

A **Série GVlaw** se insere no projeto de produção de pesquisa adotado pelo programa de especialização e educação continuada da Direito GV. A partir do conteúdo das aulas dos cursos, busca-se a construção de conhecimento que seja adequado a estudantes, advogados e demais profissionais interessados, os quais têm sua atuação pautada pelas novas demandas do mercado de trabalho globalizado.

*Crimes Financeiros e Correlatos* é o quarto volume da serie em Direito Penal Econômico. Espere-se, assim, estimular a reflexão crítica e o debate jurídico nacional.



**SAC** | 0800-0557688  
**Jur** | saraivajur@editorasaraiva.com.br  
De 2ª a 6ª, das 8:30 às 19:30



série *GVlaw*

série *GVlaw*

## Crimes Financeiros e Correlatos

### **Coordenadores**

Celso Sanchez Vilardi  
Flávia Rahal Bresser Pereira  
Theodomiro Dias Neto

### **Autores**

Alexandre Wunderlich  
Andrei Zenkner Schmidt  
Antonio Tovo Loureiro  
Augusto Eduardo de Souza Rossini  
Auriney Uchôa de Brito  
Carolina Yumi de Souza  
Luciano Feldens  
Ludmila de Vasconcelos Leite Groch  
Rodrigo de Grandis

Coordenadores  
Celso Sanchez Vilardi  
Flávia Rahal Bresser Pereira  
Theodomiro Dias Neto

Crimes Financeiros  
e Correlatos



 Editora  
**Saraiva**



DIREITO GV  
- GVlaw

DIREITO PENAL ECONÔMICO

**série *GVlaw***

Celso Sanchez Vilardi  
Flávia Rahal Bresser Pereira  
Theodomiro Dias Neto  
***Coordenadores***

## **DIREITO PENAL ECONÔMICO**

### **Crimes Financeiros e Correlatos**

Alexandre Wunderlich  
Andrei Zenkner Schmidt  
Antonio Tovo Loureiro  
Augusto Eduardo de Souza Rossini  
Auriney Uchôa de Brito  
Carolina Yumi de Souza  
Luciano Feldens  
Ludmila de Vasconcelos Leite Groch  
Rodrigo de Grandis

2011





Rua Henrique Schaumann, 270, Cerqueira César — São Paulo — SP  
CEP 05413-909

PABX: (11) 3613 3000

SACJUR: 0800 055 7688

De 2ª a 6ª, das 8:30 às 19:30

saraivajur@editorasaraiva.com.br

Acesso: www.saraivajur.com.br

#### FILIAIS

##### AMAZONAS/RONDÔNIA/ROZARIANA/ACRE

Rua Costa Arevedo, 56 — Centro  
Fone: (92) 3633-4227 — Fax: (92) 3633-4782 — Manaus

##### BAHIA/SERGIPE

Rua Agrícola Dórea, 23 — Brotas  
Fone: (71) 3381-5854 / 3381-5895  
Fax: (71) 3381-0959 — Salvador

##### BAURIO (SÃO PAULO)

Rua Monsenhor Clam, 2-55/2-57 — Centro  
Fone: (14) 3234-5643 — Fax: (14) 3234-7401 — Baurio

##### CEARÁ/PIAUÍ/MARANHÃO

Av. Filomeno Gomes, 670 — Jucurecaçoia  
Fone: (85) 3238-2323 / 3238-1384  
Fax: (85) 3238-1331 — Fortaleza

##### DISTRITO FEDERAL

SIA/SUL Trecho 2 Lote 850 — Setor de Indústria e Abastecimento  
Fone: (61) 3344-2920 / 3344-2951  
Fax: (61) 3344-1709 — Brasília

##### GOIÁS/TOCANTINS

Av. Independência, 5330 — Setor Aeroporto  
Fone: (62) 3222-2882 / 3224-2806  
Fax: (62) 3224-3016 — Goiânia

##### MATO GROSSO DO SUL/MATO GROSSO

Rua 14 de Julho, 3148 — Centro  
Fone: (67) 3382-3682 — Fax: (67) 3382-0112 — Campo Grande

##### MINAS GERAIS

Rua Além Paraíba, 449 — Logotinha  
Fone: (31) 3429-8300 — Fax: (31) 3429-8310 — Belo Horizonte

##### PARÁ/AMAPÁ

Travessa Apinogés, 186 — Batista Campos  
Fone: (91) 3222-9034 / 3224-9038  
Fax: (91) 3241-0499 — Belém

##### PARANÁ/SANTA CATARINA

Rua Conselheiro Laurindo, 2895 — Prado Velho  
Fone/Fax: (41) 3332-4894 — Curitiba

##### PERNAMBUCO/PARAÍBA/R. G. DO NORTE/ALAGOAS

Rua Corredor do Biço, 185 — Boa Vista  
Fone: (81) 3421-4246 — Fax: (81) 3421-4510 — Recife

##### RIBEIRÃO PRETO (SÃO PAULO)

Av. Francisco Junqueira, 1255 — Centro  
Fone: (16) 3610-5843 — Fax: (16) 3610-8284 — Ribeirão Preto

##### RIO DE JANEIRO/ESPÍRITO SANTO

Rua Visconde de Santa Isabel, 113 e 119 — Vila Isabel  
Fone: (21) 2577-9494 — Fax: (21) 2577-8867 / 2577-9565  
Rio de Janeiro

##### RIO GRANDE DO SUL

Av. A. J. Renner, 231 — Fomapos  
Fone/Fax: (51) 3371-4001 / 3371-1467 / 3371-1562  
Porto Alegre

##### SÃO PAULO

Av. Andrietta, 92 — Bana Funda  
Fone: PABX (11) 3616-3666 — São Paulo

129.052.001.001

ISBN 978-85-02-13039-5

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)  
(Câmara Brasileira do Livro, SP, Brasil)

Direito penal econômico : crimes financeiros e correlatos /  
Celso Sanchez Vilardi, Flávia Rahal Bresser Pereira,  
Theodomiro Dias Neto, coordenadores. — São Paulo  
Saraiva, 2011. — (Série GVlaw)  
Vários autores.

#### Bibliografia.

1. Direito econômico 2. Direito penal I. Sanchez  
Vilardi, Celso. II. Pereira, Flávia Rahal Bresser. III. Dias  
Neto, Theodomiro. IV. Série.

11-05323

CDU-343.33

Índice para catálogo sistemático:

1. Direito penal econômico 343.33

*Diretor editorial Luiz Roberto Curio*

*Gerente de produção editorial Lígia Alves*

*Editora Manuella Santos de Castro*

*Assistente editorial Aline Darcy Flôr de Souza*

*Assistente de produção editorial Cláudia Boaschi Maria*

*Preparação de originais Liana Ganiko Brito Calenacci*

*Arte e diagramação Cristina Aparecida Agudo de Freitas*

*Lidia Pereira de Moraes*

*Revisão de provas Rita de Cássia Queiroz Gorgatti*

*Claudete da Fonseca Rebelo*

*Maria Cândida Machado*

*Serviços editoriais Elaine Cristina da Silva*

*Kelli Priscila Pinto*

*Produção gráfica Moisés Rompim*

*Impressão Bortia Gráfica*

*Acabamento Bortia Gráfica*

**Data de fechamento da edição: 15-6-2011**

Dúvidas?

Acesso [www.saraivajur.com.br](http://www.saraivajur.com.br)

Nenhum parte desta publicação poderá ser reproduzida por qualquer meio  
ou forma sem a prévia autorização do Editor Saraiva.

A violação dos direitos autorais é crime estabelecido na Lei n. 9.610/98 e  
punido pelo artigo 184 do Código Penal.

ALEXANDRE WUNDERLICH E ANTONIO TOVO LOUREIRO

SCHMIDT, Andrei Zenkner e FELDENS, Luciano. **O crime de evasão de divisas**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2006.

TÓRTIMA, José Carlos. **Crimes contra o Sistema Financeiro Nacional**. 2.ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2002.

4 ASPECTOS PENAIS DO USO DE INFORMAÇÃO  
PRIVILEGIADA (*INSIDER TRADING*) NO  
DIREITO BRASILEIRO

*Rodrigo de Grandis*

*Professor do programa de educação continuada e especialização em Direito –  
Law; procurador da República em São Paulo com atuação nas Vars Especiali-  
zadas em crimes contra o sistema financeiro nacional e em crimes de lavagem de  
dinheiro da Subseção Judiciária de São Paulo.*

#### 4.1 Introdução<sup>1</sup>

O presente artigo tem o objetivo de analisar o delito de uso de informação privilegiada – ou *insider trading* –, no que se refere às divergências doutrinárias relacionadas à criminalização da conduta, ao bem jurídico protegido e ao contexto jurídico-social que ensejou a sua criação pelo legislador brasileiro.

Incorporado ao nosso ordenamento jurídico pela Lei n. 10.303/2001 (art. 27-D da Lei n. 6.385/76) (BRASIL, 1976)<sup>2</sup>, o crime de *insider trading* acabou importando também as discussões existentes na doutrina estrangeira sobre o uso indevido de informações privilegiadas no mercado de capitais, passando, assim, a figurar como objeto das investigações do Direito Penal Econômico brasileiro. Nossa pretensão é acrescentar mais uma nota a estes estudos.

Nesse sentido, muitas são as questões que ainda orbitam a conduta do *insider trading*: é legítima sua punição pelo Direito Penal? Quando uma decisão tomada no âmbito da companhia torna-se, para fins de divulgação ao mercado, uma “informação ou fato relevante”? Qual é o bem jurídico protegido pelo crime do artigo 27-D da Lei n. 6.385/76? Quem pode ser considerado *insider*? A quem pertence a competência para o processo e o julgamento do delito, à Justiça Federal ou à Justiça Estadual?

---

<sup>1</sup> Este trabalho contou com a inestimável contribuição do Professor João Daniel Rassi, a quem, de público, agradeço.

<sup>2</sup> BRASIL. Lei n. 6.385 de 7 de dezembro de 1976. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/L6385.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6385.htm)>. Acesso em: 22 dez. 2010.

A justificativa deste estudo se deve ao fato de que, não obstante a relevância da criminalização do uso de informação privilegiada para o regular funcionamento do sistema financeiro e econômico do país, são escassas as soluções apresentadas para as questões acima indicadas no campo penal, tanto pela doutrina quanto pela jurisprudência. Talvez porque, até onde se tem notícia, poucos são os procedimentos administrativos instaurados para apurar o *insider trading*<sup>3</sup>. No campo criminal, uma única ação penal tramita, até o momento, perante a Justiça brasileira, relacionada à Oferta Pública de Aquisição (OPA) da SADIA S/A para a aquisição da totalidade das ações da PERDIGÃO S/A em 16 de julho de 2006 (JUSTIÇA FEDERAL, 2009)<sup>4</sup>.

Esse contexto, porém, não pode nos impedir de realizar uma abordagem dessa figura delitiva à luz dos postulados que delineiam o Direito Penal brasileiro, notadamente o Direito Penal Econômico, para, com isso, tentar responder às indagações – ou pelo menos parte delas – suscitadas, em sua grande maioria, pelas questões que acabaram por surgir no cotidiano forense.

---

142

Com efeito, o direito à igualdade de acesso às informações, a proteção constitucional da ordem econômica e financeira, e a relevância do direito à informação plena para o bom funcionamento do mercado de capitais formam o complexo contexto no qual se

---

<sup>3</sup> Segundo informação colhida na **Revista ValorInveste**, em quarenta anos a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) instaurou apenas 67 (sessenta e sete) processos administrativos visando a apuração de possível prática de uso de informação privilegiada (CONVÊNIO com Ministério Público agiliza processos: liminares impedem acusados de *insider* de embolsar os lucros com as operações. **Revista ValorInveste**, ano 7, dez. 2009/jan. 2010, n. 35, p. 30).

<sup>4</sup> Trata-se da Ação Penal n. 2009.61.81.005123-4, movida pelo Ministério Público Federal perante a 6ª Vara Criminal da Subseção Judiciária de São Paulo, contra Luiz Gonzaga Murat Junior e Romano Ancelmo Fontana Filho. SÃO PAULO. Justiça Federal de Primeiro Grau. Ação Penal n. 2009.61.81.005123-4. 6ª Vara Criminal da Subseção Judiciária de São Paulo. Protocolada em: 4-5-2009. Disponível em: <<http://www.jfsp.jus.br/foruns-federais/>>. Acesso em: 22 dez. 2010.

insere o crime de *insider trading*, o qual buscaremos delinear brevemente, em ordem a propiciar uma melhor compreensão do instituto sob análise.

Do mesmo modo, empreenderemos o estudo acerca do bem jurídico protegido pelo delito previsto no art. 27-D da Lei n. 6.385/76, haja vista que é ele, o bem jurídico, o elemento capaz de fornecer ao intérprete os recursos mais importantes no momento de aplicação da norma penal. Ao depois, analisaremos as condições jurídicas exigidas para o estabelecimento do sujeito ativo do crime e, ao final, sustentaremos, à luz dos dispositivos constitucionais envolvidos, a competência da Justiça Federal para o processo e o julgamento do crime de *insider trading*.

#### 4.2 O princípio da informação plena e sua relevância para o mercado de capitais: perspectiva civil e administrativa

O mercado de capitais representa o segmento, a parcela ou setor do *sistema financeiro nacional* onde está concentrada toda a rede de instituições financeiras e bolsa de valores e que operam com a compra e venda de ações e títulos de dívida em geral, sempre no longo prazo. Esse mercado atua no financiamento do capital de giro e do capital fixo das sociedades anônimas de capital aberto (PASSOS; NOGAMI, 2006, p. 487).

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 (art. 170 da CR/88), e que se desenvolve sob um contexto que busca promover o desenvolvimento equilibrado do País e a servir aos interesses da coletividade (art. 192 da CR/88).

Dessa forma, parece fora de dúvida que o mercado de capitais desempenha papel de extrema importância no desenvolvimento da

sociedade e da economia, impondo-se, por conseguinte, que se cumpram, regular e *eficientemente*, as suas relevantes funções<sup>5</sup>.

Conquanto existam vários significados para a vocábulo *eficiência*, dois são especialmente relevantes para o mercado de capitais: (i) a *eficiência de alocação* ou de *atribuição de recursos*, e (ii) a *eficiência informativa*.

Há *eficiência de alocação* quando o mercado consegue transferir os recursos dos investidores às unidades demandantes de capital, enquanto a *eficiência informativa* estará presente quando demonstrada a capacidade dos mercados em incorporar toda a informação disponível nos preços (SAINZ, 2007, p. 57).

A *eficiência informativa* funciona como verdadeiro pressuposto da *eficiência de alocação de recursos*, o que *autoriza a conclusão* – preliminar, é verdade, porém não menos importante – que para garantir um mercado de concorrência perfeita, a informação deve ser pú-

<sup>5</sup> A função de formação de capital ocorre mediante a transformação de serviços específicos do mercado em diferentes formas, as quais são delimitadas por José Marcelo Martins Proença (MARTINS PROENÇA, José Marcelo. *Insider Trading – regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 73) nos seguintes termos: “a) conversão de ativos líquidos em investimentos fixos; b) transformação de prazos – um mercado de capitais é planejado para transformar empréstimos concedidos relativamente em curto prazo em empréstimos tomados possivelmente em longo prazo; o prestador original pode resolver liquidar seu investimento quando assim o desejar, enquanto o tomador recebe recursos de longo prazo, aplicáveis em investimentos de longo prazo, por um período de tempo definido e sob acordos fixados de retorno e reembolso; c) a transformação de magnitudes de capital – representadas pela transformação de pequenos e médios montantes de capital em grandes montantes; isso se verifica porque, no mercado de capitais, o capital, via de regra, é acumulado gradativamente, ou seja, pequenas quantias, surgindo umas após as outras, acabam tornando-se grandes investimentos, somente visíveis por meio dos serviços de captação do mercado de capitais; d) transformação dos riscos – o risco, ao se investir dinheiro, significa tanto o risco de retorno e reembolso, como o risco provocado pela inexistência de liquidez no caso de o investidor querer resgatar o seu investimento; ambos são, de fato, reduzidos, quando se dispõe de um mercado de capitais bem organizado”.

blica, franqueada indistintamente, possibilitando que todos os agentes participem do mercado de capitais em verdadeira igualdade de condições, ou, mais precisamente, sob concreta *simetria informacional*<sup>6</sup>.

Vale dizer: quando um dos participantes do mercado realiza operações valendo-se de informações sigilosas detidas exclusivamente por ele ou por um número restrito de pessoas igualmente privilegiadas, existirá, inegavelmente, uma posição de indevida vantagem em detrimento dos demais investidores que justificará a atuação da ordem jurídica na prevenção e na repressão dessa deletéria situação de assimetria<sup>7</sup>.

Mas não é só. Além de pública, a informação deve ser *plena*. O conceito de plenitude não emana do volume ou da quantidade de informações sobre determinado negócio ou fato relacionado à atividade societária, mas da natureza dessas informações, isto é, da aptidão de elas interferirem direta ou indiretamente sobre a vida da companhia e, principalmente, *sobre o preço de seus papéis*.

---

<sup>6</sup> Consoante Otavio Yazbek (YAZBEK, Otavio. **Regulação do mercado financeiro e de capitais**, Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, p. 188-189), a *assimetria informacional* no mercado representa uma “falha de mercado justificadora, tradicionalmente, da regulação financeira”. E continua Yazbek: “Daí podem advir aquelas situações de *moral hazard*, em que o agente mais informado se beneficia da hipossuficiência dos demais, e, já em um outro plano, também mecanismos de seleção adversa, tendo em vista a generalizada perda de confiança nos mecanismos de mercado”.

<sup>7</sup> Deveras, tal é a importância do postulado da informação, que Calixto Salomão Filho (SALOMÃO FILHO, Calixto. **O novo direito societário**, 3. ed., rev. e ampl., São Paulo: Malheiros, 2006, p. 154) não vislumbra exagero em considerá-lo “central para o funcionamento e a própria existência do mercado de capitais”, no que é acompanhado por José Marcelo Martins Proença (MARTINS PROENÇA, José Marcelo. **“Insider Trading” – regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 134), que enxerga a relevância da regulação da informação no mercado de capitais “no sentido de ser esta um meio eficaz de proteção do investidor, já que o habilita a tomar conscientemente, ao menos, em tese, as suas decisões de investimento”.

A questão, como pontua Calixto Salomão Filho (2006, p. 155), não é índole quantitativa, mas *qualitativa*. Consequentemente – sustenta Salomão Filho – “sobre dois grandes grupos de atos deve haver informação total: aqueles atos patrimoniais direcionados a influenciar diretamente o valor, a forma, a propriedade ou os direitos das ações” (2006, p. 155), bem como os *negócios da companhia*, “ao menos sobre aqueles negócios que possam influenciar sua lucratividade” (2006, p. 156).

Assim, se no passado existiu entendimento doutrinário que contestava a validade do *full disclosure*<sup>8</sup>, parece-nos claro, de outro lado, que o modelo brasileiro inegavelmente optara por prestigiar o princípio da informação no âmbito do mercado de capitais, seguindo, nesse passo, a experiência norte-americana, pautada que fora pelo postulado da “profilaxia do mercado”<sup>9</sup>.

<sup>8</sup> Sob o argumento de que, no caso brasileiro, “inexistindo uma tradição de mercado, e sendo o investidor médio despreparado para absorver a massa de informações colocadas à sua disposição (balanços, prospectos etc.), pareceria falacioso, dizer que os investidores, de posse desses dados, estão devidamente protegidos” (LEÃES, Luís Gastão Paes de Barros. *Mercado de capitais & “insider trading”*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1982, p. 133).

<sup>9</sup> Nesse sentido merecem registro as regras emitidas pela SEC (*Securities Exchange Commission*) norte-americana a partir do *crash* da bolsa em 1929, notadamente a *Section 10 b*) e a *Section 16 b*) do *Securities Exchange Act* de 1934 e a *Rule 10b-5*, emitida em 1942. De acordo com Fábio Konder Comparato (1983, p. 58), “A ideia central que orientou a elaboração das famosas leis de 1933 e 1934, nos Estados Unidos, foi exposta, pela primeira vez, em artigo de 1914 de Louis D. Brandeis (*Other People’s Money*), eminente advogado que seria depois juiz na Corte Suprema. Era a profilaxia do mercado, por meio da mais ampla e completa informação ao público. Na frase sempre citada, ‘assim como a luz solar é tida como o melhor dos desinfetantes, a luz elétrica é o mais eficiente policial. A lei, frisou Brandeis, não deveria tentar evitar que os investidores fizessem maus negócios. O controle e a intervenção estatal constituiriam, no caso, um remédio pior do que a moléstia. Dever-se-ia, antes, partir do princípio de que o público investidor é bastante adulto para, uma vez adequadamente informado, tomar as decisões econômicas que julgar melhores, segundo seus próprios

Essa assertiva deriva da análise do ambiente normativo que permeia e regulamenta o mercado de capitais brasileiro, quer no plano cível, a partir das normas delineadas na Lei n. 6.404/76 e na Lei n. 6.385/76, quer no plano administrativo, consoante exsurge de várias normas emitidas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), e, finalmente – embora mais recentemente (2001) –, no âmbito penal, com a introdução do delito de *insider trading* no artigo 27-D na Lei de Mercado de Capitais.

Com efeito. O art. 157, § 4º, da Lei n. 6.404/76, determina que os administradores da companhia aberta são obrigados a comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembleia geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou fato relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia.

No plano administrativo, a regra do citado art. 157 encontra complemento na Instrução CVM n. 358, de 3 de janeiro de 2002, a qual dispõe, dentre outras providências, sobre a divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas.

O art. 2º da Instrução CVM n. 358/2002 (BRASIL, 2002)<sup>10</sup> estabelece, a seu turno, o conceito de ato ou fato relevante nos seguintes termos: “Considera-se relevante, para os efeitos desta Instrução, qual-

---

interesses, dos quais é o único juiz competente”. Para uma profunda abordagem sobre a experiência norte-americana na proteção da informação no mercado de capitais, veja-se Luís Gastão Paes de Barros Leães (LEÃES, Luís Gastão Paes de Barros.  **Mercado de capitais & “insider trading”**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1982, p. 139 et seq.). Para uma visão do tratamento do uso indevido de informação privilegiada no Direito Comparado, confira-se José Marcelo Martins Proença (MARTINS PROENÇA, José Marcelo. **“Insider Trading” – regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 203-268).

<sup>10</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução n. 358 de 3 de janeiro de 2002**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/>>. Acesso em: 22 dez. 2010.

quer 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”.

O parágrafo único do art. 2º da Instrução CVM n. 358/2002, por sua vez, contempla um conjunto de atos ou fatos considerados, *dentre outros*, potencialmente relevantes, deixando patente que se trata de rol *meramente exemplificativo*, e não taxativo ou *numerus clausus*, de onde é possível destacar, apenas à guisa de registro, os seguintes casos: (i) a assinatura de acordo ou contrato de transferência do controle acionário da companhia, ainda que sob condição suspensiva ou resolutiva; (ii) a mudança no controle da companhia, inclusive através de celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas; (iii) a celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas em que a companhia seja parte ou interveniente, ou que tenha tido sido averbado no livro próprio da companhia; (iv) incorporação, fusão ou cisão envolvendo a companhia ou empresas ligadas; (v) mudança na composição do patrimônio da companhia; (vi) mudança de critérios contábeis; (vii) aquisição de ações da companhia para permanência em tesouraria ou cancelamento, e alienação de ações assim adquiridas; e (viii) impropriedade de concordata, requerimento ou confissão de falência ou propositura de ação judicial que possa vir a afetar a situação econômico-financeira da companhia<sup>11</sup>.

<sup>11</sup> Vale, portanto, nessa quadra, a observação de Nelson Eizirik, Ariádna B. Gaal, Flávia Parente e Marcus de Freitas Henriques (2008, p. 469), no sentido de que “o critério fundamental para configurar um ato relevante não é apenas verificar se ele está incluí-

Para além de conceituar ato ou fato relevante, a Instrução CVM n. 358/2002 ainda estipula deveres de comunicação de informações relevantes *ao* e *para* o Diretor de Relações com Investidores (cf. art. 3º) e deveres amplos de guarda de sigilo (cf. art. 8º), seguindo, nesse ponto, o art. 155, § 4º, da Lei n. 6.404/76 (BRASIL, 1976)<sup>12</sup>, que assinala a vedação da 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.

A Lei das Companhias, assenta, assim, deveres de lealdade (*standard of loyalty*) que incidem principalmente – *mas não exclusivamente* – sobre o administrador, o qual deve manter reserva sobre os seus negócios e sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, obtida em razão do cargo e capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores, e também deve cuidar para que tal situação não ocorra através de subordinados ou terceiros de sua confiança (cf. art. 155 da Lei n. 6.404/76).

A Instrução CVM n. 358/2002 ainda prescreve expressas vedações às negociações com valores mobiliários de emissão da companhia, ou a eles referenciados, pela própria companhia aberta, *antes da divulgação ao mercado de ato ou fato relevante ocorrido nos seus negócios*, pelos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas criados por disposição estatutária, ou por quem quer que, em virtude de seu cargo, função ou posição na companhia aberta, sua controladora ou coligadas, tenha conhecimento da informação relativa ao ato ou fato relevante (cf. art. 13, *caput*, da Instrução CVM n. 358/2002).

---

do na mencionada relação exemplificativa, mas saber se ele pode influenciar a cotação das ações da companhia, a intenção dos investidores de comprá-las ou vendê-las ou de exercerem quaisquer direitos inerentes à condição de titulares de tais ações”.

<sup>12</sup> BRASIL. Lei n. 6.404 de 7 de dezembro de 1976. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/L6385.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6385.htm)>. Acesso em: 22 dez. 2010.

A vedação à negociação para aquele que tenha tido acesso à informação relevante também incide sobre qualquer pessoa que tenha conhecimento de informação referente a ato ou fato relevante, sabendo que se trata de informação ainda não divulgada ao mercado, *em especial* àqueles que tenham relação comercial, profissional ou de confiança com a companhia, tais como auditores independentes, analistas de valores mobiliários, consultores e instituições integrantes do sistema de distribuição, aos quais compete verificar a respeito da divulgação da informação antes de negociar com valores mobiliários de emissão da companhia ou a eles referenciados (cf. art. 13, § 1º, da Instrução CVM n. 358/2002).

Deveras, é tamanha a importância de a companhia zelar pela divulgação da informação de modo claro e preciso, em linguagem acessível ao público investidor, que o parágrafo único do art. 6º da Instrução CVM n. 358/2002 adverte que os acionistas controladores ou os administradores ficam obrigados a, diretamente ou através do Diretor de Relações com Investidores, divulgar imediatamente o ato ou fato relevante, na hipótese da informação escapar ao controle ou se ocorrer oscilação atípica na cotação, preço ou quantidade negociada dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados.

Isso significa que os acionistas controladores e os administradores das companhias não podem, sob o pretexto de a informação não ter sido objeto de formal divulgação ao mercado na forma do art. 3º da Instrução CVM n. 358/2002, negar-se a ratificar, refutar, complementar ou de alguma maneira omitir-se acerca de qualquer informação com aptidão de influenciar, de modo ponderável, na decisão dos investidores, ainda que ela já esteja disseminada e que se tenha verificado, por alguns investidores, a sua utilização para compra ou venda de valores mobiliários da companhia.

Existe, todavia, uma importante exceção à regra da imediata divulgação, pela companhia, de ato ou fato relevante: quando os acionistas controladores ou os administradores entenderem que sua revelação *porá em risco interesse legítimo da companhia* (cf. art. 6º da Instrução CVM n. 358/2002).

O problema, sem dúvida, reside na dificuldade de se estabelecer, com precisão, quais as situações que efetivamente ensejam *risco a interesse legítimo da companhia*. Tentando conferir algum sentido a esse verdadeiro *conceito jurídico indeterminado*<sup>13</sup>, Calixto Salomão Filho (2006, p. 158) assevera que o direito de não prestar informações “não se justifica com base na proteção de informações estratégicas contra a concorrência. O interesse legítimo da companhia restringe-se, basicamente (ressalva feita a situações excepcionais aí não enquadradas), a danos de imagem ou reputação que podem surgir da não prestação de informação. Ainda assim a situação deve ser reversível, de modo a justificar que se aguarde sua reversão. Isso significa que é da própria divulgação da informação que pode decorrer dano e não dos fatos que lhe estão na origem (e que podem ser revertidos)”.

De qualquer modo, à míngua de melhor e mais seguro critério, parece-nos que essa *válvula de escape* aos acionistas controladores e administradores das companhias deverá ser sempre interpretada *restritiva-*

<sup>13</sup> Sobre o que vem a ser *conceito jurídico indeterminado*, eis o magistério de José Carlos Barbosa Moreira (MOREIRA, José Carlos Barbosa. *Regras de experiência e conceitos juridicamente indeterminados*, in: **Temas de direito processual**, 2ª série, São Paulo: Saraiva, 1980, p. 64): “Nem sempre convém, e às vezes é impossível, que a lei delimite com traço de absoluta nitidez o campo de incidência de uma regra jurídica, isto é, que descreva em termos pormenorizados e exaustivos todas as situações fáticas a que há de ligar-se este ou aquele efeito no mundo jurídico. Recorre então o legislador ao expediente de fornecer simples *indicações* de ordem genérica, dizendo o bastante para tornar claro o que lhe parece essencial, e deixando ao aplicador da norma, no momento da *subsunção* – quer dizer, quando lhe caiba determinar se o fato singular e concreto com que se defronta corresponde ou não ao modelo abstrato –, o cuidado de ‘preencher os claros’, de cobrir os ‘espaços em branco’. A doutrina costuma falar, ao propósito, em ‘conceitos jurídicos indeterminados’ (*unbestimmte Rechtsbegriffe*)”. Nelson Nery Junior e Rosa Maria de Andrade Nery (NERY JUNIOR, Nelson. **Código Civil comentado**, 6. ed., São Paulo: Revista dos Tribunais, 2008, p. 190), entretanto, preferem a denominação *conceito legal indeterminado*, assinalando que a “indeterminação está na norma legal e não na forma” e que a “indeterminação é, por outro lado, também das expressões de que se compõe o conceito legal”.

*mente*, em face da relevância do postulado do dever de proporcionar informações plenas para o ótimo funcionamento do mercado de capitais.

Em síntese: o quadro normativo vigente no ordenamento jurídico brasileiro encampou a ideia do direito norte-americano de que os administradores das sociedades anônimas se situam numa relação de confiança ou fidúcia (*fiduciary relationship*) para com a sociedade e os acionistas (LEÃES, 1982, p. 176).

Dessa relação de confiança emanam *diversos deveres* (lealdade e informação plena) e uma *conclusão*: a vedação, por parte de determinadas pessoas, da utilização de informações relacionadas à vida da companhia que possam conduzir a uma indevida posição privilegiada no mercado de capitais, ou seja, a proibição da prática do *insider trading*, cuja repressão, na dicção de Luís Gastão Paes de Barros Leães (1982, p. 173), nada mais representa do que um “corolário natural da adoção do princípio do *disclosure* na regulação do mercado de valores”.

#### 4.3 *Insider trading*: problematização e conceito

Conforme indicamos acima, no âmbito das companhias existe um grupo de pessoas que, por força de *especiais circunstâncias*, têm acesso a informações sigilosas capazes de influenciar, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia. Tais pessoas são os denominados *insiders*, sobre os quais se impõe, em virtude dos postulados da lealdade e da informação plena, o dever de divulgar o fato relevante a que tiveram conhecimento ou absterem-se de utilizar a informação considerada *privilegiada* em benefício próprio (*disclose or refrain from trading*).

Isso, registre-se, no atual contexto mundial (QUIROGA, 2005, p. 433), pois não se pode deixar de consignar a existência de opinião no sentido da *licitude* e da *benignidade* da prática do *insider trading*, isto é, de um importante movimento jurídico e econômico no sentido de

que, antes de representar um mal, uma infração, o *uso de informação privilegiada* acarreta importantes benefícios para o mercado de capitais, para as empresas e para os próprios investidores, devendo ser incentivado, motivado, e não reprimido.

A corrente que advoga os benefícios do *insider trading* foi desenvolvida originariamente por Henry Manne, na obra *Insider Trading and Stock Market*, de 1966. A partir da década de oitenta, ela recebeu acen-tuada acolhida na denominada *Escola de Chicago*<sup>14</sup>, sobretudo pelos teóricos mais radicais, que sustentavam a maximização do lucro como objetivo a ser perseguido pelo Direito Econômico.

Aqueles que defendem a *legalização* do *insider trading* apresentam a seguinte ordem de argumentos: (i) os *insiders* proporcionam informações relevantes ao mercado; assim, o uso da informação privilegiada permite que os preços das ações se ajustem rapidamente ao seu valor real, ao mesmo tempo em que reduzem as flutuações das cotações; (ii) ao operarem no mercado, os *insiders* incrementam os lucros aos acionistas, conseguindo que os preços dos mercados amoldem-se aos preços reais; (iii) os lucros obtidos pelo *insider* decorrem de seu trabalho e de sua perspicácia na interpretação do mercado de valores mobiliários; (iv) investidores com pouca informação negociarão seus papéis

<sup>14</sup> A Escola de Chicago (*Chicago School*), cujo representante maior, na área jurídica, é o magistrado e professor norte-americano Richard Posner, preconiza a preponderância da eficiência produtiva, ou seja, a análise da equação custo/benefício na elaboração de políticas jurídicas e na fundamentação das decisões judiciais, considerando a eficiência econômica como verdadeiro valor jurídico. Para um detalhamento sobre a Escola de Chicago e o pensamento de Posner (POSNER, Richard A. **The economics of justice**, Harvard University Press, 1983) e *Economic Foundations of Private Law*, de Richard A. Posner e Francesco Parisi (POSNER, Richard A.; PARISI, Francesco. **Economic Foundations of Private Law (An Elgar Critical Writings Reader)**, 2002). Para uma visão da teoria do *Law and Economics* aplicada ao Direito Penal: Jesús-María Silva Sánchez (SILVA SÁNCHEZ, Jesús María. **Eficiência e direito penal**, Coleção Estudos de Direito Penal, v. 11, Barueri-SP: Manole, 2004).

ainda que exista a abstenção do *insider* na utilização da informação privilegiada; (v) quando o *insider* negocia ele indica para o mercado a direção correta; (vi) quando os administradores da companhia compram valores mobiliários eles apontam os preços para cima; na venda, haverá a indicação de preços para baixo; (vii) controlar o uso da informação privilegiada é um procedimento complexo e, portanto, dispendioso; assim, várias companhias não vedam, pelo menos expressamente, o *insider trading*; por fim, (viii) deve-se deixar a função de incentivar ou reprimir o *insider trading* nas mãos do próprio mercado, visto que este desempenha tais funções de modo mais eficiente; os órgãos de regulação são ineficientes e, no mais das vezes, estão submetidos à *captura*<sup>15</sup>.

Entretanto, como pontua Esther Hernández Sainz (2007, p. 186), os argumentos daqueles que defendem as benesses do uso da informação privilegiada têm sido rebatidos um a um, tanto pela doutrina jurídica como pela ciência econômica, constatando-se que grande parte dos países que apresentam mercados de valores mobiliários desenvolvidos proíbem a prática do *insider trading*.

---

<sup>15</sup> Segundo se colhe do Dicionário de Economia do Século XXI de Paulo Sandroni (SANDRONI, Paulo. **Dicionário de economia do século XXI**, Rio de Janeiro: Record, 2005, p. 121), a teoria da captura foi desenvolvida no campo da regulação por George Stigler, partindo da ideia “que um ramo industrial regulamentado pode beneficiar-se dessa regulamentação ‘capturando’ ou subordinando a agência governamental encarregada de gerenciar tal regulamentação. As razões para que isso aconteça são várias: 1) a indústria geralmente dispõe de conhecimentos técnicos sobre o setor bem maiores do que a agência governamental, o que significa que esta última até certo ponto depende da indústria nesse âmbito; 2) os funcionários da agência governamental podem sair dos quadros da indústria, ou então estes poderão ocupar no futuro posições nas agências governamentais; 3) a agência governamental por vezes necessita que a indústria reconheça sua necessidade e obtenha cooperação informal por parte da indústria”. Para uma específica abordagem da teoria da captura no âmbito das agências reguladoras, veja-se Alexandre Santos de Aragão (ARAGÃO, Alexandre Santos de. **Agências reguladoras e a evolução do direito administrativo econômico**, 2. ed., Rio de Janeiro: Forense, 2005, p. 365-367).

Com efeito, está consolidada a perspectiva – jurídica e econômica – de que, ao contrário do que apregoam os seguidores de Manne, o *insider trading* (i) não proporciona a alocação eficiente dos recursos na economia. A companhia, em verdade, (ii) é prejudicada, pois os seus administradores (*insiders*) lucram secretamente em detrimento dos acionistas.

Sob outro giro, (iii) a afirmação de que quando o *insider* negocia ele indica para o mercado a direção correta para os demais investidores também não pode ser acatada, haja vista que, normalmente, o (iv) mercado desconhece os motivos pelos quais o *insider* negocia, isto é, ele não sabe, de antemão, se o *insider* está, ou não, se utilizando de informação privilegiada. Ademais, (v) aqueles que detêm informações relevantes e as utilizam no mercado de capitais valem-se de diversos expedientes para acobertar a sua identidade e, assim, não alertar os demais investidores, de sorte a garantir a maximização do lucro.

Nesse sentido, é comum que a compra ou a venda de papéis sejam levadas a efeito mediante a utilização de interpostas pessoas ou de pessoas jurídicas *offshore*. Mais: (vi) para valorizar suas ações, a administração da companhia pode entregar informações em parcelas, em *conta-gotas*, levando, com isso, a um aumento da volatilidade dos ativos. (vii) O uso de informação privilegiada afeta negativamente o funcionamento interno e o desenvolvimento das companhias abertas, bem como a sua boa governança, incentivando os administradores a perpetrar condutas lesivas aos interesses da pessoa jurídica e dificultando os processos internos de tomada de decisões.

Enfim, partindo do pressuposto que o princípio da informação plena consubstancia um dogma fundamental do mercado de capitais e do sistema normativo das companhias (COMPARATO, 1983, p. 60), é amplamente majoritário o entendimento que o *insider trading* representa um mal, uma conduta que merece ser combatida – preventiva e repressivamente – na esfera administrativa, civil e, principalmente –

conquanto mais recentemente no Brasil –, na seara penal<sup>16</sup>, conforme passamos a analisar.

#### 4.4 O tratamento jurídico-penal do *insider trading* no Brasil

Introduzida pelo art. 5º da Lei n. 10.303/2001, a conduta relacionada ao “uso indevido de informação privilegiada” (*insider trading*) encontrou enquadramento típico no art. 27-D da Lei n. 6.385/1976, veiculado nos seguintes termos: “Utilizar informação relevante ainda não divulgada ao mercado, de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo, capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiro, com valores mobiliários. Pena: reclusão, de 1 (um) a 5 (cinco) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime”<sup>17</sup>.

156

A criação do art. 27-D da Lei n. 6.385/1976 teve dupla função: (i) suprir as lacunas existentes na Lei de Crimes contra o Sistema Financeiro Nacional (Lei n. 7.492/1986) (CARVALHOSA, EIZIRIK, 2002, p. 530) e (ii) assegurar proteção efetiva aos princípios da informação plena, da transparência e da lealdade no âmbito do mercado de capitais.

---

<sup>16</sup> Embora, em verdade, não haja unanimidade, consoante se analisará oportunamente, acerca daquilo que efetivamente se protege – mormente no campo do Direito Penal – e de que modo – ou grau – deve ocorrer a proteção. Deveras, indica-se extensa gama de bens jurídicos que mereceriam tutela penal através da criminalização do *insider trading*, neste trabalho declinados sem nenhuma pretensão de exaurimento, a saber: o patrimônio dos investidores, o patrimônio da companhia, a confiança da sociedade, a igualdade de acesso à informação, a justiça informativa das cotações, a integridade do mercado de valores mobiliários, ou mesmo a sua transparência e eficiência.

<sup>17</sup> Além do crime de “uso indevido de informação privilegiada”, a Lei n. 10.303/2001 alçou à categoria de tipos penais a “manipulação do mercado” (art. 27-C da Lei n. 6.385/1976) e o “exercício irregular de cargo, profissão, atividade ou função no mercado de valores mobiliários” (art. 27-E da Lei n. 6.385/1976).

Seguiu-se, dessa forma, um fenômeno já verificado em diversos países, que veem a regulamentação de caráter não penal (cível e administrativa) do uso indevido da informação privilegiada como *insuficiente* para a adequada tutela dos interesses envolvidos. Sim, porque, quando a informação é pública, acessível aos compradores e vendedores, todos participam do mercado em condições de igualdade. No entanto, quando um dos participantes do mercado atua com informação que somente ele ou um grupo reduzido de pessoas detém, existe, inegavelmente, uma situação de vantagem indevida que comportará a atuação do Direito Penal.

É possível afirmar, assim, que a criminalização do *insider trading* no Brasil secundou fenômeno presente em diversos países, a ponto de a doutrina sustentar, como o fazem José de Faria Costa e Maria Elisabete Ramos, que “a tutela penal tem sido considerada como *necessária e imprescindível*” (FARIA COSTA; RAMOS, 2006, p. 19). Deveras, para os dois ilustres professores (2006, p. 31) justifica-se a intervenção do Direito Penal no universo dos mercados mobiliários “tendo em conta a inoperatividade de sanções civis quando referidas a transações efetuadas em mercados de anônimos e a insuficiência da disciplina não penal para combater as condutas próprias do *insider trading*”<sup>18</sup>.

Frederico de Lacerda da Costa Pinto (2000, p. 17-19) põe em destaque, contudo, o fato de o mercado de capitais desempenhar relevante função enquanto setor do sistema financeiro, de resto reconhecido constitucionalmente, daí derivando a imperativa incidência da norma penal para a garantia da sua eficiência, posição esta que é comungada por Elena Íñigo Corroza, a saber: “la estabilidad y subsistencia de la actividad económica de un país puede ser un bien merecedor de atención penal, puesto que la lesión de ésta puede poner en peligro o lesionar la

<sup>18</sup> Nesse mesmo diapasão, preconizando a correção da criminalização, no Brasil, do *insider trading*: José Marcelo Martins Proença (MARTINS PROENÇA, José Marcelo. “Insider Trading” – regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 312).

estabilidad social. Así y según entiendo, cuando el legislador habla de mercado se está refiriendo al lugar donde se desarrolla una política económica concreta. Por tanto, todo lo que afecte a esta política económica que se concreta en distintos aspectos según el tipo de mercado puede ser (y digo puede) objeto de protección penal” (2003, p. 290).

Em nossa óptica, a tutela penal conferida pela Lei n. 10.303/2001 exsurge a bom tempo e veicula providência *mais do que necessária*, pois a nocividade do *insider trading* não fica restrita à ofensa ao patrimônio dos acionistas, dos administradores ou dos investidores da(s) companhia(s) envolvida(s) na negociação dos valores mobiliários. Ela vai além. Com efeito e como será oportunamente analisado, considerada a natureza supraindividual do bem jurídico protegido (FOFFANI, 2004, p. 113; FARIA COSTA; RAMOS, 2006, p. 31), o crime ofende de modo sensivelmente mais grave o próprio mercado de capitais, destruindo a confiança e a lisura de suas relações, elementos que constituem sua base e propiciam seu desenvolvimento (PROENÇA, 2005, p. 147), de modo a comportar, a partir das inovações introduzidas na Lei n. 6.385/1976, específica e, repita-se, *imprescindível* abordagem pelo Direito Penal Econômico (COSTA PINTO, 2000, p. 35; ÍÑIGO CORROZA, 2003, p. 283-305).

#### 4.4.1 O crime de *insider trading* enquanto manifestação de Direito Penal Econômico

A proteção da ordem econômica pelo Direito Penal é um fenômeno novo, podendo-se fixar o seu nascimento, segundo anota Renato de Mello Jorge Silveira (2006, p. 20), a partir da 1ª Grande Guerra<sup>19</sup>.

<sup>19</sup> Nada obstante o fato de que, consoante adverte o mesmo autor, “é de se ver que a história menciona momentos anteriores, onde podem ser vislumbradas origens do Direito Penal Econômico. Assim, Roma conhecera a *Lex Julia de Annona*; a Alemanha medieval do século XVIII editou as normas para a fabricação de cerveja, enquanto

No Brasil, João Marcello de Araújo Júnior (1995, p. 145) vislumbra no livro *Economia e Crime*, de Roberto Lyra, publicado em 1933, o embrião da análise dogmática do que veio a se constituir, na atualidade, o Direito Penal Econômico, fixando, entretanto, o marco inicial de suas “investigações científicas” nos anos de 1973 e 1981, por força da publicação das obras de Manoel Pedro Pimentel e de Gérson Pereira dos Santos, respectivamente, ambas coincidentemente denominadas *Direito Penal Econômico*.

Esse fenômeno trouxe consigo, contudo, um *efeito colateral*: a expansão do Direito Penal, evidenciada, segundo Jesús María Silva Sánchez (2008, p. 5), pela introdução de novos tipos penais, pelo agravamento das sanções cominadas aos delitos já existentes, pela ampliação dos espaços de risco juridicamente relevantes, pela flexibilização das regras de imputação penal e a relativização dos princípios político-criminais de garantia, o que acaba por restringir ou impedir a uma “reinterpretação” das garantias clássicas do Direito Penal Material e do Direito Processual Penal<sup>20</sup>.

---

França punia a especulação de mercadorias e títulos a partir do Código de 1810” (SILVEIRA, Renato de Mello Jorge. **Direito penal econômico como direito penal de perigo**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2006, p. 20).

<sup>20</sup> O viés expansionista desse “novo” Direito Penal tem sido combatido veementemente pelos adeptos da denominada Escola de Frankfurt, de onde se destacam Hassemer, Herzog, Prittwitz, Naucke, P.A. Albrecht. Entretanto, como assinala Percy García Caveró (GARCIA CAVERO, Percy. **Derecho penal económico, parte general**, Tomo I, 2ª edición, Lima-Perú: Editora Jurídica Grijley, 2007, p. 82), antes de se constituir propriamente em uma Escola com uma linha de pensamento claramente definida em Direito Penal, a chamada Escola de Frankfurt reúne, em verdade, autores diversos com claras diferenças ideológicas e metodológicas, quiçá com um único denominador comum, qual seja, o de criticar a normatização das categorias dogmáticas a partir das propostas funcionalistas. Em síntese: “Los frankfurtianos advierten que en los procesos de *neocriminalización* en el ámbito de la economía el Derecho penal está dejando de ser un instrumento de reacción frente a lesiones graves de la libertad de los ciudadanos para convertirse en instrumento de una política

Essa expansão decorre, dentre outros fatores, da compreensão – formulada originariamente pelo sociólogo Ulrich Beck no livro *A Sociedade de Risco* – de que, a partir do fim da Segunda Guerra Mundial, a denominada sociedade moderna ou pós-industrial deu azo ao desenvolvimento de diversos recursos tecnológicos e, com isso, à criação de *novos bens jurídicos* – *vg.*, a ordem econômica, o meio ambiente, o consumidor, a ordem tributária, a engenharia genética etc.<sup>21</sup> – proporcionando, por consequência, o aparecimento de um *Direito Penal de Risco*<sup>22</sup>.

Seja como for, é fato incontestável que o Direito Penal Econômico, “em um mundo globalizado e de risco, está presente e, cada vez mais, se tornando parte integrante da Ciência Penal” (SILVEIRA, 2006, p. 61). Sendo assim, a questão cuja resposta se impõe, nesse momento, é a seguinte: como compatibilizar os postulados iluministas duramente conquistados pelo Direito Penal “Clássico” à tutela dessa “nova” criminalidade?

---

de seguridad” (GARCIA CAVERO, Percy. **Derecho penal económico, parte general**, Tomo I, 2ª edición, Lima-Perú: Editora Jurídica Grijley, 2007, p. 83).

<sup>21</sup> Confira-se, a propósito da perspectiva da doutrina penal brasileira sobre o tema: Marta Rodriguez de Assis Machado (ASSIS MACHADO, Marta Rodriguez de. **Sociedade do risco e direito penal: uma avaliação de novas tendências político-criminais**, São Paulo: IBCCRIM, 2005); Alamiro Velludo Salvador Netto (SALVADOR NETTO, Alamiro Velludo. **Tipicidade penal e sociedade de risco**, São Paulo: Quartier Latin, 2006; e Pierpaolo Cruz Bottini (BOTTINI, Pierpaolo Cruz. **Crimes de perigo abstrato e princípio da precaução na sociedade de risco**, São Paulo: Revista dos Tribunais, 2007).

<sup>22</sup> Segundo Claus Roxin (ROXIN, Claus. **Derecho penal, parte general, Tomo I, Fundamentos. La estructura de la teoría del delito**. Madrid: Civitas Ediciones, 2008, p. 61), os adeptos da Escola de Frankfurt também se manifestam contra os problemas da sociedade moderna ou de risco (meio ambiente, economia, processamento de dados, drogas, comércio, enfim, a criminalidade organizada) mediante a utilização de um Direito Penal Preventivo, preconizando, dessarte, a solução por outras vias, como, por exemplo, o Direito de Intervenção (Hassemer) e o Direito Penal de Velocidades (Silva Sánchez).

A solução, segundo aponta Jorge de Figueiredo Dias (2001, p. 173), não reside na implementação de “uma mudança radical do paradigma penal, com uma nova política criminal e uma nova dogmática jurídico-penal”, mas no adequado estabelecimento daquilo que efetivamente se está a tutelar por intermédio da norma penal incriminadora, isto é, através da rigorosa definição do bem jurídico protegido pelo delito. Isso, evidentemente, *sem qualquer prejuízo ou mitigação* da proteção conferida aos bens jurídicos individuais, cuja proteção historicamente foi garantida pelo Direito Penal “Tradicional”. É dizer: na quadra atual, parece-nos fora de dúvida que o Direito Penal também deve abrigar bens jurídicos coletivos<sup>23</sup>, mormente quando estes possuem matriz constitucional<sup>24</sup>, como sucede, na hipótese, com a ordem econômica (FIGUEIREDO DIAS, 2001, p. 176).

#### 4.4.2 O bem jurídico protegido pelo crime de *insider trading*

Não representa novidade a assertiva de que o Direito Penal atua como uma modalidade de controle social<sup>25</sup>. A despei-

<sup>23</sup> A corrente doutrinária que acata a defesa, pelo Direito Penal, de bens coletivos é denominada, segundo aponta Luís Greco (GRECO, Luís. **Princípio da ofensividade e crimes de perigo abstrato – Uma introdução ao debate sobre o bem jurídico e as estruturas do delito**, Revista Brasileira de Ciências Criminais, n. 49, 2004, p. 102-103), de “concepção dualista de bem jurídico”, enquanto a doutrina que sustenta a exclusividade da via penal para a proteção de interesses individuais ou de, no máximo, bens jurídicos da coletividade referíveis a indivíduos concretos, denomina-se “concepção monista-pessoal de bem jurídico”.

<sup>24</sup> Para a fundamentação constitucional do Direito Penal Econômico: Márcia Dometila Lima de Carvalho (CARVALHO, Márcia Dometila Lima de. **Fundamentação constitucional do direito penal**, Porto Alegre: Sergio Antonio Fabris Editor, 1992). Em uma visão mais ampla: Francesco C. Palazzo (PALAZZO, Francesco C. **Valores constitucionais e direito penal**, Porto Alegre: Sergio Antonio Fabris Editor, 1989).

<sup>25</sup> Cujas atuação, segundo Miguel Reale Junior (REALE JUNIOR, Miguel. **Instituições de direito penal, parte geral**, v. I, 2. ed., Rio de Janeiro: Forense, 2006, p. 3), deve ter caráter formal e residual, atuando apenas “diante do fracasso dos instrumentos informais de controle”.

to disso, é possível agregar à função de controle social a proteção de bens jurídicos<sup>26</sup>. Assim, tendo presente que a missão do Direito Penal consiste em garantir aos seus cidadãos uma existência pacífica, livre e socialmente segura, podemos compreender os bens jurídicos, na linha do que preconiza Claus Roxin (2006, p. 18-19), “como circunstâncias reais dadas ou finalidades necessárias para uma vida segura e livre, que garanta a todos os direitos humanos e civis de cada um na sociedade ou para o funcionamento de um sistema estatal que se baseia nestes objetivos”.

Não existe consenso sobre qual seja o bem jurídico protegido pelo crime de *insider trading*, isto é, não há unanimidade acerca daquilo que efetivamente se protege por intermédio do delito de uso indevido de informação privilegiada.

Elena Íñigo Corroza (2003, p. 299-300), por exemplo, sustenta que o bem jurídico protegido pelo crime sob análise reside na *confiança* depositada pelos investidores no mercado. No mesmo sentido parece seguir o entendimento de Jacobo López Barja de Quiroga (1993, p. 1034).

---

<sup>26</sup> Observe-se, por oportuno, que o presente trabalho parte da ideia de que a missão do Direito Penal é a proteção de bens jurídicos (cf. ROXIN, Claus. **Derecho penal, parte general, Tomo I, Fundamentos. La estructura de la teoría del delito**. Madrid: Civitas Ediciones, 70, § 38, 2008 e **A proteção de bens jurídicos como função do direito penal**, org. trad. André Luís Callegari e Nereu José Giacomoli, Porto Alegre: Livraria do Advogado Editora, 2006). Não se pode deixar de registrar, contudo, as diversas manifestações em sentido contrário, capitaneadas, principalmente, por Günther Jakobs (JAKOBS, Günther. **¿Qué protege el derecho penal: bienes jurídicos o la vigencia de la norma?** Mendoza: Ediciones Jurídicas Cuyo, 2004). Sobre essa discussão, confira-se, ainda: Roland Hefendehl (HEFENDEHL, Roland, **La teoría del bien jurídico, ¿Fundamento de legitimación del derecho penal o juego de abalorios dogmático?** Madrid: Marcial Pons, Ediciones Jurídicas Y Sociales S.A., 2007) e Luís Greco (GRECO, Luís. “Princípio da ofensividade” e crimes de perigo abstrato – uma introdução ao debate sobre o bem jurídico e as estruturas do delito. *Revista Brasileira de Ciências Criminais*, n. 49, 2004, p. 89-147).

Esther Hernández Sainz (2007, p. 286-287), por sua vez, vislumbra na proteção à integridade dos mercados de valores a necessidade de reprimir-se a conduta do *insider trading*, “que garantiza un funcionamiento correcto de los mismos tanto desde una perspectiva estrictamente económica, como desde una perspectiva de justicia”.

Frederico de Lacerda da Costa Pinto (2000, p. 66-67) também põe em relevo a necessidade de proteger-se o funcionamento de um importante setor do sistema financeiro, que tem relevância constitucional, e que, por esse mesmo motivo, é merecedor de tutela penal. Dessa forma, o crime de *insider trading* visa “proteger um bem econômico de natureza supraindividual que corresponde a essas condições essenciais: a *função pública da informação* enquanto *justo critério de distribuição do risco do negócio no mercado de valores mobiliários*” (2000, p. 69, grifos no original).

Analisando o tema sob o prisma brasileiro, Modesto Carvalhosa e Nelson Eizirik (2002, p. 544) apregoam que a norma penal delimitada no art. 27-D da Lei de Mercado de Capitais ostenta como bem jurídico, pelo menos em termos amplos, a *estabilidade do mercado de capitais* e, mais especificamente, o processo de *disclosure*, ou seja, da ampla e completa divulgação de informações como elemento essencial de proteção aos investidores.

De fato, o postulado da ampla transparência das informações disseminadas no mercado de capitais configura o interesse supraindividual que, na perspectiva de Bernardo Feijoo Sánchez (2009, p. 222-223), encontra-se tutelado pelo crime de *insider trading*, a saber:

Lo que se protege, en definitivo, es un bien jurídico supraindividual creado por el ordenamiento primario que se puede definir más o menos como la transparencia como condición o presupuesto del correcto funcionamiento del mercado de valores. Lo que se pretende garantizar es una 'regla de juego' básica para el correcto funcionamiento de los mercados organizados, oficiales o reconocidos: que los que tienen un deber de suministrar información relevante para la cotización de valores no la utilicen o suministren de forma selectiva, infringiendo dichos deberes.

Em nosso sentir, não se pode afirmar, de modo absoluto e peremptório, que o tipo penal delineado no art. 27-D da Lei n. 6.385/76 tutela, exclusivamente, um único bem jurídico. Parece-nos, com efeito, que o delito de *insider trading* encontra-se dentre aqueles que protegem *mais de uma espécie de bem jurídico*, isto é, trata-se de típico *delito pluriofensivo*, ou, como prefere a doutrina de José de Faria Costa e de Maria Elisabete Ramos (2006, p. 37), de um delito cujo bem jurídico perfaz-se em realidade “polifacetada”, “poliédrica” ou “heterogênea”, conquanto se possa divisar “um denominador comum, um cimento agregador”, visto que o “núcleo do bem jurídico que se quer defender prende-se, de modo inescapável, com a ideia de que a proibição penal do *insider trading* visa garantir que o *mercado de valores mobiliários se pautе pelas regras do mercado*” (FARIA COSTA; RAMOS, 2006, p. 38, grifos no original).

Assim, mais do que proteger o interesse singular de tal ou qual investidor, desse ou daquele acionista, parece-nos que o crime de uso indevido de informação privilegiada tem como traço característico – de resto presente em toda a criminalidade econômica – o resguardo de um bem jurídico de perfil supraindividual, no ponto evidenciado pela *confiança e, principalmente, pelo dever de transparência e de informação plena no mercado de capitais*, o qual, a toda evidência, não pertence à pessoa ou a pessoas determinadas e *que está relacionado ao correto, regular e eficiente funcionamento de um sistema com conformação constitucional*, qual seja, a ordem econômica e o sistema financeiro nacional.

#### 4.4.3 Quem pode ser considerado *insider* para o Direito Penal?

A análise do quadro normativo não penal que permeia o mercado de capitais revela a vedação a que os assim chamados *insiders* utilizem informações privilegiadas relacionadas à vida da companhia visando a obtenção de um benefício para si ou para outrem. Nesse contexto, parece fora de dúvida que, em face dos postulados da con-

fiança e da lealdade (*standard of loyalty*), bem como diante do dever de transparência e de informação plena no mercado de capitais (*full disclosure*) que incide sobre algumas pessoas vinculadas à companhia em virtude do desempenho de suas funções, são inegavelmente *insiders* – ou *corporate insiders*: (i) os administradores, ou seja, conselheiros e diretores da companhia, na forma do art. 145 da Lei n. 6.404/76; (ii) os membros de quaisquer órgãos, criados pelo estatuto da companhia, com funções técnicas ou destinadas a aconselhar os administradores, nos termos do art. 160 da Lei n. 6.404/76; (iii) os membros do conselho fiscal, a teor do que dispõe o artigo 165 da Lei n. 6.404/76; (iv) os subordinados ou terceiros de confiança das pessoas supramencionadas, segundo o art. 155, da Lei n. 6.404/76; e (v) os acionistas controladores, diretos e indiretos, consoante dispõe o art. 22, inciso V, da Lei n. 6.385/76 c.c. o art. 13 da Instrução CVM n. 358/2002 (cf. PARENTE, 1978, p. 3); (vi) aquele que, em virtude de seu cargo, função ou posição na companhia aberta, sua controladora, suas controladas ou coligadas, tenha conhecimento da informação relativa a ato ou fato relevante, em conformidade com o art. 13 da Instrução CVM n. 358/2002.

A Instrução CVM n. 358/2002 também obsta a negociação com valores mobiliários antes da divulgação ao mercado de ato ou fato relevante ocorrido nos negócios da companhia àqueles que tenham relação comercial, profissional ou de confiança com a companhia, tais como auditores independentes, analistas de valores mobiliários, consultores e instituições integrantes do sistema de distribuição, aos quais compete verificar a respeito da divulgação da informação antes de negociar com valores mobiliários de emissão da companhia ou a eles referenciados.

Constata-se, assim, que a vedação ao *insider trading* também alcançou os denominados *structural insiders*, ou seja, as pessoas que, não se inserindo na condição de *corporate insiders*, têm, em razão de suas funções ou atividades profissionais, acesso a informações sigilosas capazes de influenciar, de modo ponderável, na decisão dos investidores

do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia.

A perspectiva penal, porém, é diversa. Deveras, tendo em vista as balizas impostas pelo tipo penal estampado no art. 27-D da Lei n. 6.385/76, somente aquelas pessoas que tenham o *dever de manter sigilo* sobre a informação relevante é que podem figurar como sujeito ativo do delito de *insider trading*. Trata-se, assim, de um *crime próprio* ou *especial*, pois pressupõe no agente uma particular qualidade ou condição pessoal (HUNGRIA, 1958, p. 54). Essa especial condição pessoal deve ser extraída, a nosso ver, do art. 155, § 1º, da Lei n. 6.404/76 e do art. 8º da Instrução CVM n. 358/2002. Pelo primeiro, impõe-se ao *administrador* o *dever específico de guardar sigilo* sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, obtida em razão do cargo e capaz de *influir de modo ponderável* na cotação de valores mobiliários. Pelo segundo (art. 8º da Instrução CVM n. 358/2002), o *dever de sigilo* das informações relativas a ato ou fato relevante alcança os *acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, e empregados da companhia*.

Tais pessoas, além, evidentemente, daqueles profissionais obrigados ao sigilo em razão da natureza dos serviços prestados à companhia, como é o caso dos advogados, contadores, auditores etc. (CARVALHOSA, EIZIRIK, 2002, p. 549) reúnem, pois, a *especial condição* para figurarem como potenciais autores do crime de uso de informação privilegiada.

Note-se, por fim, que o art. 155, § 2º, da Lei n. 6.404/76 e o art. 8º da Instrução CVM n. 358/2002 também prescrevem a obrigação de as pessoas supramencionadas zelarem para que *subordinados e terceiros de sua confiança* não violem o sigilo das informações consideradas privilegiadas, fato que poderá dar ensejo à responsabilização penal por omissão, na forma do que dispõe o art. 13, § 2º, do Código Penal. Tal aspecto do crime de *insider trading*, contudo, ultrapassa, em

Enquanto, os limites do presente trabalho, razão pela qual deixaremos a sua abordagem para uma outra oportunidade.

#### 4.4.4 A competência para o processo e o julgamento do crime de *insider trading*

Quando a Lei n. 10.303/2001 introduziu, no ordenamento jurídico brasileiro, o crime de “uso indevido de informação privilegiada” (art. 27-D da Lei n. 6.385/76), a doutrina – ou pelo menos parte dela – apressara-se em proclamar a competência da Justiça Estadual para o seu processo e julgamento. O argumento central era o de que o art. 109, VI, da Constituição da República, autorizaria o processamento de feitos que versam o sistema financeiro e a ordem econômico-financeira somente *nos casos determinados por lei* e, na espécie, mantendo-se totalmente omissivo o legislador ordinário ao delinear o crime de *insider trading*, não haveria como atrair a competência da Justiça Federal<sup>27</sup>.

*Não concordamos com essa opinião.* Explica-se: é verdade que o art. 109, VI, da Constituição Federal, é expresso ao determinar a competência da Justiça Federal para “os crimes contra a organização do trabalho e, *nos casos determinados por lei*, contra o sistema financeiro e a ordem econômico-financeira”. Não por outro motivo, aliás, que o art. 26 da Lei de crimes contra o sistema financeiro estabeleceu, em termos peremptórios e na esteira daquilo que preconizara a Carta Magna, que “A ação penal, nos crimes previstos nesta Lei,

<sup>27</sup> Nesse sentido: Fausto Martin De Sanctis (DE SANCTIS, Fausto Martin. **Punibilidade no sistema financeiro nacional, tipos penais que tutelam o sistema financeiro nacional, incluindo o mercado de capitais.** Campinas, São Paulo: Millennium, 2003, p. 119). Na mesma trilha, negando a competência da Justiça Federal, Carlos Frederico Coelho Nogueira (NOGUEIRA, Carlos Frederico Coelho. **Comentários ao Código de Processo Penal e, a partir dele, aos dispositivos correlatos de toda a legislação especial, inclusive do Código de Processo Penal Militar**, v. I, Bauru, São Paulo: Edipro, 2002, p. 908).

será promovida pelo Ministério Público Federal, perante a Justiça Federal”.

Todavia, não é menos correto afirmar que a norma estampada no art. 109, VI, da Constituição da República, *não esgota a disciplina quanto à competência da Justiça Federal relativamente aos crimes contra o sistema financeiro nacional e a ordem econômico-financeira*. Com efeito, basta analisar o art. 109, IV, do mesmo Texto Constitucional para constatar, sem dificuldade, que toda e qualquer infração penal será submetida à competência da Justiça Federal *quando for praticada em detrimento de bens, serviços ou interesse da União ou de suas entidades autárquicas ou empresas públicas*, excluídas as contravenções e ressalvada a competência da Justiça Militar e da Justiça Eleitoral.

Aliás, não foi com base em outra interpretação que o Supremo Tribunal Federal assentou, por ocasião do julgamento do Recurso Extraordinário n. 502.915-8/SP, de relatoria do Ministro Sepúlveda Pertence, que o art. 109, VI, da Constituição Federal, “antes amplia do que restringe a competência da Justiça Federal: possibilita ele, com efeito, que a partir das peculiaridades de determinadas condutas lesivas ao sistema financeiro nacional e à ordem econômico-financeira, possa a legislação ordinária subtrair da Justiça estadual a competência para julgar causas que se recomenda sejam apreciadas pela Justiça Federal, mesmo que não abrangidas pelo art. 109, IV, da Constituição” (SUPREMO TRIBUNAL FEDERAL, 2007)<sup>28</sup>.

Na doutrina, Manoel Pedro Pimentel (1987, p. 23) já destacava, ao formular seus prestigiados comentários à Lei n. 7.492/86 – portanto antes do advento da Constituição de 1988 – que o sistema financeiro nacional *constitui bem, serviço e interesse da União*, razão pela qual a própria lei previu que o julgamento dessas infrações

<sup>28</sup> BRASIL, Supremo Tribunal Federal, Recurso Extraordinário n. 502.915-8/SP, Primeira Turma, Rel. Sepúlveda Pertence, j. 13-2-2007. Disponível em: <<http://www.stf.jus.br/portal/jurisprudencia/listarJurisprudencia.asp?s1=%28502915%2EENUME%2E+OU+502915%2EACMS%2E%29&base=baseAcordaos>>. Acesso em: 22 dez. 2010.

penais caberá à Justiça Federal, mediante a iniciativa do Ministério Público Federal.

Dessa forma, ainda que não apresentem disposição infraconstitucional expressa quanto à competência federal, os crimes perpetrados contra o sistema financeiro nacional e contra a ordem econômico-financeira submeter-se-ão, do mesmo modo, ao âmbito de atuação da Justiça Federal, *sempre que levados a efeito em detrimento de bens, serviços ou interesse da União ou de suas entidades autárquicas ou empresas públicas*. “Do contrário – argumenta de modo irrefutável o Ministro Pertence –, poderiam surgir situações em que o crime seria julgado pela Justiça estadual mesmo que cometido contra bens, serviços e interesses, por exemplo, do Banco Central, com repercussões quiçá em toda a ordem econômico-financeira brasileira” (cf. Recurso Extraordinário n. 502.915-8/SP) (SUPREMO TRIBUNAL FEDERAL, 2007)<sup>29</sup>.

Vale dizer: a prevalecer o entendimento de que a hipótese do art. 109, VI, da Constituição da República (BRASIL, 1988)<sup>30</sup>, afastaria a competência da Justiça Federal para os casos de crimes contra o sistema financeiro e a ordem econômico-financeira que atentam contra bens, serviços e interesses da União ou de suas entidades autárquicas, que não possuem, na legislação infraconstitucional, disposição expressa acerca dessa especial competência, estar-se-ia dando azo à interpretação exclusivamente gramatical – e, portanto, limitada – dos dispositivos constitucionais sob análise, o que, evidentemente, não pode ser admitido, sob pena de “impingir ao inciso VI o sentido diametral-

<sup>29</sup> BRASIL, Supremo Tribunal Federal, Recurso Extraordinário n. 502.915-8/SP, Primeira Turma, Rel. Sepúlveda Pertence, j. 13-2-2007. Disponível em: <<http://www.stf.jus.br/portal/jurisprudencia/listarJurisprudencia.asp?s1=%28502915%2EENUME%2E+OU+502915%2EACMS%2E%29&base=baseAcordaos>>. Acesso em: 22 dez. 2010.

<sup>30</sup> BRASIL. **Constituição da República Federativa do Brasil de 1988**. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/constituicao/constitui%C3%A7ao.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constitui%C3%A7ao.htm)>. Acesso em: 22 dez. 2010.

mente oposto ao que se extrai da interpretação sistemática e teleológica dos demais dispositivos relativos à competência da Justiça Federal” (cf. Recurso Extraordinário n. 502.915-8-SP) (SUPREMO TRIBUNAL FEDERAL, 2007)<sup>31</sup>.

Recentemente, aliás, entendeu o Superior Tribunal de Justiça, em acórdão da lavra do E. Ministro Arnaldo Esteves Lima (Conflito de Competência n. 82.961) (SUPERIOR TRIBUNAL DE JUSTIÇA, 2009)<sup>32</sup>, que a competência para o processo e o julgamento do delito estampado no art. 27-C da Lei n. 6.385/76 (manipulação de mercado) – aplicável ao crime de *insider trading* pela identidade de natureza jurídica – pertence, de fato, à Justiça Federal, *independentemente* da ausência de previsão de competência da Justiça Federal. Na ocasião, sustentou-se que a “Lei 6.385/76 não prevê a competência da Justiça Federal; porém, é indiscutível que, caso a conduta possa gerar lesão ao sistema financeiro nacional, na medida em que põe em risco a confiabilidade dos aplicadores no mercado financeiro, a manutenção do equilíbrio dessas relações, bem como a higidez de todo o sistema, existe o interesse direto da União”.

170

Assim, podemos concluir que o fundamento da competência da Justiça Federal para processar o crime do art. 27-D da Lei n. 6.385/76 não reside *exclusivamente* no art. 109, VI, da Constituição Federal, mas no inciso IV do mesmo dispositivo constitucional, em vista da violação direta e frontal, pela prática do crime de *insider trading*, dos *serviços* de fiscalização e do notório *interesse* da Comissão de Valo-

<sup>31</sup> BRASIL, Supremo Tribunal Federal, Recurso Extraordinário n. 502.915-8/SP, Primeira Turma, Rel. Sepúlveda Pertence, j. 13-2-2007. Disponível em: <<http://www.stf.jus.br/portal/jurisprudencia/listarJurisprudencia.asp?s1=%28502915%2E%2E+OU+502915%2EACMS%2E%29&base=baseAcordaos>>. Acesso em: 22 dez. 2010.

<sup>32</sup> BRASIL, Superior Tribunal de Justiça, Conflito de Competência n. 82.961/SP, Terceira Seção, Rel. Ministro Arnaldo Esteves Lima, j. 27-5-2009. Disponível em: <<http://www.stj.jus.br/SCON/jurisprudencia/doc.jsp?processo=82961&&b=ACOR&p=true&t=&l=10&i=1>>. Acesso em: 22 dez. 2010.

res Mobiliários (CVM), autarquia federal de regime especial, na preservação de um hígido e eficiente mercado de capitais.

Poder-se-ia objetar, de outro lado, que mesmo na perspectiva do art. 109, IV, da Carta Magna, descaberia cogitar a competência da Justiça Federal em virtude da *inexistência* de lesão direta ou imediata a bens, serviços ou interesses da autarquia federal (CVM).

*Discordamos, uma vez mais.* Aqueles que negam a competência da Justiça Federal para o julgamento dos crimes contra o mercado de capitais partem do *equivocado pressuposto* que é o Estado o lesado pelo uso indevido de informação privilegiada quando, em verdade, multifacetados são os interesses prejudicados pelo uso indevido da informação privilegiada e, por conseguinte, vários são os ofendidos.

Nenhum interesse, todavia, é mais palpável ou latente do que aquele enfeixado nas mãos da autarquia federal (CVM) que, por força de norma específica, exerce as indeclináveis funções de assegurar o *funcionamento eficiente e regular* dos mercados de bolsa e de balcão, de *proteger* os titulares de valores mobiliários contra emissões irregulares e atos ilegais de administradores e acionistas controladores de companhias ou de administradores de carteira de valores mobiliários, de *evitar* ou *coibir* modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários negociados no mercado, de *assegurar* o acesso do público a informações sobre valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido, de *assegurar* a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários e de *promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações* e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social das companhias abertas.

Em outro dizer: como negar que a conduta daquele que se vale indevidamente de uma informação privilegiada expõe a risco os *serviços de fiscalização e de regulamentação*, bem como o notório *interesse* da CVM em preservar o mercado de capitais saudável e hígido, livre de práticas desleais que possam prejudicar o dever de lealdade e de igualdade na transmissão de informações relevantes?

Deveras, haja vista a posição estratégica desempenhada hodiernamente no mercado de capitais brasileiro, a CVM não pode ser considerada mera “parte desinteressada”. Seu interesse, registre-se, é diverso do interesse do Estado – este sim genérico e mediato – e dos investidores do mercado de capitais. A lesividade do *insider* – lembre-se – não se restringe à ofensa aos acionistas, administradores ou investidores da companhia (ou companhias) envolvida(s) na negociação dos valores mobiliários. O delito também alcança a confiança e a lisura das operações concretizadas no bojo do mercado de capitais, elementos que constituem sua base e propiciam seu desenvolvimento.

Sob esse contexto, oportuno salientar, em ordem a demonstrar o manifesto *interesse* da CVM na adequada repressão ao uso indevido de informação privilegiada, o teor da citada Instrução n. 358/2002, editada para o fim de regulamentar e tipificar, na seara administrativa, a nociva prática do *insider trading*, trazendo importantes elementos que compõem o tipo penal do art. 27-D da Lei n. 6.385/76, como, por exemplo, o conceito de ato ou fato relevante (art. 2º), os deveres de guarda de sigilo (art. 8º) e as vedações às negociações por aqueles que detêm informação privilegiada (art. 11).

De fato, o *interesse* da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) na prevenção e na repressão administrativa às infrações perpetradas no âmbito do mercado de capitais é tão manifesto, tão eloquente, que ela firmou um convênio com o Ministério Público Federal – e não com o Ministério Público Estadual – que, dentre os atos de cooperação *técnica e jurídica*, estabelece: “I) o estreitamento do relacionamento institucional da CVM e do MPF; de modo a imprimir-se maior agilidade e efetividade nas ações de prevenção, apuração e repressão às práticas lesivas ao mercado de capitais adotadas pelas partes, em conjunto ou separadamente (...); IV) o desenvolvimento e o aprimoramento das técnicas e dos procedimentos empregados na apuração, na prevenção e na repressão de práticas lesivas ao mercado de capitais; e V) as comunicações da CVM ao MPF para que este adote as medidas legais cabíveis em defesa dos interesses do mercado de valores mobi-

liários e dos seus respectivos investidores, nas esferas administrativa, civil ou criminal” (CVM; MPE, 2008)<sup>33</sup>.

Nesse sentido, é possível deduzir que, uma vez verificado o cometimento de crime previsto na Lei n. 6.385/76, poderá a CVM habilitar-se como assistente da acusação, defendendo, no processo penal, interesse que em nenhum momento se confunde com o *jus puniendi* veiculado pelo Ministério Público Federal por intermédio de ação penal pública (cf. art. 26, parágrafo único, da Lei n. 7.492/86) (BRASIL, 1986)<sup>34</sup>.

Em suma: os crimes contra o mercado de capitais, em especial o delito de *insider trading* (art. 27-D da Lei n. 6.385/76), violam direta e frontalmente os *serviços* de fiscalização e de regulamentação, bem como o notório *interesse* da autarquia federal Comissão de Valores Mobiliários (CVM) em assegurar um mercado de valores mobiliários hígido, saudável, íntegro e eficiente, de modo a ensejar a incidência da regra de competência da Justiça Federal prevista no art. 109, IV, da Constituição da República.

#### 4.5 Conclusões

Do presente trabalho extraem-se as seguintes conclusões:

1. O mercado de capitais desempenha papel de extrema importância no desenvolvimento da sociedade e da economia, de modo que a eficiência de suas funções deve ser assegurada pelo ordenamento jurídico.

<sup>33</sup> BRASIL. **Termo de Cooperação Técnica que entre si celebram a CVM – Comissão de Valores Mobiliários e o Ministério Público Federal, visando ao intercâmbio e à cooperação técnica e operacional relacionados ao Mercado de Capitais de 8 de maio de 2008**. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/port/convenios/Convenio\\_Ministerio\\_%20Publico\\_Federal.pdf](http://www.cvm.gov.br/port/convenios/Convenio_Ministerio_%20Publico_Federal.pdf)>. Acesso em: 22 dez. 2010.

<sup>34</sup> BRASIL. **Lei n. 7.492 de 16 de junho de 1986**. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/L7492.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L7492.htm)>. Acesso em: 22 dez. 2010.

2. A eficiência da informação estará presente quando demonstrada a capacidade dos mercados em incorporar toda a informação disponível nos preços. Assim, para garantir um mercado de concorrência perfeita, a informação deve ser pública, franqueada indistintamente, possibilitando que todos os agentes participem do mercado de capitais em verdadeira igualdade de condições, ou seja, sob simetria informacional.

3. Na esteira do direito norte-americano, o Brasil adotou a regra da informação plena no mercado de capitais (*full disclosure*), além da ideia de que determinadas pessoas estão vinculadas à companhia por intermédio de uma relação de confiança (*fiduciary relationship*) e de lealdade (*standard of loyalty*);

4. Os *insiders* são pessoas que, em virtude de especiais circunstâncias derivadas de seu relacionamento com a companhia, têm acesso a informações sigilosas capazes de influenciar, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela empresa. Em virtude dos postulados da lealdade e da informação plena, os *insiders* têm o dever de divulgar o fato relevante a que tiveram conhecimento ou absterem-se de utilizar a informação considerada privilegiada em benefício próprio ou de outrem (*disclose or refrain from trading*).

5. A criação do delito de *insider trading* no Brasil (art. 27-D da Lei n. 6.385/76) acompanha a experiência desenvolvida em outros países, afigurando-se necessária para a adequada proteção dos interesses envolvidos.

6. O bem jurídico protegido pelo crime de *insider trading* é a confiança e as regras de transparência e de informação plena vigentes no mercado de capitais. Trata-se de bem jurídico supraindividual que está relacionado ao correto, regular e eficiente funcionamento de um sistema com conformação constitucional, qual seja, a ordem econômica.

7. O *insider trading* é um crime próprio. Somente aquelas pessoas que tenham o dever de manter sigilo sobre a informação ou fato relevante é que, ao utilizarem a informação privilegiada, cometerão o

delito estampado no art. 27-D da Lei n. 6.385/76. O dever de sigilo deve ser extraído do art. 155, § 1º, da Lei n. 6.404/76 e do art. 8º da Instrução CVM n. 358/2002.

8. A competência para o processo e o julgamento do crime de *insider trading* pertence à Justiça Federal, nos termos do art. 109, IV, da Constituição da República. O uso indevido de informação privilegiada viola direta e frontalmente os serviços de fiscalização e de regulamentação, bem como o notório interesse da autarquia federal Comissão de Valores Mobiliários (CVM) em estabelecer um mercado de valores mobiliários hígido, saudável, íntegro e eficiente.

## REFERÊNCIAS

- ARAGÃO, Alexandre Santos de. **Agências reguladoras e a evolução do direito administrativo econômico**. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2005.
- ARAÚJO JUNIOR, João Marcello de. Os crimes contra o sistema financeiro nacional no esboço da nova parte especial do Código Penal de 1994. **Revista Brasileira de Ciências Criminais**, n. 11, jul./set. 1995, p. 145-165.
- ASSIS MACHADO, Marta Rodriguez de. **Sociedade do risco e direito penal: uma avaliação de novas tendências político-criminais**. São Paulo: IBCCRIM, 2005.
- BECK, Ulrich. **La sociedad del riesgo**. Barcelona-Espanha: Ediciones Paidós, 1998.
- BOTTINI, Pierpaolo Cruz. **Crimes de perigo abstrato e princípio da precaução na sociedade de risco**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2007.
- BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução n. 358 de 3 de janeiro de 2002**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/>>. Acesso em: 22 dez. 2010.

BRASIL. **Constituição da República Federativa do Brasil de 1988**. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/constituicao/constitui%C3%A7ao.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constitui%C3%A7ao.htm)>. Acesso em: 22 dez. 2010.

BRASIL. **Lei n. 6.385 de 7 de dezembro de 1976**. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/L6385.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6385.htm)>. Acesso em: 22 dez. 2010.

BRASIL. **Lei n. 6.404 de 7 de dezembro de 1976**. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/L6404.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6404.htm)>. Acesso em: 22 dez. 2010.

BRASIL. **Lei n. 7.492 de 16 de junho de 1986**. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/L7492.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L7492.htm)>. Acesso em: 22 dez. 2010.

BRASIL. Supremo Tribunal Federal. Recurso Extraordinário n. 502.915-8/SP. Primeira Turma. Relator: Sepúlveda Pertence. J. 13-2-2007. Disponível em: <<http://www.stf.jus.br/portal/jurisprudencia/listarJurisprudencia.asp?s1=%28502915%2EENUME%2E+OU+502915%2EACMS%2E%29&base=baseAcordaos>>. Acesso em: 22 dez. 2010.

176

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Conflito de Competência n. 82.961/SP. Terceira Seção. Relator: Ministro Arnaldo Esteves Lima. J. 27-5-2009. Disponível em: <<http://www.stj.jus.br/SCON/jurisprudencia/doc.jsp?processo=82961&&b=ACOR&p=true&t=&l=10&i=1>>. Acesso em: 22 dez. 2010.

BRASIL. **Termo de Cooperação Técnica que entre si celebram a CVM – Comissão de Valores Mobiliários e o Ministério Público Federal, visando ao intercâmbio e à cooperação técnica e operacional relacionados ao Mercado de Capitais de 8 de maio de 2008**. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/port/convenios/Convenio\\_Ministerio\\_%20Publico\\_Federal.pdf](http://www.cvm.gov.br/port/convenios/Convenio_Ministerio_%20Publico_Federal.pdf)>. Acesso em: 22 dez. 2010.

CARVALHO, Márcia Dometila Lima de. **Fundamentação constitucional do direito penal**. Porto Alegre: Sergio Antonio Fabris Editor, 1992.

CARVALHOSA, Modesto. **A nova Lei das S/A**. São Paulo: Saraiva, 2002.

COMPARATO, Fabio Konder. **A regra do sigilo nas ofertas públicas de aquisição de ações**. Revista de Direito Mercantil, n. 49, jan./mar. 1983, p. 56-73.

CONVÊNIO com Ministério Público agiliza processos: liminares impedem acusados de *insider* de embolsar os lucros com as operações. **Revista ValorInveste**, ano 7, dez. 2009/jan. 2010, n. 35, p. 29-30.

CORROZA, Elena Íñigo. **La revelancia del fraude en los delitos de competencia en concreto: maquinaciones para elevar el precio de las cosas (art. 284 CP) y uso de información privilegiada (art. 285 CP). ¿Libertad económica o fraudes punibles? Riesgos penalmente relevantes e irrelevantes en la actividad económico-empresarial**. Jesús-María Silva Sanchez (director). Madrid: Marcial Pons, Ediciones Jurídicas Y Sociales S.A., 2003.

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

DE SANCTIS, Fausto Martin. **Punibilidade no sistema financeiro nacional, tipos penais que tutelam o sistema financeiro nacional, incluindo o mercado de capitais**. Campinas, São Paulo: Millennium, 2003.

EIZIRIK, Nelson. **Mercado de capitais – regime jurídico**. 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

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

FEIJOO SÁNCHEZ, Bernardo. **Cuestiones actuales de derecho penal económico**. Buenos Aires-Argentina: Editorial B de F, 2009.

FIGUEIREDO DIAS, Jorge de. **Temas básicos da doutrina penal**, Coimbra: Coimbra Editora, 2001.

FOFFANI, Luigi. **Protección del crédito, la bolsa y el ahorro**. In: TIEDEMANN, Klaus (director); MARTÍN, Adán Nieto (coord.). Eurodelitos. El Derecho Penal económico en la Unión Europea. España-Cuenca: Ediciones de la Universidad de Castilla-La Mancha, 2004.

GARCIA CAVERO, Percy. **Derecho penal económico, parte general**, Tomo I, 2ª edición, Lima-Perú: Editora Jurídica Grijley, 2007.

GRECO, Luís. Princípio da ofensividade e crimes de perigo abstrato – uma introdução ao debate sobre o bem jurídico e as estruturas do delito. In: **Revista Brasileira de Ciências Criminais**, n. 49, 2004, p. 89-147.

HEFENDEHL, Roland. **La teoría del bien jurídico, ¿Fundamento de legitimación del derecho penal o juego de abalorios dogmático?** Madrid: Marcial Pons, Ediciones Jurídicas Y Sociales S.A., 2007.

HERNÁNDEZ SAINZ, Esther. **El abuso de información privilegiada en los mercados de valores**. Pamplona, España: Thomson, Civitas, 2007.

HUNGRIA, Nelson, **Comentários ao Código Penal**. v. I, Rio de Janeiro: Forense, 1958.

JAKOBS, Günther. **¿Qué protege el derecho penal: bienes jurídicos o la vigencia de la norma?** Mendoza: Ediciones Jurídicas Cuyo, 2004.

LEÃES, Luís Gastão Paes de Barros. **Mercado de capitais & “insider trading”**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1982.

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

MOREIRA, José Carlos Barbosa. Regras de experiência e conceitos juridicamente indeterminados. In: **Temas de direito processual**, 2ª série, São Paulo: Saraiva, 1980.

- NERY JUNIOR, Nelson. **Código Civil comentado**. 6. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2008.
- NOGAMI, Otto. **Princípios de economia**. 5. ed. revista. São Paulo: Thomson Learning, 2006.
- NOGUEIRA, Carlos Frederico Coelho. **Comentários ao Código de Processo Penal e, a partir dele, aos dispositivos correlatos de toda a legislação especial, inclusive do Código de Processo Penal Militar**. v. I, Bauru, São Paulo: Edipro, 2002.
- PALAZZO, Francesco C. **Valores constitucionais e direito penal**. Porto Alegre: Sergio Antonio Fabris Editor, 1989.
- PARENTE, Norma Jonssen. **Aspectos jurídicos do “insider trading”**. Texto publicado em: [www.cvm.gov.br/port/public/publ/Publ\\_600.asp](http://www.cvm.gov.br/port/public/publ/Publ_600.asp). Acesso em: 18 mar. 2008.
- PIMENTEL, Manoel Pedro. **Crimes contra o sistema financeiro nacional – comentários à Lei 7.492, de 16.6.86**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1987.
- POSNER, Richard. **The economics of justice**. Harvard University Press, 1983.
- POSNER, Richard A.; PARISI, Francesco. **Economic Foundations of Private Law** (An Elgar Critical Writings Reader), 2002.
- QUIROGA, Jacobo Lopez Barja de. El abuso de información privilegiada, p. 433. *In: Derecho penal económico*. Enrique Bacigalupo (director), 1. ed., Buenos Aires: Hammurabi, 2004.
- REALE JUNIOR, Miguel. **Instituições de direito penal, parte geral**. v. I, 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2006.
- ROXIN, Claus. **Derecho penal, parte general. Tomo I, Fundamentos. La estructura de la teoría del delito**. Madrid: Civitas Ediciones, 2008.
- \_\_\_\_\_. **A proteção de bens jurídicos como função do direito penal**, organização e tradução de André Luís Callegari e Nereu José Giacomoli, Porto Alegre: Livraria do Advogado Editora, 2006.

SALOMÃO FILHO, Calixto. **O novo direito societário**. 3. ed. revista e ampliada, São Paulo: Malheiros, 2006.

SALVADOR NETTO, Alamiro Velludo. **Tipicidade penal e sociedade de risco**. São Paulo: Quartier Latin, 2006.

SANDRONI, Paulo. **Dicionário de economia do século XXI**. Rio de Janeiro: Record, 2005.

SÃO PAULO. Justiça Federal de Primeiro Grau. Ação Penal n. 2009.61.81.005123-4. 6ª Vara Criminal da Subseção Judiciária de São Paulo. Protocolada em: 4-5-2009. Disponível em: <<http://www.jfsp.jus.br/foruns-federais/>>. Acesso em: 22 dez. 2010.

SILVA SÁNCHEZ, Jesús María. **La expansión del derecho penal: aspectos de la política criminal en las sociedades postindustriales**. Montevideo-Buenos Aires: Editorial B de F, 2ª edición, 2008.

\_\_\_\_\_. **Eficiência e direito penal**. Coleção Estudos de Direito Penal, v. 11, Barueri-SP: Manole, 2004.

180 SILVEIRA, Renato de Mello Jorge. **Direito penal econômico como direito penal de perigo**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2006.

YAZBEK, Otavio. **Regulação do mercado financeiro e de capitais**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

## 5 APONTAMENTOS SOBRE A CRIMINALIDADE INFORMÁTICA

*Augusto Eduardo de Souza Rossini*

*Professor do programa de educação continuada e especialização em Direito GVlaw; professor de Direito Constitucional no curso de graduação em Direito e de Tutela Punitiva da Sociedade da Informação no Núcleo de Mestrado em Direito da UniFMU; professor da Escola Superior do Ministério Público do Estado de São Paulo; mestre e doutor em Direito Penal pela PUCSP; promotor de Justiça e ex-coordenador do CAOCrim – Centro de Apoio Operacional às Promotorias de Justiça Criminais do Estado de São Paulo; diretor-geral do Departamento Penitenciário Nacional; presidente do MPCrim – Associação Nacional do Ministério Público Criminal.*

*Auriney Uchôa de Brito*

*Professor de pós-graduação em Direito Penal e Processual Penal da Escola Paulista de Direito; professor de Direito Penal Econômico da UniFMU/SP; doutorando em Direito Penal pela Universidad de Buenos Aires; mestre em Direito na Sociedade da Informação pela UniFMU/SP; especialista em Direito Penal Econômico Europeu pela Universidade de Coimbra; especialista em Direito Penal e Processo Penal pela Universidade Gama Filho/RJ; especialista em Direito Penal e Processo Penal pela Escola Paulista de Direito; membro da Comissão de Direito na Sociedade da Informação da OAB/SP; consultor, parecerista e advogado Criminal do Escritório Brito & Santos Advogados Associados.*