente previstos na Lei 7.492/1996, ficando de fora da esfera de competência da Justiça Federal<sup>554</sup>.

De fato, a Lei n.º 6.385/1976, ao dispor sobre os crimes contra o mercado de capitais – os quais, ao menos em tese, poderiam atingir o complexo sistema financeiro, nada previu a respeito da competência. Logo, sob o prisma do artigo 109, VI, da Constituição Federal, não se justificaria a *vis attractiva* do Juízo Federal, consoante alega o recorrente<sup>555</sup>.

Entretanto, segundo o Ministro Rogerio Schietti Cruz, mostra-se equivocado concluir nessa direção com base na análise isolada do art. 109, VI, da CF:

---

<sup>551</sup> BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. 6.<sup>a</sup> turma. Recurso em habeas corpus n.º 82.799. Rel. Min. Rogerio Schietti Cruz. Disponível em: [https://ww2.stj.jus.br/processo/revista/documento/mediado/?componente=ITA&sequencial=1776418&num\\_registro=201700747620&data=20181206&formato=PDF](https://ww2.stj.jus.br/processo/revista/documento/mediado/?componente=ITA&sequencial=1776418&num_registro=201700747620&data=20181206&formato=PDF). Acesso em: outubro de 2020.

<sup>552</sup> BRASIL. Recurso em habeas corpus n.º 82.799.

<sup>553</sup> BRASIL. Recurso em habeas corpus n.º 82.799.

<sup>554</sup> BRASIL. Recurso em habeas corpus n.º 82.799.

<sup>555</sup> BRASIL. Recurso em habeas corpus n.º 82.799.

[...] Isso porque a jurisprudência, em especial a firmada pela Suprema Corte, assinala que "os crimes contra o sistema financeiro e a ordem econômico-financeira devem ser julgados pela Justiça Federal - ainda que ausente na legislação infraconstitucional nesse sentido -, quando se enquadrem os fatos em alguma das hipóteses previstas no artigo 109, IV, da Constituição" (RE n. 502.915/SP, Rel. Ministro Sepúlveda Pertence, DJe 27/4/07) [...]

Em qualquer hipótese de crime que repercuta no sistema financeiro, ou que faça parte dos crimes contra a ordem econômico-financeira, cuja legislação que os prevê não contenha dispositivo específico que importe na fixação da competência federal, há que se avaliar a existência de circunstância de fato que demonstre a existência de efetiva lesão a bens, serviços ou direitos da União, de suas autarquias ou empresas públicas.

Conclui o Ministro Rogério Schietti Cruz que, nessas hipóteses, mesmo que não haja previsão na legislação infraconstitucional, como é a exigência do art. 109, VI, da Constituição Federal, o delito será processado e julgado perante a Justiça Federal, mas por aplicação do disposto no art. 109, IV, da Lei Maior. Por isso, a definição de competência em relação aos crimes contra o sistema financeiro ou contra a ordem econômico-financeira deve levar em conta a conjugação dos dois dispositivos, ou seja, dos incisos IV e VI do art. 109 da CF.

Inclusive, os delitos praticados em detrimento do mercado de capitais podem "gerar lesão ao sistema financeiro nacional, na medida em que põe[m] em risco a confiabilidade dos aplicadores no mercado financeiro, a manutenção do equilíbrio dessas relações, bem como a higidez de todo o sistema". Diante disso, não existe nenhuma ilegalidade na distribuição aleatória do feito a uma das varas especializadas em crimes contra o sistema financeiro.

#### 3.2.1.4. Caso da JBS

A 6.<sup>a</sup> Turma do Superior Tribunal de Justiça, em outubro de 2017, analisou caso envolvendo crimes no sistema financeiro. Na ocasião foram julgados dois *habeas corpus*, dos irmãos Joesley Mendonça Batista e Wesley Mendonça Batista. O

colegiado negou o pedido no julgamento do *habeas corpus* n.º 416.795 e n.º 416.785<sup>556</sup>.

Os irmãos foram acusados de utilizar informações privilegiadas para obter ganhos no mercado de capitais, configurando o crime de *insider trading*, nos meses de abril e maio de 2017, com a compra e venda de dólares e ações da JBS. De acordo com o Ministério Público, eles teriam se aproveitado do conhecimento prévio das oscilações de preços que sua delação premiada causaria no mercado<sup>557</sup>.

O *habeas corpus* n.º 416.795, impetrado em nome de Joesley Mendonca Batista, em que se aponta constrangimento ilegal decorrente do indeferimento do pedido liminar formulado no HC n.º 0003772-53.2017.4.03.0000, em curso no Tribunal Regional Federal da 3.ª Região, e da consequente manutenção da prisão preventiva decretada pelo Juízo Federal da 6ª Vara Criminal em São Paulo/SP, na Ação Cautelar n.º 0012131-73.2017.4.03.6181 – com base em investigação de possível prática do crime de *insider trading*<sup>558</sup>.

Segundo a defesa de Wesley, a prisão cautelar foi imposta sem fundamento, ante a ausência de fato novo nos autos que já não fosse conhecido do Juízo ou da autoridade policial na primeira fase da operação Tendão de Aquiles. Aduz-se que não há um documento ou relato que indique a intenção de fuga do paciente, muito menos que iria desfrutar de patrimônio no exterior<sup>559</sup>.

A magnitude da infração supostamente cometida, segundo ministro Rogerio Schietti Cruz:

[...] relevante o bastante para impactar o mercado financeiro (a vantagem auferida pelos investigados foi de quase R\$ 140 milhões de reais), e a relatada nova investida criminosa, sob os holofotes da mídia, depois da prática de inúmeros crimes assumidos nas tratativas de colaboração premiada, sugerem audácia e certeza da impunidade, expressões que, no caso dos autos, não traduzem mera retórica. A prisão não é manifestamente injusta nem absolutamente desnecessária e, assim, não é possível conceder a liminar e intervir de forma prematura na controvérsia, em detrimento da

<sup>556</sup> BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. A consolidação da jurisprudência do STJ sobre o uso indevido de informações privilegiadas. Disponível em: <http://www.stj.jus.br/sites/portallp/Paginas/Comunicacao/Noticias/A-consolidacao-da-jurisprudencia-do-STJ-sobre-o-uso-indevido-de-informacoes-privilegiadas.aspx>. Acesso em: outubro de 2020.

<sup>557</sup> BRASIL. A consolidação da jurisprudência do STJ sobre o uso indevido de informações privilegiadas.

<sup>558</sup> BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. 6.ª turma. Habeas corpus n.º 416.795. Rel.Min Sebastião Reis Júnior. Disponível em: [https://ww2.stj.jus.br/processo/revista/documento/mediado/?componente=ITA&sequencial=1637412&num\\_registro=201702387625&data=20171013&formato=PDF](https://ww2.stj.jus.br/processo/revista/documento/mediado/?componente=ITA&sequencial=1637412&num_registro=201702387625&data=20171013&formato=PDF). Acesso em: outubro de 2020.

<sup>559</sup> BRASIL. Habeas corpus n.º 416.795.



competência do Tribunal Regional Federal da 3ª Região para processar e julgar o *writ* lá impetrado [...]<sup>560</sup>

Consequentemente, o *habeas corpus* fora indeferido liminarmente diante da ausência de ilegalidade da determinação de prisão dos empresários. Certo é que o Juiz evidenciou a periculosidade do investigado e o risco de reiteração delitiva, pois ele, em tese, cometeu novo crime depois de se comprometer a interromper atividades ilícitas em acordo de colaboração premiada. Existe, ainda, alusão de interferência ilícita sobre agentes públicos, afirmou o ministro Rogerio Schietti Cruz, autor do voto seguido pela maioria do colegiado<sup>561</sup>.

O *habeas corpus* n.º 416.785, impetrado em nome de Wesley Mendonça Batista, a defesa também visava à revogação do decreto de prisão preventiva exarado pelo Juízo Federal da 6ª Vara Criminal de São Paulo, na Ação Cautelar n. 0012131-73.2017.4.03.6181, com base em investigação de possível prática do crime de *insider trading*, com o mesmo fundamento do *habeas corpus* n.º 416.785: falta de fundamentação idônea e desproporcionalidade da medida. Com o mesmo fundamento, o Superior Tribunal de Justiça indeferiu liminarmente o *habeas corpus*<sup>562</sup>.

Em maio de 2019, a Justiça Federal decidiu tornar réu o empresário Wesley Batista em denúncia feita pelo Ministério Público Federal de São Paulo pelo crime de *insider trading*, em operações cambiais das companhias Seara Alimentos e Eldorado Celulose em meados de 2017, época em que havia firmado acordo de delação premiada que ainda estava sob sigilo<sup>563</sup>.

Após a divulgação das delações, a moeda americana teve alta expressiva, o que rendeu ao empresário quase 70 milhões de reais a partir de contratos de dólar negociados dias antes<sup>564</sup>.

---

<sup>560</sup> BRASIL. Habeas corpus n.º 416.795.

<sup>561</sup> BRASIL. Habeas corpus n.º 416.795.

<sup>562</sup> BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. 6.ª turma. Habeas corpus n.º 416.785. Rel.Min Sebastião Reis Júnior. Disponível em: [https://ww2.stj.jus.br/processo/revista/documento/mediado/?componente=ITA&sequencial=1637412&num\\_registro=201702387625&data=20171013&formato=PDF](https://ww2.stj.jus.br/processo/revista/documento/mediado/?componente=ITA&sequencial=1637412&num_registro=201702387625&data=20171013&formato=PDF). Acesso em: outubro de 2020.

<sup>563</sup> ARCOVERDE, Léo; LEITE, Isabela. MPF faz nova denúncia contra Wesley Batista por uso de informação privilegiada de delação para lucrar. G1. 7 maio 2019. Disponível em: <https://g1.globo.com/sp/sao-paulo/noticia/2019/05/07/mpf-faz-nova-denuncia-contra-wesley-batista-por-uso-de-informacao-privilegiada-de-delacao-para-operacoes-de-cambio.ghtml>. Acesso em: outubro de 2020.

<sup>564</sup> CONTEÚDO, Estadão. MPF denuncia Wesley por usar informação privilegiada no mercado de câmbio. Veja. 7 maio 2019. Disponível em: <https://veja.abril.com.br/politica/mpf-denuncia-wesley-por-usar-informacao-privilegiada-no-mercado-de-cambio/>. Acesso em: outubro de 2020.

No caso da Eldorado, os procuradores estimam que a empresa adquiriu contratos de dólar a termo (que já tem um valor futuro pré-determinado e não sofre variações) nos dias 9 e 16 de maio de 2017. O valor total dos contratos foi de US\$ 280 milhões, equivalente ao triplo de todo o lucro obtido pela empresa no ano anterior, de acordo com a investigação<sup>565</sup>.

Já a Seara efetuou a compra de US\$ 25 milhões de dólares futuros (um contrato para compra da moeda estrangeira que considera ajustes diários do mercado de câmbio) entre os dias 10 e 16 do mesmo mês. A estimativa é que a quantia seja 50 vezes superior à média das operações que a empresa estava realizando no mercado cambial desde o segundo semestre de 2016<sup>566</sup>.

As datas coincidem com o período entre o acordo de colaboração premiada, firmado com o Supremo Tribunal Federal (STF) no início de maio, e a divulgação de seu teor, no dia 17. Além disso, o Ministério Público Federal afirma que obteve troca de mensagens de *WhatsApp* de Wesley determinando a realização das operações<sup>567</sup>.

Como efeito da publicação das informações, a cotação do dólar futuro teve alta de 9% no dia 18, a maior elevação diária registrada em catorze anos. Forma-se a convicção de que as operações com derivativos cambiais por ambas as empresas não visavam à proteção da exposição para pagamentos de passivos ou recebimentos em dólares americanos em datas futuras, mas, de modo diverso, foram utilizadas para especulação sobre o preço da moeda em data futura com vistas a auferir lucro no curto prazo, concluiu o parecer técnico elaborado pela Secretaria de Perícia, Pesquisa e Análise da PGR<sup>568</sup>.

No dia 26 de maio de 2020, a 6.<sup>a</sup> Sexta Turma do Superior Tribunal de Justiça, no recurso em *habeas corpus* n.º 120.261, decidiu nesta terça-feira, por unanimidade, autorizar que os irmãos Joesley Mendonça Batista e Wesley Mendonça Batista exerçam funções executivas nas empresas do grupo J&F, que controla a JBS<sup>569</sup>.

---

<sup>565</sup> ARCOVERDE, Léo; LEITE, Isabela, 2019.

<sup>566</sup> ARCOVERDE, Léo; LEITE, Isabela, 2019.

<sup>567</sup> ARCOVERDE, Léo; LEITE, Isabela, 2019.

<sup>568</sup> CONTEÚDO, Estadão, 2019.

<sup>569</sup> BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. 6.<sup>a</sup> turma. Recurso em *habeas corpus* n.º 120.261. Rel. Min. Rogério Schietti Cruz. Disponível em: [https://ww2.stj.jus.br/processo/revista/documento/mediado/?componente=ITA&sequencial=1946299&num\\_registro=201903353280&data=20200605&formato=PDF](https://ww2.stj.jus.br/processo/revista/documento/mediado/?componente=ITA&sequencial=1946299&num_registro=201903353280&data=20200605&formato=PDF). Acesso em: outubro de 2020.

Por ocasião do julgamento do HC n. 422.113/SP, o Superior Tribunal de Justiça substituiu a prisão preventiva pelas seguintes medidas cautelares alternativas à prisão: compromisso de comparecimento em Juízo; proibição de se aproximar e de manter contato pessoal, telefônico ou por meio eletrônico ou virtual com os outros réus; proibição de participar, diretamente ou por interposta pessoa, de operações no mercado financeiro e de ocupar cargos ou funções nas pessoas jurídicas que compõem o grupo de empresas envolvidas nas ilicitudes, objeto da ação penal a que respondem; proibição de ausentar-se do Brasil, salvo autorização expressa do juízo competente; monitoração eletrônica.

Segundo o Relator, desde o julgamento do HC n. 422.113/SP, ocorrido em 20/2/2018, não houve notícia de que o acusado haja descumprido nenhuma das cautelares impostas e o processo caminha para o seu desfecho. Além disso, o requerente, Joesley Mendonça Batista, celebrou acordo de leniência com o Ministério Público, no qual se comprometeu a instalar regras de conformidade em suas empresas, o que, como reconhecido pelo Parquet federal, vem sendo cumprido<sup>570</sup>.

O outro aspecto diz respeito à relevância do papel desempenhado pelo Joesley Mendonça Batista na gestão das empresas, argumento esse reforçado pela situação global de pandemia da covid-19, com notório reflexo negativo na atividade econômica como um todo, a resvalar na necessidade de tomada de decisões que visem a preservar a atividade produtiva, os empregos e a arrecadação das empresas do grupo construído pela família do recorrente, afirmou o Ministro Rogério Schietti Cruz<sup>571</sup>.

Além disso, destacou o Relator:

[...] é o fato de que o Joesley Mendonça Batista se comprometeu a pagar à União a quantia astronômica de R\$10.300.000.000,00 (dez bilhões e trezentos milhões de reais), meta que, diante das circunstâncias excepcionais do momento, e mesmo a médio ou longo prazo, se antevê como de difícil atingimento [...]<sup>572</sup>

Portanto, o recurso em *habeas corpus* foi provido, para afastar a proibição de participar, diretamente ou por interposta pessoa, de operações no mercado financeiro e de ocupar cargos ou funções nas pessoas jurídicas que compõem o grupo de empresas envolvidas nas ilicitudes objeto da ação penal a que responde o acusado,

---

<sup>570</sup> BRASIL. Recurso em *habeas corpus* n.º 120.261.

<sup>571</sup> BRASIL. Recurso em *habeas corpus* n.º 120.261.

<sup>572</sup> BRASIL. Recurso em *habeas corpus* n.º 120.261.

mantendo, contudo, as demais cautelares impostas. Em razão da idêntica situação processual do corréu Wesley Mendonça Batista, estendo a ele os efeitos dessa decisão<sup>573</sup>.

### 3.2.2. Limites conceituais configuradores do *insider trading*

#### 3.2.2.1. Informação relevante e sua relação com valores mobiliários

O objeto material do delito, isto é, a informação privilegiada, deve ser objetivamente qualificada, para que possa ser considerada capaz de produzir alguma vantagem econômica indevida em operações nas bolsas de valores<sup>574</sup>.

Informação privilegiada quer dizer informação sigilosa, confidencial, na medida em que só é conhecida de um círculo restrito de pessoas. Para caracterizar o tipo de injusto em exame, é preciso que a informação privilegiada seja relevante, ou seja, idônea ao fim proposto, ainda não divulgada publicamente e capaz de propiciar vantagem indevida de natureza patrimonial nas negociações de valores mobiliários, influenciando a decisão de investidores favoravelmente a quem dela faz uso<sup>575</sup>. É importante a identificação, da forma mais precisa possível, das características dessas informações<sup>576</sup>.

A fim de complementar o tipo penal em referência, o intérprete deverá analisar o conceito de fato relevante definido no artigo 2.º da Instrução Normativa da Comissão de Valores Mobiliários n.º 358, de 2002, nos termos abaixo:

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

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

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

III - na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados [...]<sup>577</sup>

<sup>573</sup> BRASIL. Recurso em *habeas corpus* n.º 120.261.

<sup>574</sup> CORSETTI, 2013, p. 113.

<sup>575</sup> PRADO, 2019, p. 307.

<sup>576</sup> CORSETTI, 2013, p. 113.

<sup>577</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução CVM n.º 358, artigo 2.º.

No mesmo artigo, o parágrafo único arrola 22 (vinte e dois) exemplos que podem ser considerados fatos relevantes<sup>578</sup>. Estes, por seu turno, são os casos relacionados diretamente com a empresa emitente dos valores mobiliários. Todavia, esse rol não é taxativo. O *caput* é claro ao permitir que outros atos ou fatos não arrolados no parágrafo único também possam ser considerados como informação relevante no momento em que refere “qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios”<sup>579</sup>.

A informação, portanto, pode dizer respeito tanto aos valores mobiliários como à empresa emissora, ou ainda, estar relacionada a um setor econômico específico<sup>580</sup>. O artigo 27-D da Lei de Mercado de capitais, que tipifica o crime de uso indevido de informação privilegiada, se refere “à utilização de qualquer informação, desde que sigilosa e relevante, na negociação de valores mobiliários”<sup>581</sup>

Para ilustrar, pode-se citar o exemplo de Carvalhosa e Eizirik:

[...] se um funcionário público, sabendo que será baixada uma regulamentação administrativa que provocará alta generalizada nas ações,

---

<sup>578</sup> Observada a definição do *caput*, são exemplos de ato ou fato potencialmente relevante, dentre outros, os seguintes: I - assinatura de acordo ou contrato de transferência do controle acionário da companhia, ainda que sob condição suspensiva ou resolutiva; II - mudança no controle da companhia, inclusive através de celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas; III - celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas em que a companhia seja parte ou interveniente, ou que tenha sido averbado no livro próprio da companhia; IV - ingresso ou saída de sócio que mantenha, com a companhia, contrato ou colaboração operacional, financeira, tecnológica ou administrativa; V - autorização para negociação dos valores mobiliários de emissão da companhia em qualquer mercado, nacional ou estrangeiro; VI - decisão de promover o cancelamento de registro da companhia aberta; VII - incorporação, fusão ou cisão envolvendo a companhia ou empresas ligadas; VIII - transformação ou dissolução da companhia; IX - mudança na composição do patrimônio da companhia; X - mudança de critérios contábeis; XI - renegociação de dívidas; XII - aprovação de plano de outorga de opção de compra de ações; XIII - alteração nos direitos e vantagens dos valores mobiliários emitidos pela companhia; XIV - desdobramento ou grupamento de ações ou atribuição de bonificação; XV - aquisição de ações da companhia para permanência em tesouraria ou cancelamento, e alienação de ações assim adquiridas; XVI - lucro ou prejuízo da companhia e a atribuição de proventos em dinheiro; XVII - celebração ou extinção de contrato, ou o insucesso na sua realização, quando a expectativa de concretização for de conhecimento público; XVIII - aprovação, alteração ou desistência de projeto ou atraso em sua implantação; XIX - início, retomada ou paralisação da fabricação ou comercialização de produto ou da prestação de serviço; XX - descoberta, mudança ou desenvolvimento de tecnologia ou de recursos da companhia; XXI - modificação de projeções divulgadas pela companhia; XXII – pedido de recuperação judicial ou extrajudicial, requerimento de falência ou propositura de ação judicial, de procedimento administrativo ou arbitral que possa vir a afetar a situação econômico-financeira da companhia. BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução CVM n.º 358, artigo 2.º, parágrafo único.

<sup>579</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução CVM n.º 358, artigo 2.º.

<sup>580</sup> CORSETTI, 2013, p. 115.

<sup>581</sup> CARVALHOSA; EIZIRIK, 2002, p. 547.

negocia no mercado futuro de índices (que são valores mobiliários), está ele cometendo o delito tipificado no art. 27-D<sup>582</sup>

Essa é a tendência que União Européia vem adotando. A definição de informação privilegiada é unificado de acordo com o que foi estabelecido na *Directiva* 2014/57/EU que, em seu artigo 2<sup>583</sup>, delega o conceito para o *Reglamento (UE)* n.º 596/2014, definindo-a como a informação com carácter preciso, que não tenha sido tornada pública e diga respeito a um ou mais emissores de instrumentos e que, caso fosse tornada pública, seria idônea para influenciar de maneira sensível o preço desses instrumentos financeiros ou dos instrumentos financeiros derivados com eles relacionados<sup>584</sup>.

Conquanto, entende-se como informação relevante, qualquer evento que tenha a capacidade de acarretar efeitos significativos nas operações com valores mobiliários emitidos pela companhia, “independentemente de estar previsto em norma legal ou regulamentar que relacione os fatos que devem ser obrigatoriamente divulgados”<sup>585</sup>.

Vale ressaltar, para ilustrar, que a norma penal criminaliza exclusivamente as negociações de valores mobiliários fundamentados em informações privilegiadas. Todavia, caso o administrador de uma companhia, sabendo da notícia sigilosa de que a empresa irá adquirir vários imóveis em um local, se antecipa e os compra com a finalidade de revendê-los para a empresa, com um preço maior, terá praticado fato atípico, tendo em conta não se tratar o imóvel de um valor mobiliário<sup>586</sup>.

Além da informação ser relevante, conforme apontado, a informação, para ser considerada privilegiada, deve apresentar outras características específicas que necessitam ser identificadas para que se tenha maior rigor na análise do objeto ora estudado, quais sejam: carácter não público da informação; capacidade de influenciar de maneira sensível o preço das ações; e carácter concreto da informação.

---

<sup>582</sup> CARVALHOSA; EIZIRIK, 2002, p. 547.

<sup>583</sup> Redação original: *Información privilegiada: toda información a tenor de lo establecido en el artículo 7, apartados 1 a 4, del Reglamento (UE) no 596/2014 [...] UNIÃO EUROPEIA. Directiva 2014/57/UE, artículo 2*

<sup>584</sup> Redação original: *Información privilegiada. 1. A efectos del presente Reglamento, se entenderá por información privilegiada cualquiera de los tipos de información siguientes: a) la información de carácter concreto que no se haya hecho pública, que se refiera directa o indirectamente a uno o varios emisores o a uno o varios instrumentos financieros o sus derivados y que, de hacerse pública, podría influir de manera apreciable sobre los precios de dichos instrumentos o de los instrumentos derivados relacionados con ellos [...] UNIÃO EUROPEIA. Reglamento (UE) n. 596/2014, artículo 7.*

<sup>585</sup> EIZIRIK; GAAL; PARENTE; HENRIQUES, 2008, p. 559.

<sup>586</sup> CARVALHOSA; EIZIRIK, 2002, p. 547.

### 3.2.2.2. Caráter não público da informação

Em geral, para que uma informação seja considerada pública, deve estar disponível para que todos os interessados possam dela ter conhecimento. O caráter não público da informação, isto é, o fato de ainda não ter sido divulgada ao mercado, é uma das características que torna possível afirmar ser ela privilegiada, dado que, se estivesse à disposição de todos, perde o seu caráter de confidencialidade, cessando o caráter privilegiado<sup>587</sup>.

Alguns níveis de graduação entre a divulgação pública da informação e o caráter não público, lograriam ser identificados capazes de levantar dúvidas sobre qual seria o nível de divulgação suficiente para fazer cessar tal condição<sup>588</sup>. A informação só pode ser considerada pública quando está acessível a qualquer investidor, ou seja, quando há possibilidade real de obtê-la, quando o acesso é viável<sup>589</sup>.

Disseminada pelo público certa informação, por exemplo, em jornal de divulgação nacional, o emitente informa o público em geral sobre determinado fato relevante, não há dúvida que cessa o caráter privilegiado da informação e, à vista disso, “não alcançam relevo jurídico-penal as condutas que incorporem essa informação nas decisões de investimento ou de desinvestimento”<sup>590</sup>.

No entanto, Costa e Ramos trazem à baila também o fato de os fluxos informacionais serem:

[...] suscetíveis de serem cortados, não chegando, por essa razão, a atingir a divulgação geral. O fluxo informacional que se quer acessível a todos pode, decrescentemente, ser apropriado por um, partilhado por alguns, ou divulgado por um grupo restrito [...]<sup>591</sup>

Parte da doutrina defende que, para se configurar a perda do caráter de privilégio da informação, deveria transcorrer um lapso temporal a partir do momento em que fosse disponibilizada ao público, para que um investidor diligente, mesmo auxiliado por um analista de investimentos, tivesse tempo hábil para assimilá-la e ser

---

<sup>587</sup> CORSETTI, 2013, p. 116.

<sup>588</sup> COSTA; RAMOS, 2006, p. 43.

<sup>589</sup> CORSETTI, 2013, p. 116.

<sup>590</sup> COSTA; RAMOS, 2006, p. 43.

<sup>591</sup> COSTA; RAMOS, 2006, p. 44.

capaz de tomar sua decisão. A duração desse lapso dependeria da complexidade dos dados. No Japão, por exemplo, a lei que regulamenta o uso de informação privilegiada determina que a informação, para ser considerada pública, deve ter sido publicada em pelo menos dois meios de comunicação com lapso temporal de 12 horas entre elas<sup>592</sup>.

Na Comunidade Europeia, o Regulamento n.º 596/2014 prevê que o emitente deve informar ao público, o mais rapidamente possível, a informação privilegiada de forma a permitir um acesso rápido e uma avaliação completa, correta e oportuna da informação e, se for o caso, em mecanismo oficialmente nomeado, referido no artigo 21 da Diretiva 2004/109/CE<sup>593</sup> do Parlamento Europeu, além de ter de publicar e manter, em seu site, durante um período de, pelo menos, cinco anos, todas as informações privilegiadas que devem ser tornadas públicas<sup>594</sup>.

No Brasil, nesse sentido, pode-se observar na redação do artigo 157, § 4.º, da Lei 6.404/1976, que determina que os administradores devem comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer fato relevante que possa influir na decisão dos investidores<sup>595</sup>. A partir da divulgação, com alcance nacional, considera-se que qualquer pessoa possa ser capaz de diligenciar e obter o conhecimento dos fatos divulgados<sup>596</sup>.

---

<sup>592</sup> CORSETTI, 2013, p. 116.

<sup>593</sup> Redação original: *Acceso a la información regulada 1. El Estado miembro de origen se asegurará de que el emisor, o la persona que haya solicitado la admisión a negociación en un mercado regulado sin el consentimiento del emisor, revela la información regulada de manera que garantice un acceso a la misma rápido y no discriminatorio, y la ponga a disposición del mecanismo designado oficialmente a que se refiere el apartado 2. El emisor, o la persona que haya solicitado la admisión a negociación en un mercado regulado sin el consentimiento del emisor, no podrá cobrar a los inversores ningún gasto concreto por el suministro de la información. El Estado miembro de origen requerirá al emisor que se sirva de medios razonablemente fiables para la efectiva difusión de la información al público en toda la Comunidad. El Estado miembro de origen no puede imponer la obligación de utilizar solamente los medios cuyos operadores están establecidos en su territorio.* UNIÃO EUROPÉIA. Directiva 2004/109/CE del parlamento europeo y del consejo de 15 de diciembre de 2004. Sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado y por la que se modifica la Directiva 2001/34/CE. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:32004L0109&from=PT>, artículo 21.

<sup>594</sup> Redação original: *Difusión pública de la información privilegiada 1. El emisor hará pública, tan pronto como sea posible, la información privilegiada que le concierna directamente. El emisor se asegurará de que la información privilegiada se haga pública de una forma que permita un acceso rápido y una evaluación completa, correcta y oportuna de la información por el público y, en su caso, por el mecanismo designado oficialmente, contemplado en el artículo 21 de la Directiva 2004/109/CE del Parlamento Europeo y del Consejo (1). El emisor no combinará la difusión pública de información privilegiada con la comercialización de sus actividades. El emisor incluirá y mantendrá en su sitio web por un período de al menos cinco años toda la información privilegiada que esté obligado a hacer pública.* UNIÃO EUROPÉIA. Regulamento (UE) n. 596/2014, artículo 17.

<sup>595</sup> BRASIL. Lei n.º 6.404, artigo 157, § 4.º.

<sup>596</sup> CORSETTI, 2013, p. 117.



Não se pode considerar, contudo, como pública somente aquela informação que alcançou um número suficiente de pessoas. Quando o emitente, revela informações sensíveis a pessoas determinadas (*selective disclosure*) -, parece que não satisfaz o nível de divulgação exigido pelo requisito da publicidade. Embora tenha sido compartilhadas as informações, não houve a divulgação que ofereça que o mercado em geral, tome decisões a partir desses dados. A *selective disclosure* mina a confiança dos investidores na integridade do mercado, assemelhando-se, aliás, ao *tiping*, porquanto permite que os destinatários da *selective disclosure* possam explorar vantagens informacionais reprováveis<sup>597</sup>.

Ora, a informação precisa e deve ser analisada e assimilada pelo mercado, para não levar à sua estagnação, vez que o processo de formação de preços se dá em razão da reação dos agentes às informações divulgadas. Diante disso, o critério atualmente adotado, e que parece ser mais adequado, é o de que a informação, para perder seu caráter privilegiado, deve ser publicada em algum meio de comunicação de circulação nacional, para que esteja à disposição de todos os investidores<sup>598</sup>.

### 3.2.2.3. Capacidade de influenciar o preço das ações

Para que a informação seja qualificada como privilegiada, nos moldes do tipo penal brasileiro, não basta que ela ainda não tenha sido publicada. Para tal, deverá também ser capaz de proporcionar vantagem indevida – para o autor ou para terceiros. Para que seja possível a obtenção dessa vantagem, a informação deve ser capaz de influenciar o preço das ações no momento em que for divulgada ao público. Somente assim poderá ser obtida tal vantagem<sup>599</sup>.

Para isso, o mais adequado é a utilização da noção de *price sensitivity*, que coloca o centro da análise na verificação da capacidade de a informação, tanto direta como indiretamente, influenciar os preços dos valores mobiliários após sua publicação. Nesses termos, para que uma informação seja considerada privilegiada, é necessário verificar se a informação utilizada como base para a decisão de compra

---

<sup>597</sup> COSTA; RAMOS, 2006, p. 44.

<sup>598</sup> CORSETTI, 2013, p. 117.

<sup>599</sup> CORSETTI, 2013, p. 117.

ou venda dos valores mobiliários tem a capacidade de, quando publicada, influenciar de modo sensível o preço das ações<sup>600</sup>.

No entanto, num juízo de previsibilidade, se quando publicada a informação fosse reportada ao momento *ex ante* da operação, suscetível de gerar aparência pela compra ou venda de ativos, tal informação revela idoneidade para influenciar a evolução da cotação<sup>601</sup>.

Ocorre que, uma informação capaz de influenciar o preço das ações de uma empresa, quando publicada, pode não exercer o efeito esperado, ou incidir de maneira ínfima. Se fosse utilizado um juízo valorativo *ex post*, poderia ser notado que aquela informação não era idônea para influenciar o preço das ações da companhia, ou seja, não tinha potencialidade de gerar uma vantagem indevida, o que seria um erro<sup>602</sup>.

Desse modo, à qualidade de sensível, pode se dar uma interpretação negativa, de modo a rechaçar do dispositivo todas as hipóteses em que o conhecimento teria capacidade ínfima ou insignificante de influência no fluxo negocial. Esse critério quantitativo reduziria as dificuldades interpretativas e poderia contribuir para a certeza e segurança jurídica. Porém, as fragilidades desse caminho otimizado têm sido expostas, tendo em vista a volatilidade dos valores mobiliários negociados em mercados particularmente reativos. “Daí a preferência por critérios flexíveis e de natureza qualitativa”<sup>603</sup>.

Outrossim, a análise da capacidade de influenciar o preço das ações sob uma perspectiva *ex ante* torna inatingível o fato de que o acontecimento futuro a que se refere a informação não chegue a ocorrer. O que se avalia não é o impacto dos acontecimentos sobre o mercado, mas, sim, o efeito que pode ser gerado sobre ele no momento da publicação desse acontecimento. Não há dúvidas quanto à importância de se adotar a análise *ex ante*, reportando-se ao momento da negociação para verificar se a informação utilizada pelo *insider* era capaz de influenciar de maneira significativa o preço das ações da empresa negociada<sup>604</sup>.

#### 3.2.2.4. Caráter concreto da informação

---

<sup>600</sup> CORSETTI, 2013, p. 118.

<sup>601</sup> COSTA; RAMOS, 2006, p. 54.

<sup>602</sup> CORSETTI, 2013, p. 119.

<sup>603</sup> COSTA; RAMOS, 2006, p. 54.

<sup>604</sup> CORSETTI, 2013, p. 119.

Apesar do tipo penal brasileiro não exigir, expressamente, que a informação seja concreta, ou precisa, para ser caracterizada como privilegiada, como ocorre em grande parte das legislações alienígenas, imprescindível que seja identificado a partir de que momento a informação tem concretude suficiente para ser configurada como privilegiada e adquirir relevância penal<sup>605</sup>.

Correspondendo a uma realidade situada entre o mero rumor e o juízo categórico de certeza, a definição do caráter preciso da informação situa-se na ideia de imprecisão – cuja existência fixa na necessidade da segurança jurídica. Dessa maneira, caso alguém negocie com base em simples suspeitas ou rumores do mercado sobre determinado fato, não poderá ser acusado de uso indevido de informação privilegiada<sup>606</sup>

Quiçá esse seja o critério de mais relevância para a configuração do delito de *insider trading*, tanto quanto o de maior dificuldade de caracterização. Uma informação pode ser considerada de caráter concreto quando os dados ou elementos que a integram são precisos, isto é, quando não transmitem simples impressões, rumores ou meras opiniões. A exclusão de rumores do âmbito da proibição vem imposta, em primeiro lugar, pelo princípio da fragmentariedade do direito penal, seguindo pelo princípio da proporcionalidade em sentido estrito<sup>607</sup>.

Porém, em uma negociação, deveria existir o momento em que a informação atinge o grau de concretude essencial a lhe adjetivar como privilegiada. Logo, não há fórmula genérica e segura para averiguar o momento em que a informação atinge o grau de precisão<sup>608</sup>.

Deve-se, no entanto, ter muito cuidado no nível de concretização exigido para a configuração do delito, sob pena de ocorrer uma banalização do problema, deixando fora do âmbito da tipicidade informações sobre fatos que habitualmente servem de base para operações em bolsa de valores e que devem ser consideradas privilegiadas, mas que ainda se encontram em fase de maturação, aguardando algum grau de concretização para serem divulgadas pela empresa<sup>609</sup>.

---

<sup>605</sup> CORSETTI, 2013, p. 119.

<sup>606</sup> COSTA; RAMOS, 2006, p. 47 – 48.

<sup>607</sup> CORSETTI, 2013, p. 120.

<sup>608</sup> EIZIRIK; GAAL; PARENTE; HENRIQUES, 2008, p. 108.

<sup>609</sup> CORSETTI, 2013, p. 120.

Caso contrário, ficariam de fora as informações sobre os planos e projetos já em fase executória, contudo não finalizados ou aperfeiçoados – o que seria inadmissível –, principalmente diante de negócios complexos e lentos caracterizados por distintas fases, em que uma das etapas pode ter precisão suficiente para consubstanciar a sua posse um privilégio, ou mesmo nas hipóteses de práticas negociais desprovidas de contatos preliminares<sup>610</sup>.

Nesse sentido, para a persecução penal, melhor adotar o entendimento de que, “se a probabilidade de a operação ser concluída é forte e trará impactos significativos sobre os negócios da companhia, afetando as cotações de seus valores mobiliários, pode-se entender que já existe uma informação relevante”<sup>611</sup>.

Desponta, além disso, questão em torno dos pareceres formulados por sujeitos particularmente qualificados, os quais apesar de ainda englobados no quadro do juízo de valoração, são suscetíveis de influenciar na cotação dos ativos<sup>612</sup>. Sob outra perspectiva, caso as análises e valorações elaboradas norteiam-se em dados concretos relevantes e não acessíveis ao público, consultados ou recebidos de um *insider primário*, por hipótese, se enquadram no objeto material deste delito, posto não prevalecer o esforço intelectual, mas a informação privilegiada subjacente<sup>613</sup>

Todavia, apesar do tipo penal não exigir, expressamente, que a informação seja precisa, importante que, para ser considerada privilegiada, no âmbito do direito penal, tenha um grau de concretização (*material information*) que permita concluir sobre o eventual impacto no preço das ações da empresa, quando esta for publicada, utilizando-a como base para negociar com as ações de determinada companhia<sup>614</sup>.

### 3.2.3. Construção típica

#### 3.2.3.1. Delito de perigo abstrato

De acordo com a redação do tipo penal, verifica-se que a conduta exigida para a prática do delito é a utilização da informação relevante, ausente qualquer exigência

---

<sup>610</sup> COSTA; RAMOS, 2006, p. 48.

<sup>611</sup> EIZIRIK; GAAL; PARENTE; HENRIQUES, 2008, p. 109.

<sup>612</sup> COSTA; RAMOS, 2006, p. 48.

<sup>613</sup> COSTA; RAMOS, 2006, p. 47.

<sup>614</sup> CORSETTI, 2013, p. 121.

de obtenção de vantagem indevida. A exigência, todavia, diz respeito apenas a sua potencialidade, isto é, a capacidade de gerar vantagem indevida, em decorrência da negociação, sem que seja necessária a real aquisição de algum lucro, ou evitação de prejuízo<sup>615</sup>.

A partir da leitura do preceito primário da norma penal incriminadora – artigo 27-D da Lei n.º 6.385/1976 – nota-se que o núcleo do tipo é, utilizar a informação privilegiada “que seja capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiros, de valores mobiliários”<sup>616</sup>.

Importante verificar, em conformidade com o princípio da ofensividade, se trata-se de um crime de dano ou de um crime de perigo<sup>617</sup>.

Como leciona Nelson Hungria, o crime é, antes de tudo, um fato:

[...] entendendo-se por tal não só a expressão da vontade mediante ação (voluntário movimento corpóreo) ou omissão (voluntária abstenção de movimento corpóreo, como também o resultado (*effectus sceleris*), isto é, a consequência da lesão ou periclitación de um bem ou interesse jurídico penalmente tutelado. Não há crime sem uma vontade objetivada, sem a voluntária conduta de um homem produtiva ou não impeditiva de uma alteração do mundo externo [...]<sup>618</sup>.

Igualmente, não existe crime sem resultado. A toda ação ou omissão penalmente relevante corresponde um *eventus damni* ou um *eventus periculi*. Todo crime produz um dano ou um perigo de dano, isto é, cria uma alteração no mundo externo que afeta à existência ou à segurança do bem ou interesse que a lei protege com a *última ratio* da sanção penal<sup>619</sup>.

Para tanto, é necessário a distinção entre crime de dano e crime de perigo. Crime de dano é aquele para cuja consumação é necessária a superveniência de um resultado material que consiste na lesão efetiva do bem jurídico. A ausência desta pode caracterizar a tentativa ou um indiferente penal, como ocorre com os crimes materiais. Crime de perigo é aquele que se consuma com a superveniência de um resultado material que consiste na simples criação do perigo real para o bem jurídico protegido, sem produzir um dano efetivo. Nesses crimes, o elemento subjetivo é o

---

<sup>615</sup> CORSETTI, 2013, p. 121.

<sup>616</sup> BRASIL. Lei n.º 6.385, artigo 27-D (Redação dada pela Lei nº 13.506, de 2017).

<sup>617</sup> CORSETTI, 2013, p. 112.

<sup>618</sup> HUNGRIA; FRAGOSO, 1978, p. 10 – 11.

<sup>619</sup> HUNGRIA; FRAGOSO, 1978, p. 13.

dolo de perigo, cuja vontade limita-se à criação da situação de perigo, não querendo o dano nem mesmo eventualmente<sup>620</sup>.

Nesse ponto, vale destacar que o crime de perigo pode ser concreto ou abstrato. Concreto é aquele que precisa ser comprovado, isto é, deve ser demonstrada a situação efetiva de risco ocorrida no caso concreto ao bem juridicamente protegido; abstrato<sup>621</sup> pode ser entendido como aquele que é presumido *juris et de jure*. Nesses termos, o perigo não precisaria ser provado, pois seria suficiente a simples prática da ação que se pressupõe perigosa<sup>622</sup>.

Revela dizer que não existe crime sem que ocorra um perigo de dano, e sendo o perigo um “trecho da realidade”, não pode deixar de ser considerado como resultado, pouco importando que, em tal caso, o resultado coincida ou se confunda, com a ação ou omissão. “Exposto ao perigo, o bem ou interesse jurídico não é substancialmente lesado, mas sofre uma turbacão no seu estado de segurana: é colocado, embora transitoriamente, numa situaçao de precariedade, de incerteza, de instabilidade”<sup>623</sup>.

O tipo penal do uso indevido de informaçaao privilegiada limita-se a exigir que a conduta seja capaz de produzir determinado resultado, ou seja, que se demonstre no plano concreto que a açao humana tinha potencialidade lesiva para atingir o bem jurıdico tutelado. Portanto, parece indiscutıvel que o crime de uso indevido de informaçaao privilegiada é de perigo abstrato, exigindo-se apenas a prova da capacidade de lesao (potencialidade lesiva) da informaçaao utilizada, ou, em outras palavras, a idoneidade da conduta diante do bem jurıdico protegido<sup>624</sup>.

Conforme o verbo nuclear, percebe-se um delito comissivo, que se consuma pela simples utilizaçaao da informaçaao privilegiada, negociando com valores mobiliarios, mesmo que o agente não obtenha o resultado desejado, ou seja, o lucro ou a evitaçaao do prejuızo – no caso de compra de açoes e, de venda, reciprocamente<sup>625</sup>.

---

<sup>620</sup> BITENCOURT, 2019, p. 260.

<sup>621</sup> Segundo Bitencourt, esse entendimento contraria o principio de ofensividade. Se o legislador penal pretende admitir a existencia de crimes de perigo abstrato, é necessario ajustar, com a maior precisao possıvel, o âmbito da conduta punıvel, sem deixar de lado os principios limitadores do exercicio do poder punitivo estatal, com o fim de evitar uma expansao desmedida do direito penal. Significa, em outros termos, que nos delitos de perigo abstrato é necessario demonstrar, pelo menos, a idoneidade da conduta realizada pelo agente para produzir um potencial resultado de dano ao bem jurıdico, visto desde uma perspectiva genérica. BITENCOURT, 2019, p. 261.

<sup>622</sup> BITENCOURT, 2019, p. 260.

<sup>623</sup> HUNGRIA; FRAGOSO, 1978, p. 14 – 15.

<sup>624</sup> BITENCOURT; BREDAS, 2014, p. 395.

<sup>625</sup> CORSETTI, 2013, p. 121.

O crime formal não precisa verificar-se para ocorrer a consumação. Basta a ação do agente e a vontade de concretizá-lo<sup>626</sup>. De acordo com Nelson Hungria, nos crimes formais, “basta o *eventus periculi* (relevante possibilidade de dano, dano potencial): a consumação antecede ou alheia-se ao *eventus damni* (e por isso também se fala, aqui, em crimes de *consumação antecipada*)”<sup>627</sup>.

Dessa maneira, o crime de *insider trading* exige apenas uma potencialidade de obtenção de vantagem por parte do agente que utiliza informação privilegiada, sem necessidade de benefício patrimonial, tratando-se, pois, de crime formal. Sua estrutura típica permite que o crime se caracterize mesmo com prejuízo na negociação para o agente, isto é, ainda que o agente não obtenha a vantagem indevida, ou que tenha prejuízo com a operação efetuada, incidirá na prática do crime de *insider trading* ao utilizar informação privilegiada da qual deveria guardar sigilo em negociações com valores mobiliários<sup>628</sup>. Não se vislumbra, nesse caso, a possibilidade da tentativa<sup>629</sup>.

Coaduna com o acima exposto Prado, ao sustentar que o crime de *insider trading* é delito de mera atividade e “que se consuma com a utilização de informação privilegiada em negociações de valores mobiliários”<sup>630</sup>.

Nota-se que nos crimes de perigo, também é suficiente à consumação a simples possibilidade de dano; mas enquanto nos crimes formais é indispensável o “*dolo de dano*, os crimes de perigo têm um elemento subjetivo próprio, isto é, o *dolo de perigo* (o agente prevê necessariamente o dano, mas não o quer, nem mesmo eventualmente, limitando-se sua vontade ao advento da situação de perigo)”<sup>631</sup>.

Na doutrina especializada, no entanto, é possível encontrar autores que defendam ser o crime de *insider trading* material. O crime material descreve a conduta cujo resultado integra o próprio tipo penal; o resultado material que integra a descrição típica pode ser tanto de dano como de perigo concreto ao bem jurídico protegido<sup>632</sup>. Nos crimes materiais, é necessária à consumação a superveniência de efetiva lesão

---

<sup>626</sup> BITENCOURT, Cezar Roberto. Tratado de direito penal: parte geral (arts. 1º a 120) Volume 1. 25. ed. São Paulo: Saraiva, 2019, p. 260.

<sup>627</sup> HUNGRIA, Nelson; FRAGOSO, Heleno Cláudio. Comentários ao Código Penal: arts. 11 ao 27. 5. ed. vol. 1. Tomo 2. Rio de Janeiro: Forense, 1978, p. 43.

<sup>628</sup> BITENCOURT, Cezar Roberto; BREDI, Juliano. Crimes contra o sistema financeiro nacional e contra o mercado de capitais. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2014, p. 385.

<sup>629</sup> Diz-se o crime: II - tentado, quando, iniciada a execução, não se consuma por circunstâncias alheias à vontade do agente. BRASIL. Decreto-lei n.º 2.848, artigo 14.

<sup>630</sup> PRADO, 2019, p. 308.

<sup>631</sup> HUNGRIA; FRAGOSO, 1978, p. 43.

<sup>632</sup> BITENCOURT, 2019, p. 260.

do bem jurídico tutelado. Se falha a lesão condicionante do *summatum opus*, apresenta-se a tentativa ou um fato penalmente indiferente<sup>633</sup>.

Castellar, se posiciona no sentido de que “o resultado depende da vantagem que o agente venha a perceber com a negociação da informação relevante no mercado”<sup>634</sup>. No mesmo sentido, Eizirik, Gaal, Parente e Henriques, defendem que a norma penal, “é expressa no sentido de exigir que a informação seja capaz de propiciar vantagem indevida mediante negociação com valores mobiliários; não há como se caracterizar a vantagem indevida sem a realização do resultado”<sup>635</sup>.

O que deve ser cuidadosamente observado é o alcance que pode ser dado ao verbo nuclear “utilizar”. Corsetti afirma não ser qualquer utilização da informação relevante que pode ser capaz de preencher o conteúdo desvalioso da ação exigida pelo tipo penal; deve ser colocado no âmbito negocial das bolsas de valores. A única utilização da informação relevante que pode ter a potencialidade de gerar vantagem indevida está relacionada à negociação. “Sem negociação não é possível a configuração da idoneidade capaz de gerar algum dano ou colocação em perigo do bem jurídico tutelado”<sup>636</sup>.

### 3.2.3.2. Sujeitos do delito

Quanto ao sujeito ativo, antes das alterações feitas pela Lei n.º 13.506, de 2017<sup>637</sup> na lei do mercado de capitais, discutia-se na doutrina se o delito de *insider trading* se tratava de crime comum ou de crime próprio. Para compreender a discussão, vale conceituar que crime comum é o que pode ser praticado por qualquer pessoa; crime próprio, por sua vez, é aquele que exige determinada qualidade ou condição pessoal do agente<sup>638</sup>.

Destaca-se que a redação original do tipo penal (incluída pela Lei n.º 10.303/2001), previa claramente que o crime de *insider trading* só poderia ser

---

<sup>633</sup> HUNGRIA; FRAGOSO, 1978, p. 43

<sup>634</sup> CASTELLAR, 2008, p. 119.

<sup>635</sup> EIZIRIK; GAAL; PARENTE; HENRIQUES, 2008, p. 565.

<sup>636</sup> CORSETTI, 2013, p. p. 122 - 123.

<sup>637</sup> BRASIL. Lei n.º 13.506.

<sup>638</sup> BITENCOURT, 2019, p. 260.



praticado por aquele que “deva manter sigilo” acerca da informação relevante de que tenha conhecimento<sup>639</sup>.

Em tempo, Proença, inclusive, teceu críticas ao legislador brasileiro por restringir a autoria do delito aos administradores, acionistas controladores e membros de conselhos fiscais de companhias, além de profissionais obrigados ao sigilo, como advogados, contadores. Não obstante a legislação societária haja evoluído, incluindo o § 4.º ao artigo 155 da Lei das Sociedades Anônimas, as normas de caráter penal mostram-se tímidas e lacunosas, omitindo-se, quanto à penalização do *tippe*, figura atualmente reconhecida e reprimida pelo direito norte-americano<sup>640</sup>.

Sob a vigência do texto original do tipo penal em análise, Corsetti afirmou ser o delito de *insider trading* crime comum, uma vez que pode ser praticado por qualquer pessoa, desde que saiba estar na posse de informação privilegiada. Contudo, o elemento normativo “deva manter sigilo” em uma leitura rápida, pode levar a crer se tratar de crime próprio, dado que o artigo 155 da Lei das Sociedades Anônimas elenca as pessoas que possuem tal dever e, logo, somente elas poderiam praticá-lo<sup>641</sup>.

Na verdade, seria interessante que o delito fosse expressamente próprio, ou seja, que o sujeito ativo revelasse informação relevante de que tivesse conhecimento em razão de função, todavia, o artigo não o fez, somente se podendo extrair tal conclusão do fato de estar o sujeito obrigado a manter o sigilo<sup>642</sup>.

Para ilustrar, Corsetti traz como exemplo o caso de um advogado que participa da negociação da fusão entre duas empresas. O advogado, nessa função que ocupa, está *insider*, recaindo sobre ele o dever de manter sigilo, não podendo negociar com as ações das empresas sob pena de incidir na prática do delito. Nessa linha, portanto, o crime de *insider trading* é crime comum, podendo ser praticado por qualquer pessoa que tenha acesso às informações relevantes da empresa, desde que saiba tratar-se de informação privilegiada e dela faça uso em proveito próprio ou de terceiros<sup>643</sup>.

Justificava-se, contudo, e com razão, que essa conclusão observou a norma material prevista no § 4.º do artigo 155 da Lei n.º 6.404/1976, que passou a indicar

---

<sup>639</sup>: 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. BRASIL. Lei n.º 6.385, texto revogado do artigo 27-D.

<sup>640</sup> PROENÇA, 2005, p. 320.

<sup>641</sup> CORSETTI, 2013, p. 123.

<sup>642</sup> PAULA, 2017, p. 37.

<sup>643</sup> CORSETTI, 2013, p. 124.

que devem guardar sigilo da informação relevante ainda não divulgada não somente os administradores, mas também “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”; isto é: qualquer pessoa pode ser autora do crime<sup>644</sup>.

De outra banda, Paula não concorda com tal posicionamento, vez que o particular que licitamente toma conhecimento de informação privilegiada pode valer-se dela e obter vantagem. Porém, nada impede que o particular atue conluiado com o operador habilitado e por essa razão<sup>645</sup> gere consequência no âmbito da autoria/participação. Ressalva-se também o disposto no art. 30 do código penal<sup>646</sup>.

No mesmo sentido, Bitencourt e Breda defende que o delito é crime próprio, porque o agente só poderia figurar como sujeito ativo desse delito se possuir o dever de manter sigilo sobre a informação relevante. Ora, quem não tem o dever de guardar sigilo sobre a informação não pode ser autor do delito previsto no artigo 27-D, da Lei n.º 6.385/1976. No entanto, pode responder em concurso com o sujeito que tiver o dever<sup>647</sup>.

Outro ponto que chama atenção é que a lei brasileira punia somente os chamados *insiders* primários, deixando de punir criminalmente os *insiders* secundários. A norma penal somente poderia ser aplicada aos *insiders* primários, que são obrigados a guardar sigilo<sup>648</sup>; aos *insiders* secundários, a utilização indevida de informação privilegiada poderia, tão somente, configurar ilícito administrativo, nos moldes do artigo 155, § 4.º, da lei das sociedades anônimas, que abrange condutas praticadas por qualquer pessoa, se ficar demonstrado que tiveram acesso e utilizaram informação que sabiam privilegiada<sup>649</sup>.

Contudo, do ponto de vista jurídico, há de se observar que, com o novo texto do artigo 27-D da Lei de Mercado de Capitais (inserido pela Lei n.º 13.506/2017)<sup>650</sup>, podem cometer o crime, não só aqueles aos quais a lei imponha o sigilo acerca da informação usada para a negociação, mas todos aqueles que tenham acesso à informação relevante. Nesse sentido, andou bem o legislador ao estender a autoria

---

<sup>644</sup> BRASIL. Lei n.º 6.404, artigo 155, § 4.º.

<sup>645</sup> PAULA, 2017, p. 37

<sup>646</sup> PRADO, 2019, p. 307.

<sup>647</sup> BITENCOURT; BREDA, 2014, p. 384.

<sup>648</sup> EIZIRIK; GAAL; PARENTE; HENRIQUES, 2008, p. 563.

<sup>649</sup> MORELLI, Denis *in* CODORNIZ; PATETLLA, 2015, p. 638.

<sup>650</sup> BRASIL. Lei n.º 13.506., artigo 35.

para todos que “utilizar informação relevante de que tenha conhecimento, ainda não divulgada ao mercado”<sup>651</sup>, independentemente do dever de manter sigilo.

Nos dias que correm, o sujeito ativo pode se apresentar como *insider* direto ou primário (por natureza, de direito, interno) e *insider* secundário ou indireto (de fato, de ocasião, externo, *outsider*). Em primeiro lugar, estão os que por sua relação com a sociedade, exercício profissional ou função obtêm informação privilegiada; em segundo, os que obtêm a citada informação de um *insider* primário – de segunda mão, acionista, *tippee*<sup>652</sup>. Logo, podem ser considerados como sujeito ativo do delito, tanto o *insider* direto como o indireto – autor ou partícipe.

Portanto, em que pese as discussões apresentadas, o crime de *insider trading*, atualmente, é crime comum, podendo ser praticado por qualquer pessoa que obtenha acesso às informações relevantes da empresa, desde que saiba tratar-se de informação privilegiada e dela faça uso em proveito próprio ou de terceiros.

Quanto ao sujeito passivo do tipo, pode-se dizer que são a coletividade, o Estado, o investidor ou investidores lesados pela negociação e a própria pessoa jurídica<sup>653</sup>. Isto é, o crime de *insider trading* lesa todos os que estão ou podem vir a estar no mercado de valores mobiliários. Daí que a natureza supraindividual do bem jurídico protegido pelo crime de abuso de informação signifique a impossibilidade de se determinar a concreta vítima<sup>654</sup>.

Conforme pode-se notar, em vista do predomínio do interesse supraindividual o sujeito passivo deste crime é, sem dúvidas, coletivo, representado pela sociedade ou mais precisamente pelo Estado, tendo em vista que este seria o principal interessado pelo regular funcionamento do mercado de valores mobiliários e que, “secundariamente, se incluiriam os que eventualmente tenham sofrido danos patrimoniais com a atuação do *insider*”<sup>655</sup>.

### 3.2.3.3. Norma penal em branco

---

<sup>651</sup> BRASIL. Lei n.º 6.385, artigo 27-D.

<sup>652</sup> PRADO, 2019, p. 307.

<sup>653</sup> PRADO, 2019, p. 306.

<sup>654</sup> COSTA; RAMOS, 2006, p. 60.

<sup>655</sup> CASTELLAR, 2008, p. 122.

A maioria das normas penais incriminadoras – aquelas que descrevem condutas típicas – compõe-se de normas completas, integrais, com preceitos e sanções e podem ser aplicadas sem a complementação de outras. Existe, todavia, algumas normas incompletas, com preceitos genéricos ou indeterminados, que precisam da complementação de outras normas, conhecidas como normas penais em branco. “Na linguagem figurada de *Binding*, a lei penal em branco é um corpo errante em busca de sua alma”<sup>656</sup>.

Essa concepção, idealizada por *Binding*, foi posteriormente ampliada por *Mezger*, que acrescentou outros pressupostos, criando três categorias distintas em decorrência da fonte emanadora do complemento normativo: se originária da mesma lei; se originária de outra lei de mesma hierarquia legislativa; ou se originária de outra lei de hierarquia diversa<sup>657</sup>.

Nos três casos o necessário complemento sempre será parte integrante do tipo, sendo que este, após ser complementado, cumpre exatamente com as mesmas funções como nos casos normais. Tem-se, dessa forma, complementando a norma penal, as elementares normativas cuja compreensão não é algo natural para o intérprete da lei, havendo a necessidade de uma conceituação valorativa<sup>658</sup>.

No entanto, a fonte legislativa (Poder Legislativo, Poder Executivo etc.) que complementa a norma penal em branco deve respeitar os limites que esta impõe, para não violar uma possível proibição de delegação de competência na lei penal material, definidora do tipo penal, em razão do princípio constitucional de legalidade, do mandato de reserva legal e do princípio da tipicidade estrita. Em outros termos, é indispensável que essa integração ocorra nos parâmetros estabelecidos pelo preceito da norma penal em branco<sup>659</sup>.

Tal opção legislativa é justificada por uma razão técnica:

[...] a necessidade de evitar o rápido deterioramento, a petrificação da lei penal em matérias que são submetidas, pela evolução social e econômica, a rápidas e bruscas mudanças. Assim, esse recurso tem sido muito usado no âmbito do direito penal econômico, em que a matéria objeto de regulação, por sua própria natureza, é significativamente mais variável que o núcleo tradicional do direito penal.<sup>660</sup>

---

<sup>656</sup> BITENCOURT, 2019, p. 186.

<sup>657</sup> CORSETTI, 2013, p. 124 – 125.

<sup>658</sup> CORSETTI, 2013, p. p. 125.

<sup>659</sup> BITENCOURT, 2019, p. 187.

<sup>660</sup> CORSETTI, 2013, p. p. 125.

*Schmidt* chama atenção para o fato de que parte da doutrina costuma referir que tais normas seriam inconstitucionais, principalmente por dois motivos: o primeiro, em razão da vulnerabilidade à segurança jurídica que deveria ser garantida pelo princípio da legalidade; o segundo, pelo rompimento do princípio da separação dos poderes, em razão de as instâncias executivas estarem autorizadas a delimitar o injusto penal<sup>661</sup>.

Porém, a validade da norma complementar decorre da autorização concedida pela norma penal em branco, como se fora uma espécie de mandato, devendo-se observar os seus estritos termos, cuja desobediência ofende o princípio constitucional da legalidade. “Por esse motivo também é proibido no âmbito das leis penais em branco o recurso à analogia, do mesmo jeito que a interpretação analógica”<sup>662</sup>.

Feita essa introdução, pode se verificar que o artigo 27-D da Lei n.º 6.385/1976 traduz-se em norma penal em branco, dependendo a sua aplicação de preceitos da Lei das Sociedades Anônimas e de instruções da Comissão de Valores Mobiliários<sup>663</sup>. Da leitura do dispositivo, é possível identificar ao menos duas elementares especiais de antijuridicidade: a definição de informação relevante e a definição de valores mobiliários.

No que toca à definição de informação relevante, ela é dada pela Comissão de Valores Mobiliários, por meio do artigo 2.º, da instrução normativa n.º 358 de 2002<sup>664</sup>. Em tal caso, estamos diante de elementar normativa, tendo em vista que a complementação típica é dada por ato administrativo, à vista disso, a norma emanada por autoridade competente de inferior hierarquia<sup>665</sup>.

Quanto à definição de valores mobiliários, o dispositivo é complementado pelo artigo 2.º da Lei n.º 6.385/1976<sup>666</sup>. Nesse caso, a complementação típica emana por

---

<sup>661</sup> CORSETTI, 2013, p. 125.

<sup>662</sup> BITENCOURT, 2019, p. 187.

<sup>663</sup> PROENÇA. José Martins *in* SOUZA JÚNIOR, 2013, p. 54.

<sup>664</sup> Considera-se relevante, para os efeitos desta Instrução, qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembléia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável: I - na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados; II - na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários; III - na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados [...] BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução CVM n.º 358, artigo 2.º.

<sup>665</sup> CORSETTI, 2013, p. 126.

<sup>666</sup> São valores mobiliários: I - as ações, debêntures e bônus de subscrição; II - os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no

lei diversa proveniente de mesma autoridade competente. “Não há dúvida, portanto, de que estamos diante de um tipo penal de natureza de norma penal em branco”<sup>667</sup>.

#### 3.2.4. *Insider trading*: autêntico *white collar crime*?

A origem da expressão crime do colarinho branco ou *white collar crime* é atribuída ao sociólogo norte-americano *Edwin H. Sutherland*, no discurso proferido no 34.º Congresso da Sociedade Americana de Sociologia, em 1939<sup>668</sup>.

Até então, o crime era visto como algo que acontecia entre imigrantes e pessoas pobres. A assertiva de que muitos dos grandes empresários da época poderiam ser considerados criminosos, soava como algo não americano, mesmo em meio à grande depressão da década de 1930. Propostas que tratassem os poderosos executivos como criminosos comuns, dificilmente receberiam aplausos da camada mais alta da sociedade norte-americana, cuja influência sobre a mídia e de outras recompensas financeiras criariam enormes barreiras a essas novas ideias.<sup>669</sup>

A ideia por trás do *white collar crime* era basicamente de que a delinquência não deveria estar associada aos menos favorecidos economicamente e que crimes menos óbvios e aparentemente menos recriminados pelo senso comum, praticadas por pessoas de elevado *status* social, que usam do seu poder econômico e social para cometê-los, podem ser mais lesivos do que os tradicionais delitos comumente recriminados pela sociedade<sup>670</sup>.

---

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. BRASIL. Lei n.º 6.385, artigo 2.º (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001).

<sup>667</sup> CORSETTI, 2013, p. 126.

<sup>668</sup> GONÇALVES, Diego Vilhena in VIEIRA, Arioaldo M.. (Coord.) Temas relevantes no direito penal econômico e processual penal. São Paulo: Federalm 2007, p 45.

<sup>669</sup> BECK, Francis Rafael. A criminalidade de colarinho branco e a necessária Investigação contemporânea a partir do Brasil: uma (re)leitura do discurso da impunidade quanto aos delitos de “andar de cima”. Orientador: André Luís Callegari. 2013. 412 p. Tese (Doutorado, na área de concentração hermenêutica, constituição e concretização de direitos). Universidade do Vale do Rio dos Sinos, São Leopoldo, 2013, p. 135.

<sup>670</sup> GONÇALVES, Diego Vilhena in VIEIRA, 2015, p. 46.

A revelação de *Sutherland*, portanto, além de apresentar a delinquência como algo não privativo de uma classe social (apontando a existência de uma delinquência nas classes superiores e dirigentes da sociedade), teve também o mérito de erguer tal criminalidade ao status de “objeto de investigação, iniciando um novo caminho a ser explorado pela perspectiva criminológica”<sup>671</sup>.

No Brasil, o termo começou a ser propagado a partir da Lei n.º 7.492/1986 (crimes contra o sistema financeiro nacional), chamada de lei dos “crimes de colarinho branco”. Todavia, as discussões não guardavam relação com o crime a partir do poder, mas sim comentários dogmáticos acerca da lei. Um estudo inicial (basicamente amparado na literatura estrangeira) começou a tomar algum corpo a partir da década de 1990<sup>672</sup>.

A criminalidade de colarinho branco manifesta-se com maior frequência na forma de deturpação de demonstrativos financeiros de corporações, manipulação na bolsa de valores, corrupção privada, corrupção direta ou indireta de servidores públicos a fim de obter contratos e leis favoráveis, vendas e publicidades enganosas, apropriação indébita e uso indevido de ativos, adulteração de pesos e medidas e falsificação de mercadorias, fraudes fiscais, uso impróprio de valores em recuperações judiciais e falências. Essas são violações às quais *Al Capone* denominou de “trapaças legítimas”. Essas e muitas outras existem em abundância no mundo dos negócios<sup>673</sup>.

Esses variados tipos de crimes de colarinho branco nos negócios consistem principalmente na quebra de confiança outorgada ou implícita, e vários deles podem ser reduzidos a duas categorias: adulteração de patrimônio e duplicidade na manipulação de poder. A primeira é aproximadamente o mesmo que fraude ou estelionato; a segunda é similar à traição. A última é exemplificada pelo diretor de uma companhia que, agindo com informações privilegiadas, adquire uma propriedade que a sua empresa necessitará e obtém um lucro fantástico ao vendê-la. A causa disso é que o infrator detém duas posições antagônicas, uma delas é uma posição de

---

<sup>671</sup> BECK, Francis Rafael, 2013, p. 134.

<sup>672</sup> BECK, Francis Rafael, 2013, p. 124.

<sup>673</sup> UThERLANDS, Edwin H.. A criminalidade de colarinho branco. Revista eletrônica de direito penal e política criminal UFRGS. Tradução de Lucas Minorelli. Rio Grande do Sul, v. 2, n. 2, 2014, p. 95.

confiança, a qual é violada, geralmente por uso indevido de ativos, em prol dos interesses da outra posição.<sup>674</sup>

Aqui, percebe-se a íntima relação do *white collar crime* com os casos de *insider trading*. Os indivíduos que agem de acordo com (ou divulgam a outros) informações que ainda não são públicas e provavelmente afetarão o preço das ações, uma vez que sejam conhecidas, têm uma vantagem injusta de lucro. Não importa como as informações não públicas relevantes foram recebidas ou se a pessoa é empregada pela empresa, há uma notória quebra de confiança.

Ademais, vale lembrar, que o *insider trading* ocupa posição de destaque na sociedade, com salários bem acima da média nacional. O *White collar crime* de *Sutherland*, da mesma maneira como o *insider trading*, representa uma elite que viola a lei no exercício da sua atividade profissional. O conceito guarda relação com o dinheiro, com a educação e com o status, mas de forma relativa, na medida em que o fator essencial é o poder. Além disso, os delitos de colarinho branco abalam a confiança e, conseqüentemente, geram desconfiança, o que produz desorganização social em grande escala<sup>675</sup>.

A perda financeira decorrente do crime de colarinho branco, vultosa como é, é menos importante do que os danos para as relações sociais. Os crimes de colarinho branco, da mesma maneira que o *insider trading*, quebram a relação de confiança e, por isso, gera desconfiança, o que reduz a moral social e produz desorganização social em larga escala. Já outros crimes produzem pouco efeito nas instituições sociais ou na organização social<sup>676</sup>.

Em contraste com o poder dos criminosos de colarinho branco está a vulnerabilidade de suas vítimas. Consumidores, investidores e acionistas são desorganizados, carecem de conhecimento técnico e são incapazes de se proteger. Neste aspecto, equivale a tomar o doce de uma criança. Muitos dos crimes da classe baixa, no entanto, são praticados contra pessoas ricas e poderosas na forma de furto e roubo. Devido a esta diferença de poder em comparação com as vítimas, os criminosos de colarinho branco gozam de relativa imunidade<sup>677</sup>.

---

<sup>674</sup> UThERLANDS, Edwin H., 2014, p. 96.

<sup>675</sup> BECK, Francis Rafael, 2013, p. 140.

<sup>676</sup> UThERLANDS, Edwin H., 2014, p. 97.

<sup>677</sup> UThERLANDS, Edwin H., 2014, p. 101



### 3.3. O bem jurídico tutelado pela incriminação do *insider trading*

O tipo de uso de informação privilegiada é de inúmeras indagações na doutrina, em especial em relação ao bem jurídico tutelado. Fala-se da tutela patrimonial dos investidores; da tutela da igualdade entre os investidores; da tutela da confiança dos investidores; da tutela dos interesses da sociedade emissora dos valores mobiliários; da tutela do correto funcionamento do mercado de valores mobiliários, apenas para citar algumas das mais frequentes alusões mundo afora<sup>678</sup>.

Apesar disso, o *insider trading* possui uma grande amplitude para ter contornos marcadamente econômicos, muitos difusos, a propósito, que vão além da bolsa de valores, embora seja verdade que é especialmente nela que o problema alcança um alívio especial<sup>679</sup>.

O que não se pode perder de vista, é que o crime de *insider trading*, insere-se no contexto dos crimes econômicos e, no âmbito econômico, existem bens jurídicos de natureza coletiva, os quais refletem interesses de todos e devem ser tutelados pelo direito penal. Porém, em que pesem as resistências por parte considerável da comunidade jurídica, a expansão só direito penal voltado à proteção de direitos supraindividuais é uma tendência aparentemente não temporária<sup>680</sup>.

Entretanto, pode-se compreender que a proibição da conduta visa tutelar o correto funcionamento do mercado de valores mobiliários para garantir a igualdade de oportunidades entre os investidores<sup>681</sup>. São destacados como elementos fundamentais da proteção jurídica: “regularidade, transparência (princípio da transparência informativa societária), confiança no funcionamento do mercado de capitais, e igualdade de todos os operadores econômicos”<sup>682</sup>.

Também, vê-se que o que é tutelado é a confiança dos investidores no regular funcionamento do mercado. Dessa forma, a proibição do uso indevido de informação privilegiada estaria dirigida a fortalecer a confiança dos investidores no tratamento

---

<sup>678</sup> SILVEIRA, Renato de Mello Jorge in ARAÚJO; SOUZA, 2019, p. 282.

<sup>679</sup> Redação original: *El insider trading presenta una gran amplitud al disponer de contornos marcadamente económicos, muy difusos por cierto, que van más allá incluso de yo estrictamente bursátil, si bien es cierto que especialmente es en él donde la problemática alcanza especial releve.* INIESTA, 1995, p. 7.

<sup>680</sup> MIKALOVSKI, 2014, p. 53.

<sup>681</sup> CORSETTI, 2013, p. 102.

<sup>682</sup> PRADO, 2019, p. 306.

igualitário de todos os operadores do mercado em seu acesso às informações relevantes e fortalecendo também o seu correto funcionamento<sup>683</sup>.

Em vista disso, buscar-se-ia a confiança dos investidores, a manutenção de uma estrutura honesta, transparente que permita o acesso equitativo às diferentes operações realizadas na bolsa de valores. Prado, a propósito ensina que:

[...] o correto funcionamento do mercado, na formação dos preços, deve ser consequência da normal evolução das contratações. Constitui-se em garantia básica dos direitos dos investidores, que devem concorrer em condições de igualdade de risco, e cuja confiança na transparência do mercado é indispensável à sua manutenção e ao próprio sistema econômico-financeiro<sup>684</sup>.

Passaram-se anos até que a doutrina estrangeira pudesse chegar a um denominador comum sobre o tema. Em verdade, devem-se destacar os distintos setores de percepção. Na doutrina estadunidense, menciona-se diversas justificativas, como o dever de lealdade ou fidelidade à empresa e ao mercado (*fiduciary duty theory*), à teoria de apropriação indevida (*missappropriation theory*) e à teoria da igualdade de oportunidades (*equal assess theory*)<sup>685</sup>.

De outro modo, haveria de ser a verificação da *civil law*<sup>686</sup>. *Stratenwerth*, ainda na década de 1980, sustentava que o critério de igualdade não apontaria corretamente o âmbito de proteção, principalmente porque a desigualdade real entre os investidores é algo pressuposto no próprio mercado. Em vista disso, aqui, tem-se uma verdadeira

---

<sup>683</sup> CORSETTI, 2013, p. 103.

<sup>684</sup> PRADO, 2019, p. 306 – 307.

<sup>685</sup> SILVEIRA, Renato de Mello Jorge *in* ARAÚJO; SOUZA, 2019, p. 284.

<sup>686</sup> Nesse sentido, o sistemas jurídico do civil law sofreu influência direta e adotou diversos institutos de uma categoria de direito que remonta à Roma antepassada e, com isso, a sua tradição de raciocinar direito. O direito romano, preocupado em especial com a regulação das relações privadas entre os cidadãos, foi o precursor na elaboração das regras de direito civil, estabelecendo normas de conduta a serem seguidas. O ordenamento romano-germânico é reconhecido principalmente pela forma como privilegia como fonte primária do direito, a lei, em prejuízo da jurisprudência e dos costumes que figuram como fontes secundárias. DAVID, René. Os grandes sistemas do direito contemporâneo. Tradução: Hermínio A. Carvalho. São Paulo/SP, Martins Fontes, 1998, p. 69.

troca de conceitos da *common law*<sup>687</sup> e da *civil law*, coisa nem sempre tão simples de entender ou de gerir<sup>688</sup>.

Existem muitas divagações sobre o direito penal econômico, mas, pode-se dizer que nele são presentes tantos os bens jurídicos imediatos (aquele que se incorpora ao tipo de injusto da inflação delitiva de que se trate, no sentido de que sua lesão ou colocação em perigo se mostre como um elemento implícito indispensável à parte objetiva de determinado tipo penal), como bens jurídicos mediatos (que, apesar de não aparecerem incorporados ao tipo de injusto, poderá possuir incidência no cumprimento de outras funções do próprio bem jurídico, como a política criminal ou a de medição ou determinação da própria pena imposta). No particular caso da avaliação penal burtsátil, isso se mostra absolutamente necessário para a própria avaliação do tipo avaliado, uma vez que suas propriedades são, no mínimo, complexas<sup>689</sup>.

Estudos específicos sobre o tema, inicialmente separando o bem jurídico mediato, que seria sempre nos casos de crimes financeiros a ordem econômica e, após encontrar na doutrina cinco modalidades de bem jurídico imediato:

[...] sendo dois de interesse privado – interesse da sociedade emissora dos valores mobiliários e o patrimônio do investidor – e três de interesse público, correto funcionamento do mercado, igualdade de oportunidades e confiança no mercado de capitais. Acaba concluindo que somente esses dois últimos é que realmente importam à seara penal, tanto que a tutela penal no crime de *insider trading* não busca proteger direitos individuais negociados no mercado de valores, e sim interesses coletivos<sup>690</sup>.

No entanto, há um valor anterior, de maior concretude e densidade, que a norma ao tipificar o crime de *insider trading* pretende tutelar: a informação.

---

<sup>687</sup> Destaque-se que, o direito dos Estado Unidos pertence à família da *common law*, fruto da elaboração dos Tribunais Reais Ingleses, cujas decisões alicerçaram a formação e o desenvolvimento do direito anglo-saxônico. O direito, para um jurista americano, é concebido sob a forma de um direito jurisprudencial, sendo que as leis são consideradas com uma certa dificuldade pelo jurista que não vê nelas o tipo normal da regra de direito. Estas regras só são assimiladas ao sistema quando tiverem sido interpretadas e aplicadas pelos tribunais, e quando se tornar possível referirem-se às decisões judiciárias que as aplicaram. Quando não existe precedente, o jurista americano dirá naturalmente: *There is no law on the point!* (não há direito sobre a questão), mesmo se existir, uma disposição de lei que a preveja. DAVID, René, 1998, p. 67.

<sup>688</sup> SILVEIRA, Renato de Mello Jorge *in* ARAÚJO; SOUZA, 2019, p. 284.

<sup>689</sup> SILVEIRA, Renato de Mello Jorge *in* ARAÚJO; SOUZA, 2019, p. 255.

<sup>690</sup> PAULA, 2017, p. 36.

A doutrina aponta que o tipo em questão também tem por finalidade tutelar a função pública da informação, enquanto justo critério de distribuição do risco dos negócios, bem como a confiança no mercado de valores mobiliários<sup>691</sup>. Isto é, a tipificação do *insider trading* tem como objetivo “tutelar o processo de *disclosure*, ou seja, da ampla e completa divulgação de informações como elemento essencial de proteção aos investidores do mercado de capitais”<sup>692</sup>.

A transparência informativa é o pilar básico sobre o qual assentam as decisões dos investidores, razão pela qual a proteção passa necessariamente pela consagração de medidas tendentes à prestação obrigatória de informação<sup>693</sup>. O *insider* tem, quando negocia valores mobiliários de posse de uma informação privilegiada está em vantagem indevida porque conhece um fato que, após sua publicação, terá reflexo no preço das ações<sup>694</sup>.

Dessa forma, é necessário tutelar os investidores perante a possibilidade de atuações prejudiciais de outros participantes do mercado, mais qualificados; entre outras coisas, a lei deve proteger a ponderação dos interesses envolvidos, procurando suprimir desigualdades<sup>695</sup>. A intenção do legislador é preservar a posição de igualdade dos investidores, tutelando o risco normal do mercado, isto é, a regularidade do mercado de valores mobiliários, e, por conseguinte, a ordem econômica<sup>696</sup>.

A igualdade de condições no acesso às informações no mercado de capitais é fundamental para os investidores, isso porque é a partir da composição de todas as informações disponíveis que o mercado, em seu caráter supraindividual, terá condições adequadas para realizar uma boa avaliação econômica das empresas e, em consequência, verificar se suas ações estão refletindo um preço justo<sup>697</sup>.

No entanto, em razão de proteger um bem jurídico supraindividual, o crime de *insider trading* não pode ser utilizado para proteger o direito daquela concreta pessoa a que a transação bolsista seja realizada em condições de mercado, mas sim para proteger a confiança e a igualdade entre os investidores<sup>698</sup>. Não se trata de relação direta entre o comprador e o vendedor das ações, mas da igualdade do mercado como

---

<sup>691</sup> PAULA, 2017, p. 35.

<sup>692</sup> CARVALHOSA; EIZIRIK, 2002, p. 533; 545.

<sup>693</sup> PROENÇA, 2005, p. 137.

<sup>694</sup> CORSETTI, 2013, p. 110.

<sup>695</sup> PROENÇA, 2005, p. 137.

<sup>696</sup> PAULA, 2017, p. 35.

<sup>697</sup> CORSETTI, 2013, p. 110.

<sup>698</sup> COSTA; RAMOS, 2006, p. 59.

um todo, visando a garantia de que todos os investidores disponham de todas as informações necessárias para avaliar e decidir sobre o destino de seus investimentos<sup>699</sup>.

Um negócio fechado a partir de uma informação errada ou da falta dela, pode causar prejuízos irreparáveis não só às partes envolvidas, mas a todo interesse público, dada a amplitude do envolvimento do mercado de capitais em toda sociedade<sup>700</sup>.

O que estaria em jogo seria a existência do próprio mercado de valores, enquanto *connected system* (sistema ligado) e não o mercado enquanto uma justaposição de posições individuais. Desse modo, estaríamos a falar de um bem jurídico complexo e poliédrico. Tratar-se-ia, por meio da incriminação, de tutelar, por um lado, a confiança dos investidores no correto funcionamento do mercado, e, por outro, proteger a decisão econômica individual no sentido de que esta seja assumida em uma posição de igualdade de informação para a totalidade dos potenciais intervenientes do mercado – o valor de livre concorrência que o mercado simboliza<sup>701</sup>.

Percebe-se que as pessoas atingidas por uma transação bolsista baseada em informação privilegiada não são só os acionistas da empresa sobre a qual gira a questão, mas ante todo o universo de acionistas efetivo e potencial, que está inserido no mercado de valores mobiliários<sup>702</sup>.

Porém, o *insider* não atua apenas em pé de desigualdade com os outros investidores, mas, também, trai a confiança que o conjunto de investidores depositou no mercado de capitais, no mesmo passo que obterá vantagem econômica em prejuízo dos demais<sup>703</sup>.

De qualquer modo, parece bastante correto entender-se o caráter variado do bem jurídico de um tipo penal artificial como o de uso de informações privilegiadas no mercado de capitais. Portanto, estariam protegidas, mediante um panorama de *full disclosure*, tanto a transparência, a segurança, a integridade, como a estabilidade do mercado, melhor dizendo, protege-se um bem jurídico complexo e poliédrico<sup>704</sup>.

---

<sup>699</sup> CORSETTI, 2013, p. 112.

<sup>700</sup> PROENÇA, 2005, p. 140.

<sup>701</sup> BANDEIRA, 2012, p. 144.

<sup>702</sup> COSTA; RAMOS, 2006, p. 59

<sup>703</sup> CASTELLAR, 2008, p. 107.

<sup>704</sup> SILVEIRA, Renato de Mello Jorge in ARAÚJO; SOUZA, 2019, p. 285.

Nota-se que a norma incriminadora do uso indevido de informação privilegiada visa proteger um bem jurídico complexo, de caráter supraindividual, ao tempo que pretende tutelar a igualdade de condições no acesso às informações relevantes, também objetiva desempenhar um caráter protetivo patrimonial, consubstanciado na possibilidade de obtenção de benefício patrimonial indevido<sup>705</sup>.

Importante fazer um recorte, analisando individualmente cada uma das facetas desse bem jurídico complexo. Em primeiro lugar, em relação à igualdade de condições no acesso às informações com relevo patrimonial, verifica-se que, no momento em que o *insider*, de posse de informações privilegiadas as utiliza em proveito próprio ou de terceiros, comprando ou vendendo ações no mercado de capitais, ele rompe com a igualdade entre os investidores como um todo. Diante dessa conduta, não há dúvidas de que houve uma lesão a essa primeira face do bem jurídico tutelado<sup>706</sup>.

Em relação à segunda face do bem jurídico, isto é, a proteção patrimonial consubstanciada na possibilidade de obtenção de benefícios patrimoniais indevidos, há um perigo potencial ao patrimônio<sup>707</sup>. No entanto, na medida em que a redação do tipo penal exige que a conduta seja “capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida”, é necessário demonstrar a idoneidade da conduta realizada pelo agente para produzir um potencial resultado de dano ao bem jurídico, visto desde uma perspectiva genérica<sup>708</sup>.

Neste último, a periculosidade da conduta é elemento do tipo de injusto, e, para que seja considerada típica, deve ser *ex ante* não absolutamente improvável. Dessa maneira, a referida periculosidade necessita ser demonstrada<sup>709</sup>.

A utilização da informação privilegiada deve ter idoneidade, ou seja, concreta potencialidade para influenciar o preço das ações, gerando vantagem indevida, conforme se verifica expressamente no tipo penal, o que leva a classificação do crime de *insider trading* como crime de perigo, como um crime de idoneidade, no que diz respeito à segunda faceta do bem jurídico<sup>710</sup>.

### **3.4. A legitimidade da tutela penal do *insider trading***

---

<sup>705</sup> CORSETTI, 2013, p. 111.

<sup>706</sup> CORSETTI, 2013, p. 112.

<sup>707</sup> CORSETTI, 2013, p. 113.

<sup>708</sup> BITENCOURT, 2019, p. 261.

<sup>709</sup> PRADO, 2019, p. 307 – 308.

<sup>710</sup> CORSETTI, 2013, p. 113.

De todo o exposto, cabe, nesse momento, refletir sobre a legitimidade do Estado em exercer algum tipo de tutela sobre o mercado de capitais e, confirmando-se tal legitimidade, haver-se-ia necessidade dessa tutela ser exercida pelo direito penal<sup>711</sup>.

De início, cumpre destacar que o direito penal regula as relações dos indivíduos em sociedade e as relações destes com a mesma sociedade. Exercido sob o monopólio do Estado, como meio de controle social formalizado, a *persecutio criminis* somente pode ser legitimamente desempenhada de acordo com normas preestabelecidas, legisladas de acordo com as regras de um sistema democrático. Por esse motivo os bens protegidos pelo direito penal não interessam ao indivíduo, apenas, mas à coletividade como um todo<sup>712</sup>.

Do ponto de vista jurídico, é no artigo 5.º da Constituição de 1988 onde encontram-se os princípios constitucionais específicos em matéria penal, cuja função consiste em orientar o legislador ordinário para a adoção de um sistema de controle penal voltado para os direitos humanos, embasado em um direito penal da culpabilidade, um direito penal mínimo e garantista<sup>713</sup>.

Na atualidade, como fruto da expansão e da internacionalização cada vez maior das exigências de proteção e garantia dos direitos humanos, assiste-se à sua crescente universalização. Desde a Declaração dos Direitos do Homem e do Cidadão de 1789 e a Declaração Universal dos Direitos do Homem de 1948, a matéria vem sendo continuamente consagrada nos mais variados textos internacionais. Desse modo, o direito penal do futuro deve orientar-se no sentido dos princípios garantistas não só para o sistema e o Estado de Direito, mas sobretudo para os indivíduos<sup>714</sup>.

Sob este aspecto, vale destacar a existência de uma especial importância política, as chamadas liberdades constitucionalmente garantidas que, segundo *Kelsen*, trata-se de:

[...] preceitos de Direito constitucional através dos quais a competência do órgão legislativo é limitado por forma a não lhe ser permitido – ou apenas ser sob condições muito especiais – editar normas que prescrevam ou proibam

---

<sup>711</sup> CORSETTI, 2013, p. 127.

<sup>712</sup> BITENCOURT, 2019, p. 48.

<sup>713</sup> BITENCOURT, 2019, p. 42 – 43.

<sup>714</sup> PRADO, Luiz Regis. Curso de direito penal brasileiro. Volume 1. Parte geral – arts. 1.º a 120. 12. ed. revista, atualizada e ampliada. São Paulo: Revista dos tribunais, 2013, p. 156.

aos indivíduos uma conduta de determinada espécie, como a prática de religião, a expressão de opiniões e outras condutas análogas [...] <sup>715</sup>

A intervenção do direito penal é a reação mais incisiva do ordenamento jurídico, afetando diretamente os direitos fundamentais da pessoa humana e deve tutelar apenas aqueles bens jurídicos cuja lesão se revela digna de pena. Neste ponto, é importante ressaltar que a finalidade do direito penal de garantir a convivência pacífica na sociedade, está condicionada a um pressuposto limitador: a pena só pode ser cominada quando for impossível obter esse fim através de outras medidas menos gravosas <sup>716</sup>.

Reconhecendo-se o princípio da subsidiariedade (*ultima ratio*), o Estado deve recorrer à sanção penal somente nos casos mais graves de ataque aos bens jurídicos mais importantes, quando outras formas de proteção não se mostrarem suficientes para exercer uma tutela satisfatória <sup>717</sup>.

Pode-se compreender com *Roxin* que, o recuo do direito penal para trás de outros mecanismos de regulamentação pode também ser explicado com base no modelo iluminista <sup>718</sup>. O pensamento iluminista, que dominou os séculos XVII e XVIII, advogava a transformação do Estado, partindo de duas ideias fundamentais: de um lado, a afirmação da existência de direitos inerentes à condição humana; de outro, a elaboração jurídica do Estado como se tivesse ordem em um contrato social, no qual, ao construir-se Estado, os direitos humanos seriam respeitados e assegurados <sup>719</sup>

À vista disso, os cidadãos transferem ao Estado a faculdade de punir somente na medida em que tal seja indispensável para garantir uma convivência livre e pacífica. Uma vez que a pena é a intervenção mais grave do Estado na liberdade individual, só pode utilizá-la quando não dispuser de outros meios mais suaves para alcançar a situação desejada <sup>720</sup>.

---

<sup>715</sup> KELSEN, Hans. Teoria pura do direito. Tradução João Baptista Machado. São Paulo: Wmf martinsfontes, 2012, p. 48.

<sup>716</sup> ROXIN, CLAUDIUS. Estudos de direito penal. Tradução de Luís Greco. Rio de Janeiro: Renovar, 2006, p. 33.

<sup>717</sup> CORSETTI, 2013, p. 127.

<sup>718</sup> ROXIN, CLAUDIUS, 2006, p. 33.

<sup>719</sup> LUISI, Luiz. Os princípios constitucionais penais. Porto Alegre: Sete mares editora, 1991, p. 32.

<sup>720</sup> ROXIN, CLAUDIUS, 2006, p. 33.



Quanto à repressão ao *insider trading*, para enfrentar a proibição das condutas infratoras das regras de funcionamento do mercado de capitais, de pronto, deve-se negar a diferença ontológica entre ilícito civil, ilícito administrativo e o ilícito penal<sup>721</sup>.

Na diversidade de tratamento dos fatos antijurídicos, a lei não obedece a um critério de rigor científico ou fundando numa distinção ontológica entre tais fatos, mas simplesmente a um ponto de vista de conveniência política, variável no tempo e no espaço. Os juristas, na tentativa de estabelecer um traço distintivo entre o ilícito penal e as demais categorias de infrações, ensina Nelson Hungria que o legislador:

[...] é um oportunista, cabendo-lhe apenas, inspirado pelas exigências do meio social, assegurar, numa dada época, a ordem jurídica mediante sanções adequadas. Se o fato antijurídico não é de molde a provocar um intenso ou difuso alarma coletivo, contenta-se ele com o aplicar a mera sanção civil (ressarcimento do dano, execução forçada, *restitutio in pristinum*, nulidade do ato). O Estado só deve recorrer à pena quando a conservação da ordem jurídica não se possa obter com outros meios de reação, isto é, com os meios próprios do direito civil (ou de outro ramo do direito que não o penal). A pena é um *mal*, não somente para o réu e sua família, senão também, sob o ponto de vista econômico, para o próprio Estado. Assim, dentro de um critério prático, é explicável que este se abstenha de aplica-la fora dos casos em que tal abstenção represente um *mal maior*<sup>722</sup>.

Partindo da demonstração do acerto de uma política criminal sancionadora das infrações contra o mercado de capitais, principalmente quanto ao uso de informação privilegiada, cumpre assentar que a tipificação de tais fatos só se torna viável diante de um mercado de caráter liberal, mas sobre o qual se faça marcante a presença do Estado, regulamentando e fiscalizando o seu funcionamento<sup>723</sup>.

O imperativo de prevenção e punição do *insider trading* emana da própria Constituição da República de 1988, quando insere entre os objetivos da república a garantia do desenvolvimento nacional<sup>724</sup>, que inexistirá sem o desenvolvimento econômico, que, por sua vez, necessita de financiamento de um mercado de capitais de sucesso.

Da feição liberal do nosso mercado, e do papel do Estado como seu agente normativo e regulador, falam, por si sós, os artigos 170 e 174 da Constituição. Preservando o modelo capitalista, escreveu o constituinte que o Estado regulará a

---

<sup>721</sup> PROENÇA, 2005, p. 308.

<sup>722</sup> HUNGRIA; FRAGOSO, 1978, p. 29.

<sup>723</sup> PROENÇA, José Marcelo Martins in SOUZA JÚNIOR, 2013, p. 50.

<sup>724</sup> BRASIL. 1988, artigo 3.º, II.

atividade econômica, sem, contudo, estabelecer regras estritas de acesso ao mercado, nem restrições aos seus produtos<sup>725</sup>.

Sob a conformação constitucional brasileira, a proteção do mercado de capitais destina-se a garantir o funcionamento eficiente do instrumento de uma atividade econômica que tem por escopo assegurar a todos existência digna, conforme os ditames da justiça social<sup>726</sup>, e que se desenvolve sob um contexto que busca promover o desenvolvimento equilibrado do País e a servir aos interesses da coletividade<sup>727</sup>.

Observa-se que a Constituição da República, em seu artigo 173, estabelece regras e princípios gerais da atividade econômica, determinando a necessidade da lei regular à responsabilidade individual dos dirigentes, bem como dos atos que venham a ser praticados contra a ordem econômica e financeira<sup>728</sup>.

De fato, a lógica da proteção penal do mercado de capitais parece ancorar-se, em parte, na chamada hipótese do mercado de capitais eficiente, baseada na teoria do mercado eficiente (*eficiente capital Market theory*). A defesa da eficiência, em que pese a multiciência de entendimentos quanto aos termos, soa justificada, portanto, com os brios de transparência e regularidade, sob um prisma de *disclosure*, acaba por efetivar uma nova percepção penal. Fundamentalmente, é a ideia de *full disclosure*, idealizada na *Securities Act*, que se visualiza na imposição de um conjunto de informações, quer âmbito primário, quer em secundário, que se mostra como pano de fundo de proteção<sup>729</sup>.

A propósito, a eficácia da legislação repressiva do mercado de capitais somente se dará com a imposição de duras penas, paralelamente a outras políticas. Dessa forma, diante dos malefícios do *insider trading*, a conduta deve ser reprimida, o que acontecerá com o aumento nas obrigações de *disclosure*, a elevação das penalidades e o incremento das tecnologias de investigação<sup>730</sup>. No entanto, para que as leis de combate ao *insider trading* sejam eficazes, elas devem ser executórias e, se não forem cumpridas, um país pode estar em pior situação do que não ter leis de todo<sup>731</sup>.

---

<sup>725</sup> PROENÇA, 2005, p. 310.

<sup>726</sup> BRASIL. 1988, artigos 170 e 3.º, II.

<sup>727</sup> BRASIL. 1988, artigos 190 e 3.º, II.

<sup>728</sup> BRASIL. 1988, artigo 173, § 5.º.

<sup>729</sup> SILVEIRA, Renato de Mello Jorge in ARAÚJO; SOUZA, 2019, p. 257.

<sup>730</sup> PROENÇA, José Marcelo Martins in SOUZA JÚNIOR, 2013, p. 51 – 52.

<sup>731</sup> Redação original: *Deterrence of prohibited activities is a function of both the severity of the punishment (sanctions) and probability of detection and prosecution (enforcement) (Becker, 1968). As a result it is important for law makers to develop laws with an eye on both severity and enforceability of the laws. in finance, this debate has largely evolved around the issue of illegal insider trading, where*

Entretanto, a mera existência de regulamentação sobre *insider trading* não é suficiente para garantir o desenvolvimento ideal do mercado de valores mobiliários – aplicação de regulamento sobre o tema é a chave. Estudos recentes concluem que a aplicação das leis de combate ao *insider trading* tem um forte impacto no custo de capital, enquanto a aprovação de leis *insider trading* sem imposição não tem esse efeito<sup>732</sup>.

As principais razões adotadas em favor da criminalização do uso indevido de informação privilegiada estão relacionadas à necessidade de que todos tenham as mesmas garantias e condições de acesso às informações com relevância econômica, frente à situação injustificadamente vantajosa daqueles que possuem informações antecipadamente. Além disso, está se protegendo o sistema de economia de mercado, já que o funcionamento da Bolsa se embasa justamente nessa igualdade de condições de acesso às informações por todos os investidores<sup>733</sup>.

Existe, no entanto, três teorias principais que fornecem a base para a proibição do *insider trading*, a saber: *misappropriation theory*; *unfair advantage theory*; e a *market stability theory*.

De acordo com a *misappropriation theory*, todas as informações pertencem à empresa. Consequentemente, as pessoas que estiverem posse de tais informações – os *insiders* –, não estão autorizadas a fazer o uso indevido das informações para ganho pessoal. No entanto, existem dois aspectos para essa teoria: o primeiro aspecto tem como premissa a responsabilidade decorrente da existência de algum relacionamento entre o *insider* e a empresa, que dê origem a uma obrigação legal de não agir de maneira que possa prejudicar a corporação; o segundo, é baseado no argumento de que empresas possuem direitos de propriedade de informações e, em

---

*different countries have developed different approaches in an attempt to deter insiders from expropriating their shareholders. However, as noted by Bhattacharya and Daouk (2009) for insider trading laws to be effective they must be enforceable, and if they are not enforced, a country may actually be worse off than having no laws at all.* FRIJNS, Bart; GILBERT, Aaron B.; TOURANI-RAD, Alireza. Do Criminal Sanctions Deter *Insider trading*?. SSRN: 14 de março de 2011, p. 1. Disponível em SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1785873>.

<sup>732</sup> Redação original: *Certainly, the mere existence of insider trading regulation is not sufficient to assure optimal securities market development; enforcement of insider trading regulation is the key. Recent scholarship concludes that the enforcement of insider trading laws has a strong impact on the cost of capital, whereas passing insider trading laws without enforcing them does not have this effect.* SHEN, Han. A comparative study of *insider trading* regulation enforcement in the U.S. and China. *Journal of Business & Securities Law*. Vol. 9, N. 1, outono de 2008, p. 42. Disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=964548>

<sup>733</sup> CORSETTI, 2013, p. 129 – 130.

particular, o direito exclusivo de uso da informação. Por esse motivo, todos os terceiros são impedidos de usar as informações geradas sem o consentimento da empresa<sup>734</sup>.

A segunda teoria que justificaria a proibição do *insider trading* é a chamada *unfair advantage theory* que, por sua vez, deriva de uma política de que a negociação deve ocorrer apenas entre partes onde existe igualdade de acesso à informação. A função dos regulamentos sobre informações privilegiadas é " *to allow fair play in the marketplace* - permitir o jogo limpo no mercado. Um *insider*, quando negocia com o benefício de informações privilegiadas, teria uma vantagem informacional sobre a outra parte; argumenta-se que isso é indesejável e deve ser proibido<sup>735</sup>.

A terceira teoria que fundamenta a proibição do *insider trading*, está intimamente ligado ao desenvolvimento de mercados de valores mobiliários como uma via para captar recursos de membros do público investidor - trata-se da *market stability theory*<sup>736</sup>. Pensa-se geralmente que proteger os investidores de atos de expropriação por parte da administração, seja na forma de autonegociação injusta, seja na forma de exploração de informações privilegiadas da administração na negociação de valores mobiliários, é uma condição prévia para o desenvolvimento ideal de títulos públicos mercados<sup>737</sup>

---

<sup>734</sup> Redação original: *The misappropriation theory relies on the principle that all information generated by or through the company belongs to the company. Consequently, persons who come into possession of such information in circumstances that warrant confidentiality are not permitted to misappropriate the information for their personal gain for benefit. There are two aspects to this theory. The first aspect is premised on liability being consequent on the existence of some relationship between the insider and the corporation that results in fiduciary duties or duties of confidentiality being owed to the corporation*<sup>20</sup>. *The existence of such a relationship gives rise to a legal obligation not to act in a manner that would cause harm to the corporation.* YEO, Victor Chuan Seng. A Comparative Analysis of Insider trading Regulation - Who is Liable and What are the Sanctions? SSRN: 15 de janeiro de 2001, p. 3. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=260884>.

<sup>735</sup> Redação original: *The unfair advantage theory stems from a policy that trading should only take place between parties where there is equality of access to information*<sup>23</sup>. *It has been suggested that the function of insider trading regulations is 'to allow fair play in the marketplace'. An insider, trading with the benefit of inside information, would have an informational advantage over the other trading party.* YEO, 2001, p. 5.

<sup>736</sup> Redação original: *The third major argument for insider trading regulation is closely intertwined with the development of securities markets as an avenue for tapping funds from members of the investing public. For investors to have confidence in a market where securities are traded, there must be some assurance that everyone who is trading in the market is doing so on an equal footing. Proponents of this theory argue that there must be equality of information for participants in the market. An absence of such equality would result in a loss of confidence in the transparency and efficiency of the market and would discourage participation.* YEO, 2001, p. 6.

<sup>737</sup> Redação original: [...] *it is generally thought that protecting investors from acts of expropriation by management, either in the form of looting or unfair self-dealing, or in the form of exploitation of management's inside information in trading securities, is a precondition to the optimal development of public securities markets.* SHEN, 2008, p. 42.

Para que os investidores tenham confiança em um mercado em que os valores mobiliários são negociados, deve haver alguma garantia de que todo mundo que negocia no mercado está fazendo isso em pé de igualdade. Os defensores dessa teoria argumentam que deve haver igualdade de informação para participantes no mercado e a ausência de tal igualdade resultaria em perda de confiança na transparência e eficiência do mercado e desencorajaria a participação<sup>738</sup>.

Percebe-se que a igualdade de condições no acesso às informações e a transparência no mercado de capitais são elementos essenciais para o seu funcionamento. Quanto maior a quantidade de informações, mais fielmente o mercado poderá avaliar economicamente as empresas e, como reflexo, precificar adequadamente suas ações<sup>739</sup>.

Nesse sentido, o trecho do voto do diretor Wladimir Castelo Branco, no âmbito do processo administrativo sancionador Comissão de Valores Mobiliários n.º 33/00:

[...] não é demais lembrar que a regulação do mercado visa a garantir aos investidores a disponibilidade ampla de informações confiáveis e que a base legal da regulação do *insider trading*, além do princípio da transparência, está apoiada na teoria da apropriação indevida de informações obtidas em razão do cargo ou função para benefício pessoal, da vantagem indevida que o *insider* possui frente à sua contraparte e do efeito adverso que o *insider trading* produz na estabilidade do mercado em termos de sua transparência e eficiência [...]<sup>740</sup>

As razões para a proibição do *insider trading* derivam do princípio da igualdade de acesso às informações, o denominado *market egalitarianism*. Por certo, existe um total desequilíbrio entre a posição do *insider* e a dos demais participantes do mercado, sendo eticamente condenável a obtenção de lucros unicamente em função da utilização de informações confidenciais que o *insider* sabe que não estão disponíveis para o público. A legislação, nos diferentes países, “busca impedir que os *insiders*

<sup>738</sup> Redação original: *The third major argument for insider trading regulation is closely intertwined with the development of securities markets as an avenue for tapping funds from members of the investing public. For investors to have confidence in a market where securities are traded, there must be some assurance that everyone who is trading in the market is doing so on an equal footing. Proponents of this theory argue that there must be equality of information for participants in the market. An absence of such equality would result in a loss of confidence in the transparency and efficiency of the market and would discourage participation.* YEO, 2001, p. 6.

<sup>739</sup> CORSETTI, 2013, p. 130.

<sup>740</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo sancionador n.º 33/00. Data da sessão de julgamento: 20 de dezembro de 2002. Disponível em: [http://www.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/2002/20021220\\_3300.html](http://www.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/2002/20021220_3300.html).

obtenham vantagens decorrentes da inevitável assimetria de informações, uma vez que eles sempre terão acesso a elas antes dos investidores do mercado”<sup>741</sup>.

Portanto, levando em consideração tanto as políticas econômicas adotadas pelo governo como as definições político-criminais que marcam nosso momento histórico, parece não restarem dúvidas quanto à legitimidade de recorrer-se ao direito penal para a criminalização do uso de informação privilegiada no mercado de capitais<sup>742</sup>. Ademais, cumpre observar que “uma sociedade marcada por infortúnios e crimes econômicos não sobreviverá de forma útil e prestimosa”<sup>743</sup>.

---

<sup>741</sup> EIZIRIK; GAAL; PARENTE; HENRIQUES, 2008, p. 524.

<sup>742</sup> CORSETTI, 2013, p. 131.

<sup>743</sup> GALBRAITH, 2004, p. 72.

## CONSIDERAÇÕES FINAIS

O liberalismo econômico surge como ideal de organização econômica da sociedade no século XVIII, inspirado nos interesses de expansão e desenvolvimento da nascente indústria de produção em escala na Europa. Todavia, verificou-se que o bem-estar idealizado pelo liberalismo não foi entregue a todos, mesmo diante do livre jogo das forças econômicas e, em muitas áreas, a presença do Estado acabou imprescindível para suprir as omissões ou coibir os abusos praticados para alcançar os objetivos econômicos.

Constatou-se, ao tratar das condutas ilícitas na esfera do mercado de capitais, que a tutela dos bens jurídicos de natureza econômica, as normas penais sancionadoras das condutas infratoras das regras de funcionamento do mercado de capitais, instala-se no campo do Direito penal econômico.

Em virtude da pesquisa, observou-se que a ideia de constituição econômica ganhou corpo na doutrina alemã, a partir da consideração a respeito da vida econômica na Constituição de Weimar. No Brasil, o constitucionalismo econômico foi implantado a partir da Constituição de 1934 – o que não significa que as Constituições brasileiras anteriores não trataram de algumas questões econômicas ou de alguma intervenção do Estado no domínio econômico.

A Constituição da República Federativa do Brasil de 1988, no que toca à ordem econômica, por um lado adotou como princípios a livre-iniciativa, o direito de propriedade e a livre concorrência, mas, por outro lado, preocupou-se com a justiça social, a valorização do trabalho e a dignidade da pessoa humana - um modelo econômico de bem-estar.

Quanto à origem do mercado de capitais, dá análise notou-se que, no Brasil, está ligada ao desenvolvimento financeiro do país, que se baseou em dois tipos de instituições: os bancos comerciais e as bolsas de valores. Todavia, nos últimos anos, o mercado de capitais nacional vem se destacando e desempenhando funções importantes para o crescimento do país.

Percebeu-se que, na esfera da regulação do mercado de capitais brasileiro, a repressão ao *insider trading* vem evoluindo consideravelmente durante as últimas décadas, com reflexos da filosofia americana – para responsabilizar todas as pessoas

físicas ou jurídicas que transacionem com os valores mobiliários da companhia utilizando deslealmente de informações relevantes que possuem.

Porém, constatou-se que na doutrina há polêmica a respeito da tipificação de crimes em leis esparsas, no sentido de que tal procedimento pode causar certa insegurança jurídica, em face da existência de um código penal, onde se deveria abarcar todas as condutas criminosas, cuidando as leis esparsas tão somente da tipificação de ilícitos administrativos.

Apesar das controvérsias, a mera aplicação de sanções administrativas foram incapazes de inibir as condutas infratoras das regras de funcionamento do mercado de capitais e a Lei n.º 10.303/2001 acrescentou dispositivos Lei n.º 6.385/1976 tornando crime o *insider trading* no Brasil – modificado posteriormente pela Lei n.º 13.506/2017.

Percebeu-se que, para caracterizar o tipo de injusto em exame, acompanhando a tendência que União Europeia vem adotando, é preciso que a informação privilegiada seja relevante, ainda não divulgada publicamente e capaz de propiciar vantagem indevida de natureza patrimonial nas negociações de valores mobiliários, influenciando a decisão de investidores favoravelmente a quem dela faz uso.

No que diz respeito à consumação, descobriu-se que, de acordo com a redação do tipo penal, verifica-se que a conduta exigida para a prática do delito é a utilização da informação relevante, ausente qualquer exigência de obtenção de vantagem indevida. Percebeu-se, desse modo, um delito formal, que se consuma pela simples utilização da informação privilegiada. Contudo, há posicionamento na doutrina que defende ser o crime de *insider trading* material.

Averiguou-se que inúmeras são as indagações na doutrina em relação ao bem jurídico tutelado pelo *insider trading*. Como visto, o delito em tela insere-se no contexto dos crimes econômicos e, no âmbito econômico, existem bens jurídicos de natureza coletiva, os quais refletem interesses supraindividuais.

No entanto, compreendeu-se que a proibição da conduta visa tutelar o correto funcionamento do mercado de valores mobiliários para garantir a igualdade de oportunidades entre os investidores, a confiança no regular funcionamento do mercado.

Ademais, a igualdade de condições no acesso às informações no mercado de capitais é fundamental para os investidores, isso porque é a partir da composição de



todas as informações disponíveis que o mercado, em seu caráter supraindividual, terá condições adequadas para realizar uma boa avaliação econômica das empresas e, em consequência, verificar se suas ações estão refletindo um preço justo.

Diante do exposto, concluiu-se que a norma incriminadora do uso indevido de informação privilegiada no mercado de capitais visa proteger um bem jurídico complexo, de caráter supraindividual.

A intervenção do direito penal é a reação mais incisiva do ordenamento jurídico, afetando diretamente os direitos fundamentais da pessoa humana, a repressão ao *insider trading* emana da própria Constituição da República de 1988, quando insere entre os objetivos da República a garantia do desenvolvimento nacional, que inexistirá sem o desenvolvimento econômico, que, por sua vez, necessita de financiamento de um mercado de capitais de sucesso.

Portanto, conclui-se que a prática de *insider trading* atinge toda a economia de um país, donde caracteriza-se a sua proteção como interesse público. De mais a mais, o desenvolvimento do mercado oferece as condições financeiras para fomentar o crescimento econômico, gerar empregos e democratizar oportunidades e capital.

Além disto, o mercado de capitais só será eficiente quando os valores mobiliários refletirem a verdadeira condição econômica da companhia que os emitiu, com assimetria de informações. Porém, quando se possibilita que alguém negocie com informações privilegiadas, antevendo o comportamento futuro do mercado, e obtém vantagem indevida por meio da negociação de títulos, abala-se a confiabilidade e credibilidade do mercado de valores mobiliários e comprometendo seu regular desenvolvimento e, por consequência, o crescimento econômico do país.

## REFERÊNCIAS

ADAMEK, Marcelo Vieira Von. **Responsabilidade civil dos administradores de S/A e as ações correlatas**. São Paulo: Editora Saraiva, 2009. 617 p.

AGUILLAR, Fernando Herren. **Direito econômico** – do direito nacional ao direito supranacional. 2 ed. São Paulo: Atlas, 2009. 484 p.

ANDREZO, Andrea F.; LIMA, Iran Siqueira. **Mercado financeiro**: aspectos conceituais e históricos. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2007. 367 p.

ARCOVERDE, Léo; LEITE, Isabela. **MPF faz nova denúncia contra Wesley Batista por uso de informação privilegiada de delação para lucrar**. G1. 7 maio 2019. Disponível em: <https://g1.globo.com/sp/sao-paulo/noticia/2019/05/07/mpf-faz-nova-denuncia-contrawesley-batista-por-uso-de-informacao-privilegiada-de-delacao-para-operacoes-de-cambio.ghtml>. Acesso em: outubro de 2020.

ARAÚJO, Marina Pinhão Coelho; SOUZA, Luciano Anderson de Souza. (Coord.) **Direito penal econômico**: leis penais especiais. Vol. 1. São Paulo: Revista dos tribunais, 2019. 304 p.

ASCARELLI, Tullio. **Problemas das sociedades anônimas e direito comparado**. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 1969. 539 p.

ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado Financeiro**. 12.ed., São Paulo, Atlas, 2014. 381 p.

BANDEIRA, Gonçalo S. de Melo. **Abuso de mercado e responsabilidade penal das pessoas (não) colectivas**: contributo para a compreensão dos bens jurídicos coletivos e dos “tipos cumulativos” na mundialização. Curitiba: Juruá, 2012. 776 p.

BASTOS, Celso Ribeiro. **Curso de direito econômico**. São Paulo: Celso Bastos Editor, 2003. 401 p.

BECK, Ulrich. **Sociedade de risco**: ruma a uma outra modernidade. Tradução de Sebastião Nascimento. 2 ed. São Paulo: Editora 34, 2011. 384 p.

BECK, Francis Rafael. **A criminalidade de colarinho branco e a necessária Investigação contemporânea a partir do brasil**: uma (re)leitura do discurso da impunidade quanto aos delitos do “andar de cima”. Orientador: André Luís Callegari. 2013. 412 p. Tese (Doutorado, na área de concentração hermenêutica, constituição e concretização de direitos). Universidade do Vale do Rio dos Sinos, São Leopoldo, 2013. Disponível em: <http://www.repositorio.jesuita.org.br/bitstream/handle/UNISINOS/4597/70c.pdf?sequence=1&isAllowed=y>. Acesso em: outubro de 2020.

BERLE, Adolf Augustus. MEANS, Gardiner Coit. **The modern corporation and private property**. New Brunswick: Transaction Publishers, 2009. 380 p.

BITENCOURT, Cezar Roberto. **Tratado de direito penal**: parte geral (arts. 1º a 120) Volume 1. 25. ed. São Paulo: Saraiva, 2019. 1040 p.

BITENCOURT, Cezar Roberto; BRENDA, Juliano. **Crimes contra o sistema financeiro nacional e contra o mercado de capitais**. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2014. 440 p.

BRASIL. Banco Central do Brasil. **Resolução n.º 88 de 30 de janeiro de 1968. (REVOGADO)**. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o&numero=88>. Acesso em: março de 2020.

BRASIL. BRASIL BOLSA BALCÃO. **Por dentro da B3**: Guia prático de uma das maiores bolsas de valores e derivativos do mundo. Disponível em: <https://educacional.bmfbovespa.com.br/documentos/ApostilaPQO.pdf>. Acesso em: fevereiro de 2020. 476 p.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Exposição de motivos n.º 196, de 24 de junho de 1976**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/leis-decretos/anexos/EM196-Lei6404.pdf>. Acesso em: março de 2020.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Exposição de motivos n.º 203, de 02 de agosto de 1976**. Disponível em:

<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/leis-decretos/anexos/EM197-Lei6385.pdf>. Acesso em: março de 2020.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM n.º 8, de 08 de outubro de 1979**. Dispõe sobre condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, manipulação de preço, operações fraudulentas e práticas não equitativa. Publicada em 15 de outubro de 1979. Disponível em <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst008.html>. Acesso em: março de 2020

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM n.º 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. Publicada em 14 de fevereiro de 1984. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst031.html>. Acesso em: março de 2020.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM n.º 358, de 3 de janeiro de 2002**. Dispõe sobre a divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas, disciplina a divulgação de informações na negociação de valores mobiliários e na aquisição de lote significativo de ações de emissão de companhia aberta, estabelece vedações e condições para a negociação de ações de companhia aberta na pendência de fato relevante não divulgado ao mercado. Revoga a Instrução 31/84, revoga a Instrução 69/87, revoga o art. 3º da Instrução 229/95, revoga o parágrafo único do art. 13 da Instrução 202/93, revoga os arts. 3º a 11 da Instrução 299/99, e dá outras providências. Publicada em 28 de janeiro de 2002. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst358.html>. Acesso em: março de 2020.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM n.º 400, de 29 de dezembro de 2003**. Dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário, e revoga a Instrução 13/80 e a Instrução 88/88. Publicada em 09 de janeiro de 2004. Disponível em <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst400.html>. Acesso em março de 2020.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM n.º 607, de 17 de junho de 2019**. Dispõe sobre o rito dos procedimentos relativos à atuação sancionadora no

âmbito da Comissão de Valores Mobiliários. Publicada em 18 junho de 2019. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst607.html>. Acesso em fevereiro de 2020.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Portal do investidor. **História do mercado de capitais.** Disponível em: [https://www.investidor.gov.br/menu/Menu\\_Academico/O\\_Mercado\\_de\\_valores\\_mobil\\_arios\\_brasileiro/Historia\\_Mercado-Capitais.html](https://www.investidor.gov.br/menu/Menu_Academico/O_Mercado_de_valores_mobil_arios_brasileiro/Historia_Mercado-Capitais.html). Acesso em: fevereiro de 2020.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo administrativo sancionador n.º 33/00.** Data da sessão de julgamento: 20 de dezembro de 2002. Disponível em: [http://www.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/2002/20021220\\_3300.html](http://www.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/2002/20021220_3300.html). Acesso em: janeiro de 2020.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Termo de compromisso e de ajustamento de conduta n.º RJ2007/12231.** Disponível em: [http://www.cvm.gov.br/decisooes/2008/20080304\\_R1/20080304\\_D01.html](http://www.cvm.gov.br/decisooes/2008/20080304_R1/20080304_D01.html). Acesso em: março de 2020.

BRASIL. Comitê para o Desenvolvimento do Mercado de Capitais. **Plano diretor do mercado de capitais.** Disponível em: <https://codemec.org.br/plano-diretor-de-mercado-de-capitais/>. Acesso em: fevereiro de 2020.

BRASIL. **Constituição da república federativa do brasil de 1988.** Promulgada em 5 de outubro de 1988, Brasília. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/constituicao/constituicao.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm). Acesso em: fevereiro de 2020.

BRASIL. **Decreto-lei n.º 2.627, de 26 de setembro de 1940.** Dispõe sobre as sociedades por ações. Revogado parcialmente pela Lei nº 6.404, de 1976. Rio de Janeiro, 26 de setembro de 1940, 119º da Independência e 52º da República. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Decreto-Lei/Del2627.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Decreto-Lei/Del2627.htm). Acesso em: março de 2020.

BRASIL. **Decreto-lei n.º 2.848, de 7 de dezembro de 1940.** Código penal. Rio de Janeiro, 7 de dezembro de 1940; 119º da Independência e 52º da República.

Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/decreto-lei/del2848compilado.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/del2848compilado.htm). Acesso em: março de 2020.

**BRASIL. Lei n.º 10.303, de 31 de outubro de 2001.** Altera e acrescenta dispositivos na lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as sociedades por ações, e na lei n.º 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Brasília, 31 de outubro de 2001; 180 da independência e 113 da república. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/LEIS\\_2001/L10303.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LEIS_2001/L10303.htm). Acesso em: fevereiro de 2020.

**BRASIL. Lei n.º 10.406, de 10 de janeiro de 2002.** Instituí o código civil. Brasília, 10 de janeiro de 2002; 181 o da independência e 114 o da república. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/2002/l10406.htm#tituloi](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/l10406.htm#tituloi). Acesso em: janeiro de 2020.

**BRASIL. Lei n.º 10.411, de 26 de fevereiro de 2002.** Conversão da M.P. n.º 8, de 2001. Altera e acresce dispositivos à Lei n.º 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Congresso Nacional, em 26 de fevereiro de 2002; 181.º da Independência e 114.º da República. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/LEIS/2002/L10411.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/2002/L10411.htm). Acesso em: março de 2020.

**BRASIL. Lei n.º 13.506, de 13 de novembro de 2017.** Dispõe sobre o processo administrativo sancionador na esfera de atuação do Banco Central do Brasil e da Comissão de Valores Mobiliários; altera a lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, a lei nº 4.131, de 3 de setembro de 1962, a lei nº 4.829, de 5 de novembro de 1965, a lei nº 6.024, de 13 de março de 1974, a lei nº 7.492, de 16 de junho de 1986, a lei nº 9.069, de 29 de junho de 1995, a lei nº 9.613, de 3 de março de 1998, a lei nº 10.214, de 27 de março de 2001, a lei nº 11.371, de 28 de novembro de 2006, a lei nº 11.795, de 8 de outubro de 2008, a lei nº 12.810, de 15 de maio de 2013, a lei nº 12.865, de 9 de outubro de 2013, a lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964, o decreto nº 23.258, de 19 de outubro de 1933, o decreto-lei nº 9.025, de 27 de fevereiro de 1946, e a medida provisória nº 2.224, de 4 de setembro de 2001; revoga o decreto-lei nº 448,

de 3 de fevereiro de 1969, e dispositivos da lei nº 9.447, de 14 de março de 1997, da lei nº 4.380, de 21 de agosto de 1964, da lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965, e da lei nº 9.873, de 23 de novembro de 1999; e dá outras providências. Brasília, 13 de novembro de 2017; 196º da independência e 129º da república. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2015-2018/2017/lei/l13506.htm#art35](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2017/lei/l13506.htm#art35).

Acesso em: fevereiro de 2020.

BRASIL. **Lei n.º 4.595, de 31 de dezembro de 1964.** Dispõe sobre a Política e as Instituições Monetárias, Bancárias e Creditícias, Cria o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências. Brasília, 31 de dezembro de 1964; 143º da Independência e 76º da República. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/LEIS/L4595.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L4595.htm). Acesso em: fevereiro de 2020.

BRASIL. **Lei n.º 4.728, de 14 de julho de 1965.** Disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento. Brasília, 14 de julho de 1965; 144º da independência e 77º da república. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L4728.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L4728.htm). Acesso em: fevereiro de 2020.

BRASIL. **Lei n.º 6.385, de 7 de dezembro de 1976.** Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Brasília, 7 de dezembro de 1976; 155º da Independência e 88º da República. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/LEIS/L6385.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6385.htm). Acesso em: fevereiro de 2020.

BRASIL. **Lei n.º 6.404, de 15 de dezembro de 1976.** Dispõe sobre as sociedades por ações. Brasília, 15 de dezembro de 1976; 155º da independência e 88º da república. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/LEIS/L6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6404consol.htm). Acesso em: fevereiro de 2020.

BRASIL. **Lei n.º 7.347, de 24 de julho de 1985.** Disciplina a ação civil pública de responsabilidade por danos causados ao meio-ambiente, ao consumidor, a bens e direitos de valor artístico, estético, histórico, turístico e paisagístico (vetado) e dá outras providências. Brasília, em 24 de julho de 1985; 164º da independência e 97 da república. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l7347compilada.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l7347compilada.htm). Acesso em: março de 2020.

BRASIL. **Lei n.º 7.913, de 7 de dezembro de 1989.** Dispõe sobre a ação civil pública de responsabilidade por danos causados aos investidores no mercado de valores mobiliários. Brasília, 7 de dezembro de 1989; 168º a independência e 101º da república. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l7913.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l7913.htm). Acesso em: fevereiro de 2020.

BRASIL. **Lei n.º 9.784, de 29 de janeiro de 1999.** Regula o processo administrativo no âmbito da administração pública federal. Brasília 29 de janeiro de 1999; 178º da independência e 111º da república. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l9784.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l9784.htm). Acesso em: março de 2020.

BRASIL. **Resolução n.º 39 de 20/10/1966 (REVOGADO).** Regulamento que disciplina a organização, a constituição e o funcionamento das bolsas de valores em todo o país. Rio de Janeiro-GB, 20 de outubro de 1966. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o&numero=39>. Acesso em: março de 2020.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. **A consolidação da jurisprudência do STJ sobre o uso indevido de informações privilegiadas.** Disponível em: <http://www.stj.jus.br/sites/portalp/Paginas/Comunicacao/Noticias/A-consolidacao-da-jurisprudencia-do-STJ-sobre-o-uso-indevido-de-informacoes-privilegiadas.aspx>. Acesso em: outubro de 2020.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. 6.ª turma. **Habeas corpus n.º 416.785.** Rel.Min Sebastião Reis Júnior. Disponível em: [https://ww2.stj.jus.br/processo/revista/documento/mediado/?componente=ITA&sequencial=1637412&num\\_registro=201702387625&data=20171013&formato=PDF](https://ww2.stj.jus.br/processo/revista/documento/mediado/?componente=ITA&sequencial=1637412&num_registro=201702387625&data=20171013&formato=PDF). Acesso em: outubro de 2020.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. 6.ª turma. **Habeas corpus n.º 416.795.** Rel.Min Sebastião Reis Júnior. Disponível em: [https://ww2.stj.jus.br/processo/revista/documento/mediado/?componente=ITA&sequencial=1637412&num\\_registro=201702387625&data=20171013&formato=PDF](https://ww2.stj.jus.br/processo/revista/documento/mediado/?componente=ITA&sequencial=1637412&num_registro=201702387625&data=20171013&formato=PDF). Acesso em: outubro de 2020.



BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. 4.<sup>a</sup> turma. **Recurso especial n.º 35230**. Rel. Min. Sálvio de Figueiredo Teixeira, Disponível em: [https://ww2.stj.jus.br/processo/ita/documento/mediado/?num\\_registro=199300139550&dt\\_publicacao=20-11-1995&cod\\_tipo\\_documento=](https://ww2.stj.jus.br/processo/ita/documento/mediado/?num_registro=199300139550&dt_publicacao=20-11-1995&cod_tipo_documento=). Acesso em: fevereiro de 2020.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. 5.<sup>a</sup> turma. **Recurso especial n.º 1.569.171**. Rel. Min. Gurgel de Faria, Disponível em: [https://ww2.stj.jus.br/processo/revista/documento/mediado/?componente=ITA&sequencial=1480454&num\\_registro=201401067916&data=20160225&formato=PDF](https://ww2.stj.jus.br/processo/revista/documento/mediado/?componente=ITA&sequencial=1480454&num_registro=201401067916&data=20160225&formato=PDF). Acesso em: outubro de 2020.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. 3.<sup>a</sup> turma. **Recurso especial n.º 1.540.428**. Rel. Min. Marco Aurélio Bellizze. Disponível em: <https://ww2.stj.jus.br/processo/pesquisa/?aplicacao=processos.ea&tipoPesquisa=tipoPesquisaGenerica&termo=REsp%201540428>. Acesso em: outubro de 2020.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. 6.<sup>a</sup> turma. **Recurso em habeas corpus n.º 120.261**. Rel. Min. Rogério Schietti Cruz. Disponível em: [https://ww2.stj.jus.br/processo/revista/documento/mediado/?componente=ITA&sequencial=1946299&num\\_registro=201903353280&data=20200605&formato=PDF](https://ww2.stj.jus.br/processo/revista/documento/mediado/?componente=ITA&sequencial=1946299&num_registro=201903353280&data=20200605&formato=PDF). Acesso em: outubro de 2020.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. 6.<sup>a</sup> turma. **Recurso em habeas corpus n.º 82.799**. Rel. Min. Rogério Schietti Cruz. Disponível em: [https://ww2.stj.jus.br/processo/revista/documento/mediado/?componente=ITA&sequencial=1776418&num\\_registro=201700747620&data=20181206&formato=PDF](https://ww2.stj.jus.br/processo/revista/documento/mediado/?componente=ITA&sequencial=1776418&num_registro=201700747620&data=20181206&formato=PDF). Acesso em: outubro de 2020.

BRASIL. Supremo Tribunal Federal. 1.<sup>a</sup> turma. **Agravo de instrumento n.º 592.340**. Origem: PR – Paraná. Relator: Min. Ricardo Lewandowski. Data de publicação dje 14/12/2007. Disponível em: <http://portal.stf.jus.br/processos/detalhe.asp?incidente=2384469>. Acesso em: março de 2020.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas**. 3 vol. 6. ed. São Paulo: Saraiva, 2014. 1143 p.

CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. **A nova lei das S/A**. São Paulo: Saraiva, 2002. 650 p.

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

CASTELLS, Manuel. **A sociedade em rede**. A era da informação: economia sociedade e cultura. Vol. 1. Tradução Roneide Venancio Majer. São Paulo: Paz e terra, 1999. 617 p.

CODORNIZ, Gabriela; PATETLLA, Laura (coord.) **Comentários à lei do mercado de capitais** – Lei nº 6.385/76. São Paulo: Quartier Latin, 2015. 724 p.

COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de direito comercial**: direito das empresas. vol. 2. 22. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2019. 208, p. 608.

COMPARATO, Fábio Konder. A regra do sigilo nas ofertas públicas de aquisição de ações. **Revista de direito mercantil industrial econômico financeiro**. São Paulo, n. 49, 1983. p. 56-73.

COMPARATO, Fábio Konder. *Insider trading*: sugestões para uma moralização do nosso mercado de capitais. vol. 2. **Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro**. São Paulo: Malheiros, 1971. p. 41-47.

COMPARATO, Fábio Konder. **A afirmação histórica dos direitos humanos**. VIII ed. São Paulo/SP: Saraiva. 2013. 598 p.

CONTEÚDO, Estadão. **MPF denuncia Wesley por usar informação privilegiada no mercado de câmbio**. Veja. 7 maio 2019. Disponível em: <https://veja.abril.com.br/politica/mpf-denuncia-wesley-por-usar-informacao-privilegiada-no-mercado-de-cambio/>. Acesso em: outubro de 2020.

CORSETTI, Michelangelo. **Insider trading**: informação privilegiada - o uso indevido no mercado de capitais. Curitiba: Juruá, 2013. 150 p.

COSTA, José de Faria; SILVA, Marco Antonio Marques da. **Direito penal especial, processo penal e direitos fundamentais**: visão luso-brasileira. São Paulo: Quartier Latin, 2006. 1215 p.

COSTA, José de Faria; RAMOS, Maria Elisabete. **O crime de abuso de informação privilegiada (*insider trading*)**: a informação enquanto problema jurídico-penal. Coimbra: Coimbra Editora, 2006. 120 p.

DAVID, René. **Os grandes sistemas do direito contemporâneo**. Tradução: Hermínio A. Carvalho. São Paulo/SP, Martins Fontes, 1998. 556 p.

EIZIRIK, Nelson Laks. *Insider trading* e a responsabilidade de administrador de companhia aberta. **Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro**. São Paulo: n° 50, ano XXII, p. 42 – 57, abr.-jun. 1983.

EIZIRIK, Nelson Laks; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de capitais**: regime jurídico. 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. 624 p.

ESTADOS UNIDOS DA AMERICA. **Caso cady, roberts & co. versus securities and exchange comission**. Disponível em: <https://insidertrading.procon.org/sourcefiles/CadyRobertsCo.pdf>. Acesso em janeiro de 2020.

ESTADOS UNIDOS DA AMERICA. **Rule 10b-5: notes for legislation**. Disponível em: <https://scholarlycommons.law.case.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=4414&context=caselev>. Acesso em: janeiro de 2020.

ESTADOS UNIDOS DA AMERICA. *The Laws That Govern the Securities Industry. Securities exchange act of 1934*. Disponível em: <https://legcounsel.house.gov/Comps/Securities%20Exchange%20Act%20Of%201934.pdf>. Acesso em: janeiro de 2020.

FERREIRA, Renata Rodrigues de Abreu. **Insider trading**: a repressão penal do uso de informação privilegiada no mercado de valores mobiliários. Orientador: José Francisco de Faria Costa. 2014. 117 p. Dissertação (Mestrado, na área de

especialização em ciências jurídico-criminais). Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, Coimbra, 2014. Disponível em: <https://core.ac.uk/download/pdf/43580078.pdf>. Acesso em: setembro de 2020.

*FRIJNS, Bart; GILBERT, Aaron B.; TOURANI-RAD, Alireza. Do criminal sanctions deter insider trading?*. SSRN: 14 de março de 2011. 37 p. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=1785873>. Acesso em fevereiro de 2020.

GALBRAITH, John Kenneth. **A economia das fraudes inocentes**: verdades para o nosso tempo. Tradução Paulo Antheo Soares Barbosa. São Paulo: Companhia das letras, 2004. 84 p.

GRAU, Eros Roberto. **A ordem econômica na constituição de 1988**: (interpretação crítica). 19. ed. São Paulo: Malheiros, 2018. 382 p.

HUNGRIA, Nelson; FRAGOSO, Heleno Cláudio. **Comentários ao Código Penal**: artis. 11 ao 27. 5. ed. vol. 1. Tomo 2. Rio de Janeiro: Forense, 1978. 657 p.

INIESTA, Diego. José. Gómez. **La utilización abusiva de informacion privilegiada em el mercado de valores**. Tese (Doutorado em Direito) – Facultad de derecho, Universidad de Castilla-La Mancha, Albacete, 1995. 613 p.

KELSEN, Hans. **Teoria pura do direito**. Tradução João Baptista Machado. São Paulo: Wmf martinsfontes, 2012. 427 p.

LEÃES, Luís Gastão. **Mercado de capitais e insider trading**. São Paulo: Revista dos tribunais, 1982. 198 p.

LOPES JR., Aury. **Direito processual penal**. 16. ed. São Paulo: Saraiva, 2019. 1060 p.

LUIZI, Luiz. **Os princípios constitucionais penais**. Porto Alegre: Sete mares editora, 1991. 123 p.

MAGANO, Octávio Bueno. **Introdução ao direito econômico**. São Paulo: Editora Juriscredi, 1973. 279 p.

MARTINS, José Renato. A tutela penal ambiental no direito brasileiro: abordagem da problemática social sob a ótica das garantias constitucionais. **Revista constituição, economia e desenvolvimento: revista da academia brasileira de direito constitucional**. Curitiba, v. 5, n. 9, 2013, p. 456 – 505. Disponível em: <http://abdconst.com.br/revista10/tutelaJose.pdf>. Acesso em: outubro de 2020. Acesso em: outubro de 2020.

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. **Direito dos valores mobiliários**. vol 1. Tomo 1. Rio de Janeiro: FGV, 2015. 557 p.

MELLO NETO, Benedicto de Souza. **Crimes contra o mercado de capitais**. Curitiba: Juruá, 2015. 221 p.

MIKALOVSKI, Algacir. **Crimes contra o mercado de capitais**: bem jurídico, tipos e investigação. Curitiba: Juruá, 2014. 214 p.

MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. **O insider trading no direito brasileiro**. São Paulo: Saraiva, 2017. 176 p.

NAÇÕES UNIDAS. **Declaração universal dos direitos humanos**. Disponível em: <https://nacoesunidas.org/wp-content/uploads/2018/10/DUDH.pdf>. Acesso em: setembro de 2020

NUCCI, Guilherme de Souza. **Código penal comentado**. 17. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2019. 1736 p.

NUÑEZ, Juan Antonio Martos. **Derecho penal econômico**. Madrid: Montecorvo, 1987. 449 p.

PARENTE, Flávia. **O dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas**. Rio de Janeiro: Renovar, 2005. 260 p.

PASCHOALINI, Ana Paula [et. al.]. Utilização de informação privilegiada: *insider trading*. **Revista de Direito Empresarial**. São Paulo, v. 4, p. 159 - 193, jul. 2014

PAULA, Áureo Natal de. **Crimes contra o sistema financeiro nacional e o mercado de capitais**. 7. ed. Curitiba: Juruá, 2017. 504 p.

PEREIRA, Affonso Insuela. **O direito econômico na ordem jurídica**. São Paulo: Jose Bushatsky, 1974. 297 p.

PIMENTEL, Manoel Pedro. **Direito penal econômico**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1973. 244 p.

PINHEIRO, Juliano Lima. **Mercado de capitais: fundamentos e técnicas**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2007. 354 p.

PRADO, Luiz Regis. **Curso de direito penal brasileiro**. Volume 1. Parte geral – arts. 1.º a 120. 12. ed. revista, atualizada e ampliada. São Paulo: Revista dos tribunais, 2013.

PRADO, Luiz Regis. **Direito penal econômico**. 8 ed. Rio de Janeiro: Forense, 2019. 560 p.

PRADO, Viviane Muller; ROCHMAN, Nora; VILELA, Renato. **Insider trading: normas, instituições e mecanismos de combate no Brasil**. São Paulo: FGV Direito, 2016. 102 p.

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

REMEDIO, José Antonio; MARTINS, Gustavo Aurélio. Dano moral coletivo decorrente da prática de ato de improbidade administrativa. **Revista de estudos jurídicos UNESP**. Franca, v. 22, n. 35, 2018, p. 255 – 277. Disponível em: <https://ojs.franca.unesp.br/index.php/estudosjuridicosunesp/article/view/2124/2353>. Acesso em: setembro de 2020.

ROXIN, CLAUDIUS. **Estudos de direito penal**. Tradução de Luís Greco. Rio de Janeiro: Renovar, 2006. 238 p.

SANTOS, Alexandre Pinheiro dos; OSÓRIO, Fábio Medina; WELLISCH, Julya Sotto Mayor. **Mercado de capitais: regime sancionador**. São Paulo: Saraiva, 2012. 296 p.

SARLET, Ingo Wolfgang; MARINONI, Luiz Guilherme; MITIDIERO, Daniel. **Curso de direito constitucional**. 6. ed. São Paulo/SP: Saraiva, 2017. 1472 p.

SARMENTO, Daniel; NETO, Cláudio Pereira de Souza. **Direito constitucional - teoria, história e métodos de trabalho**. 2. ed. Belo Horizonte/MG: Fórum, 2019. 624 p.

*SHEN, Han. A comparative study of insider trading regulation enforcement in the u.s. and china. journal of business & securities law. **Journal of Business & Securities Law**, vol. 9, n.º 1, outono de 2008. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=964548>. Acesso em fevereiro de 2020.*

SILVA, Américo Luís Martins da. **A ordem constitucional econômica**. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2003. 409 p.

SILVA, Américo Luís Martins Da. **Sociedades empresárias**. Vol. II. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2007. 888 p.

SILVA, José Afonso da. **Curso de direito constitucional positivo**. 38. ed. São Paulo/SP: Malheiros, 2015. 936 p.

SILVEIRA, Renato de Mello Jorge. **Direito penal econômico como direito penal de perigo**. São Paulo: Revista dos tribunais, 2006. 206 p.

SILVIA SANCHES, Jesús-María. **A expansão do direito penal: aspectos da política criminal nas sociedades pós-industriais**. 3 ed. Coleção direito e ciências afins. vol. 6. Tradução da 2 ed. espanhola: Luiz Otavio de Oliveira Rocha. São Paulo: Revista dos tribunais, 2013. 236 p.

SOUZA JÚNIOR, Francisco Satiro (coord.) **Direito, gestão e prática: mercado de capitais**. São Paulo: Saraiva, 2013. 304 p.

SOUZA, Washington Peluso Albino. **Lições de direito econômico**. Porto alegre: Sergio Antonio Fabris Editor, 2002. 317 p.

UNIÃO EUROPÉIA. **Directiva 2003/6/ce del parlamento europeo y del consejo de 28 de enero de 2003 sobre las operaciones con información privilegiada y la**

**manipulación del mercado (abuso del mercado).** Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:32003L0006&from=pt>. Acesso em fevereiro de 2020.

UNIÃO EUROPÉIA. **Directiva 2004/109/CE del parlamento europeo y del consejo de 15 de diciembre de 2004.** *Sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado y por la que se modifica la Directiva 2001/34/CE.* Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:32004L0109&from=PT>. Acesso em: março de 2020.

UNIÃO EUROPÉIA. **Directiva 2014/57/UE del parlamento europeo y del consejo de 16 de abril de 2014.** *Sobre las sanciones penales aplicables al abuso de mercado (Directiva sobre abuso de mercado).* Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014L0057&from=PT> Acesso em março de 2020.

UNIÃO EUROPÉIA. **Regolamento (UE) n. 596/2014 del parlamento europeo e del consiglio, del 16 aprile 2014.** *Relativo agli abusi di mercato (regolamento sugli abusi di mercato) e che abroga la direttiva 2003/6/CE del parlamento europeo e del consiglio e le direttive 2003/124/CE, 2003/125/CE e 2004/72/CE della commissione.* Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014R0596&from=pt>. Acesso em: março de 2020.

UTHERLANDS, Edwin H.. A criminalidade de colarinho branco. **Revista eletrônica de direito penal e política criminal UFRGS.** Tradução de Lucas Minorelli. Rio Grande do Sul, v. 2, n. 2, 2014, p. 93 - 103. Disponível em: <https://seer.ufrgs.br/redppc/article/view/56251/33980>. Acesso em: outubro de 2020.

VIDIGAL, Geraldo de Camargo. **Teoria geral do direito econômico.** São Paulo: Revista dos tribunais, 1977. 223 p.

VIEIRA, Arioaldo M.. (Coord.) **Temas relevantes no direito penal econômico e processual penal.** São Paulo: Federalm 2007. 183 p.



YEO, Victor Chuan Seng. *A comparative analysis of insider trading regulation - who is liable and what are the sanctions?* **SSRN**. 15 de janeiro de 2001. 31 p. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=260884>. Acesso em março de 2020.