



**UNIVERSIDADE FEDERAL DA BAHIA
FACULDADE DE DIREITO**

YURI RANGEL SALES FELICIANO

**O *INSIDER TRADING* NO DIREITO PENAL ECONÔMICO: A
(DES)NECESSIDADE DO TRATAMENTO JURÍDICO-PENAL
OUTORGADO AO USO INDEVIDO DE INFORMAÇÕES
PRIVILEGIADAS NO MERCADO DE CAPITAIS.**

Salvador
2018

YURI RANGEL SALES FELICIANO

**O *INSIDER TRADING* NO DIREITO PENAL ECONÔMICO: A
(DES)NECESSIDADE DO TRATAMENTO JURÍDICO-PENAL
OUTORGADO AO USO INDEVIDO DE INFORMAÇÕES
PRIVILEGIADAS NO MERCADO DE CAPITAIS.**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado como
requisito parcial para obtenção do grau de Bacharel
em Direito pela Faculdade de Direito da
Universidade Federal da Bahia.

Orientador: Gamil Föppel El Hireche

Salvador
2018

YURI RANGEL SALES FELICIANO

**O *INSIDER TRADING* NO DIREITO PENAL ECONÔMICO: A
(DES)NECESSIDADE DO TRATAMENTO JURÍDICO-PENAL
OUTORGADO AO USO INDEVIDO DE INFORMAÇÕES
PRIVILEGIADAS NO MERCADO DE CAPITAIS.**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado como
requisito parcial para obtenção do grau de Bacharel
em Direito pela Faculdade de Direito da
Universidade Federal da Bahia.

_____ em _____ de dezembro de 2018.

Banca Examinadora

Gamil Föppel El Hireche - Orientador

Doutor em Direito

Universidade Federal da Bahia

Sebastião Borges de Albuquerque Mello

Doutor em Direito

Universidade Federal da Bahia

Rudá Santos Figueiredo

Mestre em Direito

Faculdade Baiana de Direito

AGRADECIMENTOS

Agradeço, acima de todos os demais, a Deus, pela sua onipresença em minha vida, conduzindo cada passo da minha história e me protegendo, com sua grandiosidade infinita, em cada desafio que, assim como esse, procuro enfrentar. Em verdade, insignificantes todos nós somos diante da sua imensurável grandeza.

Agradeço, profundamente, à Faculdade de Direito da Universidade Federal da Bahia, que me abriu as portas para um caminho – ainda preambular – de conhecimento e crescimento pessoal. Instituição que, pela sua grandeza e tradição, jamais será olvidada no ensino jurídico do país. Agradeço a todos aqueles – docentes, discentes e servidores – que fizeram da Egrégia, nestes 4 anos e meio, o meu lar. Se entrei com 17 anos, ainda um menino, hoje, com as experiências pela faculdade proporcionadas, saio um homem.

Agradeço, com ainda maior intensidade, à minha família, razão da minha existência e formadora do homem que sou hoje. Destino o agradecimento, pessoalmente, à minha mãe Ana e ao meu pai Valdeck, por nunca medirem esforços nas etapas da minha – educacional e, sobretudo, ética - formação enquanto pessoa e nas etapas da formação da minha querida irmã, Valana, a quem estendo, com a mesmo afeto, a minha gratidão. Não há – nem nunca haverá – vida que, de fato, valha a pena, sem as suas existências.

Agradeço, com não menor apreço, a todos(as) aqueles(as) que, de diferentes maneiras, fizeram parte dessa trajetória, me acompanhado nos erros e acertos da construção da minha identidade. Merecerão, sempre, todo o meu afeto.

Agradeço, por fim, ao meu dileto orientador Gamil Föppel que, na minha trajetória dentro e fora da Universidade Federal da Bahia, o destino optou por reservar-me a sua amizade. Meu sincero agradecimento, para além da já latente admiração, àquele que me fez perceber qual área eu pretendo, com altivez e coragem, seguir pelo resto da minha vida.

A todos, meus mais sinceros agradecimentos.

Você vê o que eu sou. O que eu sou é resultado daquilo que faço repetidamente. A excelência não deve, portanto, ser um ato. E sim um hábito.

Aristóteles

RESUMO

O presente estudo tem como objetivo oferecer imprescindíveis contornos conceituais, sob o viés do Direito Penal Econômico, ao *Insider Trading*, enquanto instrumento de manipulação do mercado de valores mobiliários. Passando por uma análise histórica da evolução do tipo penal em questão, busca-se elucidar as razões que tornaram indispensável, primeiro no contexto estadunidense e depois no Brasil, o combate ao uso indevido de informações privilegiadas no mercado de capitais. Cumpre asseverar que, fazendo uma necessária análise da classificação jurídica da conduta delitiva evidenciada pelo artigo 27-D da Lei 6.385/76, salutar se faz, neste estudo, interpretar se a intervenção penal, enquanto manifestação do controle social mais drástico do Estado, é realmente legítima, eficiente e, sobretudo, necessária. Por fim, se objetiva traçar perímetros conceituais ao Direito Sancionador, enquanto via sancionatória alternativa, evidenciando a sua viabilidade prática no combate, seja preventivo ou repressivo, ao *Insider Trading* no contexto fático-jurídico pátrio, como mecanismo não só de manutenção da confiança dos investidores no mercado de capitais, como também de zelo à segurança, transparência e idoneidade do mercado de valores mobiliários.

PALAVRAS-CHAVE: *Insider Trading*, Direito Penal Econômico, Informação Privilegiada, Mercado de Capitais, Direito Sancionador.

ABSTRACT

The objective of this study is to offer conceptual insights, under the bias of the Economic Criminal Law, to Insider Trading, as an instrument for manipulating the securities market. Going through a historical analysis of the evolution of the criminal type in question, it is sought to elucidate the reasons that made it necessary, first in the American context and later in Brazil, the fight against the misuse of privileged information in the capital market. It is necessary to assert that, in making a necessary analysis of the legal classification of the delinquent conduct evidenced by Article 27-D of Law 6,385/76, it is important to interpret in this study whether criminal intervention, as a manifestation of the most drastic social control of the State, is really legitimate, efficient and, above all, necessary. Finally, it aims to trace conceptual perimeters to the Sanctioning Law, as an alternative sanction, evidencing its practical feasibility in the fight, whether preventive or repressive, to Insider Trading in the phatic-legal context, as a mechanism not only to maintain investor confidence in the capital market, as well as security, transparency and suitability of the securities market.

KEY WORDS: Insider Trading, Economic Criminal Law, Privileged Information, Capital Markets, Sanctioning Law.

SUMÁRIO

1 NOTAS INTRODUTÓRIAS	9
2 A EVOLUÇÃO HISTÓRICA DO <i>INSIDER TRADING</i>	12
2.2 A SIMBIOSE COM O DIREITO PENAL ECONÔMICO E O PERTENCIMENTO AO ROL DE CRIMES DE COLARINHO BRANCO	12
2.2 A EXPERIÊNCIA NORTEAMERICANA NO COMBATE À MANIPULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS	15
3 O <i>INSIDER TRADING</i> NO BRASIL	21
3.1 A EVOLUÇÃO LEGISLATIVA DO <i>INSIDER TRADING</i> NO ORDENAMENTO JURÍDICO PÁTRIO	21
3.2 A CLASSIFICAÇÃO JURÍDICO-PENAL DO <i>INSIDER TRADING</i> NO BRASIL.....	26
4 A (DES)NECESSIDADE, (I)LEGITIMIDADE E (IN)EFICIÊNCIA DO TRATAMENTO JURÍDICO-PENAL OUTORGADO AO <i>INSIDER TRADING</i>	37
4.1 A REPRESSÃO PENAL AO <i>INSIDER TRADING</i> ENQUANTO EXTERIORIZAÇÃO DO DIREITO PENAL SIMBÓLICO	38
4.2 O PRINCÍPIO DA INTERVENÇÃO MÍNIMA ENQUANTO JUSTIFICATIVA PARA A (DES)NECESSIDADE DA REPRESSÃO PENAL AO <i>INSIDER TRADING</i>	41
4.3 A FRAGMENTARIEDADE E A SUBSIDIARIEDADE DO DIREITO PENAL COMO FUNDAMENTAÇÃO À SUFICIÊNCIA DOS CONTROLES EXTRAPENAIIS AO <i>INSIDER TRADING</i>	44
5 O DIREITO SANCIONADOR COMO ALTERNATIVA VIÁVEL: A SUA APLICABILIDADE NO COMBATE À MANIPULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS	48
5.1 DIREITO SANCIONADOR, DIREITO DE INTERVENÇÃO, DIREITO PENAL DE DUAS VELOCIDADES E DIREITO DAS CONTRA-ORDENAÇÕES: A INTERSECÇÃO HISTÓRICA DOS CONCEITOS.....	48
5.2 O DIREITO SANCIONADOR DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS NA TUTELA AO <i>INSIDER TRADING</i> : APLICABILIDADE, GARANTIAS E EFETIVIDADE DAS SANÇÕES	56
6 CONSIDERAÇÕES FINAIS	63
REFERÊNCIAS	71

1 NOTAS INTRODUTÓRIAS

Partindo sob a ótica do Direito Penal Econômico e as particularidades que em torno de sua dogmática gravitam, o presente estudo consiste, essencialmente, em valorar se, diante do alcance e da extensão do potencial lesivo do uso indevido de informações privilegiadas no mercado de capitais, a intervenção penal, supostamente atuando enquanto instrumento garantidor da segurança e transparência no mercado de valores mobiliários, se faz ou não imprescindível.

É de todo cristalino que, diante do substancial - e desenfreado - crescimento das sociedades empresárias e da conseqüente fragmentação acionária destas, a propriedade da empresa, outrora somente restrita ao seu controle administrativo, passou, também, a ser transferida aos seus investidores.¹ Entretanto, em função da posição de superioridade protagonizada pelos administradores ao terem, em razão de suas funções, acesso a importantes e privilegiadas informações, criou-se, neste diapasão, um notório estado de desequilíbrio desleal, maculando a transparência e idoneidade do mercado acionário e, principalmente, vilipendiando a confiança dos investidores enquanto titulares do destino de seu próprio patrimônio.

Ciente da necessidade de adotar uma postura mais incisiva para que o mercado de capitais se desenvolvesse sem fraudes, o Estado, almejando proteger os fragilizados investidores e combater todo e qualquer tipo de conduta ofensiva a este desenvolvimento, tomou para si o dever de inaugurar mecanismos jurídicos que, preventiva ou repressivamente, fossem capazes de coibir práticas indevidas de manipulação do mercado de valores mobiliários.

Nesta senda, não bastando a previsão de sanções cíveis e administrativas para disciplinar a figura do *Insider Trading*, o Estado foi além. Conferiu, ao uso indevido de informações privilegiadas no mercado de capitais, o status de crime, legitimando, dessa maneira, o controle social mais drástico - e emergente - de todos: a intervenção penal. Tal intervenção, flertando com a opinião pública, assume uma postura de proximidade com o Direito Penal Simbólico², ao passo que se distancia do princípio da intervenção mínima, observando, nas penas, a solução de todas as mazelas que em torno do mercado acionário gravitam.

¹ HIRECHE, Gamil Föppel El. GOMES, Adriano Figueiredo de Souza. A (i)legitimidade do Direito Penal para disciplinar a figura do Insider Trading. In: TESES DA FACULDADE BAIANA DE DIREITO, Salvador, 2011, p. 5.

² O Direito Penal Simbólico é aquele que tem uma "fama" de ser rigoroso demais e por esse motivo acaba sendo ineficaz na prática, por trazer meros símbolos de rigor excessivo que, efetivamente, caem no vazio, diante de sua não aplicação efetiva, justamente pelo fato de ser tão rigoroso.

Utilizando-se, então, dos argumentos que no deslinde da monografia serão expostos, conclui-se que o tratamento jurídico-penal outorgado ao *Insider Trading* não só se afasta do condão de imprescindível, como também se aproxima, indubitavelmente, de uma intervenção ilegítima, simbólica e, sobretudo, ineficiente para tratar, de forma proporcional e eficaz, o uso indevido de informações privilegiadas no mercado de capitais.

Em contrapartida, incontestável é o entendimento de que gigantescas - e desastrosas - podem ser as consequências do uso indevido de informações privilegiadas no mercado de capitais. Sob este prisma, torna-se indispensável asseverar que todo e qualquer tipo de conduta indevida que, em maior ou menor grau, ofenda, macule, ou desprestigie a confiança do investidor no mercado financeiro, deve, obrigatoriamente, ser repreendida.

Ocorre que, tal repressão, somente atinge o grau esperado de eficiência se - e somente se - for ela legítima, necessária e adequada. O tratamento jurídico-penal outorgado ao *Insider Trading*, tipificado no art. 27-D da lei 6.385/76, que passou a tutelar, penalmente, o que antes somente era passível de sanções cíveis e administrativas, se mostra, com as devidas vênias, absolutamente simbólico.

Assim sendo, pautado na impossibilidade de fundamentação apta a legitimar a intervenção penal no uso indevido de informações privilegiadas no mercado de capitais, o presente Trabalho de Conclusão de Curso traz à tona a maior eficiência que teria o enfrentamento ao *Insider Trading*, enquanto ponto central desta monografia, se fosse este tutelado pelo Direito Sancionador.

Situado entre o Direito Administrativo e o Direito Penal, o Direito Sancionador, muito embora assumia uma postura de flexibilização da taxatividade e da jurisdicionalidade, apresenta-se, diante da ineficiência do tratamento jurídico-penal, como uma importante alternativa a ser abalizada. Sob a égide de um sistema punitivo enérgico e com diversas garantias, o Direito Sancionador, que, no decorrer da presente monografia será conceituado ao lado do Direito da Intervenção, Direito Penal de Duas Velocidades e Direito das Contra-Ordenações, teria a capacidade de conduzir a sanções mais efetivas - e eficazes - do que a simbólica pena privativa de liberdade e o espetáculo que em torno dela se faz.

Sejamos, então, sensatos: O Direito Penal Econômico, como resultado de um latente fenômeno de expansão do Direito Penal, ampliou, com a sua atuação, o número de leis penais e, conseqüentemente, de sujeitos puníveis. Em contrapartida, é imprescindível afirmar que tal expansão nem sempre está umbilicalmente ligada à ideia

de uma intervenção necessária, justa e adequada. E é, justamente, esse o grande problema que passa a ser evidenciado ao permitir que, desarrazoadamente, a repressão penal esteja presente na figura do *Insider Trading*.

Com a indubitável consciência de que existem intervenções mais cabidas, o tratamento jurídico-penal outorgado ao uso indevido de informações privilegiadas no mercado de valores mobiliários está, de maneira rigorosa e implacável, longe de ser o mais adequado. Torna-se, portanto, imprescindível asseverar que o presente trabalho, ao adotar linha intelectual similar, fundamentando todas as posições a serem expostas, observa, no Direito Sancionador, a alternativa mais eficaz para, de forma eficiente, agir como o instrumento adequado de manutenção não só da idoneidade - e transparência - do sistema financeiro, como também da confiança do investidor no mercado de capitais.

2 A EVOLUÇÃO HISTÓRICA DO *INSIDER TRADING*

2.2 A SIMBIOSE COM O DIREITO PENAL ECONÔMICO E O PERTENCIMENTO AO ROL DE CRIMES DE COLARINHO BRANCO

Muito embora potencializada pelo crack da bolsa de Nova Iorque em 1929, a necessidade de criação de mecanismos jurídicos capazes de coibir, preventiva ou repressivamente, condutas que, em maior ou menor grau, expõem a risco a ordem econômica mundial, não só já existia, como também era vigorosamente estimulada.

Essas condutas, apesar de representarem a demonstração clara de uma simbiose existencial que gravita em torno do Direito Civil, Administrativo e Empresarial, necessitavam, por não serem, segundo importantes doutrinadores, satisfatoriamente disciplinada por esses ramos, de uma nova – e mais enérgica - intervenção do Estado, criando-se, nesse contexto, uma nova linha de pesquisa que resultou numa subárea penal que se relaciona, ativamente, com a produção, acumulação e circulação de riquezas: o Direito Penal Econômico.

Classificado como uma recente ramificação do Direito Penal Nuclear, o Direito Penal Econômico, surge como sendo o resultado de uma necessidade de se coibir condutas que, antes, sequer eram praticadas. Sob a égide conceitual, o doutrinador Thiago Bottino³ entende o Direito Penal Econômico ser:

[...] o ramo do Direito Penal voltado para identificação e criminalização de condutas que afetam o bom funcionamento do Sistema Financeiro Nacional, a igualdade de condições e oportunidades econômicas, a arrecadação tributária e o controle sobre fluxos financeiros. Tais condutas são praticadas nas relações comerciais ou na atividade empresarial, pelos administradores, diretores ou sócios, geralmente de forma não violenta e envolvendo fraude ou violação da relação de confiança.

Criado para atender uma demanda antes inexistente, o Direito Penal Econômico surge como resultado de uma necessidade cristalina de se relacionar e, conseqüentemente, resguardar novos bens jurídicos: os bens culturais. Esses novos bens, diferentemente dos bens jurídicos tradicionais (da civilização) que são vulnerados por meio de crimes materiais, de dano e com vítimas determinadas, ao assumirem o formato de incorpóreos e intangíveis, aproximam-se muito mais de uma clara noção de

³ BOTTINO, Thiago. **Direito penal econômico**. Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, 2013. Disponível em: <http://diretorio.fgv.br/sites/diretorio.fgv.br/files/u100/direito_penal_economico_20132.pdf>. Acesso em: 4 nov. 2018.

coletividade, sendo desnecessária, inclusive, a existência de uma lesão concreta para que se possa punir.

Atuando como instrumento catalisador do surgimento de um ramo jurídico que se comunicasse, efetivamente, com a produção e circulação de riquezas, a globalização fez com que a economia tomasse contornos mais complexos, necessitando, por conta de um latente fenômeno de compartilhamento de riscos, de uma proteção diferenciada. O Direito Penal Econômico, portanto, afigura-se como a materialização simbólica do momento em que a dogmática penal – readaptando-se à nova realidade – cede às exigências da vida prática.

Objetivando elucidar, de forma cristalina, esse latente fenômeno de expansão do Direito Penal, Jesús Maria Silva-Sánchez⁴ explica que o surgimento dessas novas espécies delitivas somente é possível por conta da incidência de fenômenos como a globalização e, sobretudo, a integração econômica. Tal integração, afasta a noção de marginalidade do ato delitivo e do delinquente, pois o delito não mais é praticado por aquele destinatário das intempéries das injustiças sociais, e sim por aquele que, investidos numa condição social mais abastada, atenta contra os interesses econômicos e financeiros da comunidade.

Tal conclusão vai ao encontro do que, brilhantemente, expõe em suas obras o autor Claus Roxin.⁵ Segundo o jurista alemão, a história do Direito Penal pode, com absoluta tranquilidade, ser marcada pela criação e aparecimento de novos crimes. O ser humano, em seu constante – porém nada linear – estágio evolutivo, se vê envolto de novas necessidades e estas, conseqüentemente, demandam novas proteções, fazendo emergir a existência de novos tipos penais. Em outros dizeres, ao passo que a sociedade e suas necessidades evoluem, novos bens jurídicos surgem e, junto com eles, vêm a imprescindibilidade da adoção de novas proteções até então inexistentes.

A importância desses crimes e dos complexos bens jurídicos lesados fez com que o legislador, buscando contornar essa problemática, se afastasse dos conceitos de ofensividade e lesividade. No entanto, além desses, há um claro afastamento do princípio da taxatividade, que, com a utilização de tipos anormais, abertos e normas penais em branco, geram uma instabilidade dogmática conceitual que atinge, direta ou indiretamente, os crimes contra a ordem econômica, financeira, tributária e, sobretudo, o mercado de capitais.

⁴ SILVA SÁNCHEZ, Jesús-María. **A expansão do direito penal: aspectos da política criminal nas sociedades pós-industriais**. 2. ed. rev. ampl. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011.

⁵ ROXIN, Claus. **A proteção de bens jurídicos como função do direito penal**. Tradução de André Luis Callegari e Nereu José Giacomolli. 2. ed. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 2013.

Tais crimes, para Edwin Sutherland, assumem a precisa nomenclatura de “crimes de colarinho branco”. Sob uma perspectiva criminológica – e também sociológica - crítica, o autor define, em apertada síntese, que todo e qualquer crime praticado, no curso de sua atividade profissional, por um agente que goza de certo prestígio, status ou respeitabilidade social elevada, pode ser considerado como um *white-collar crime*⁶.

Consoante os ensinamentos de Sutherland, “os criminosos de colarinho branco dos dias atuais são mais suaves e menos diretos que os barões do roubo do último século, mas não são menos criminosos”⁷. Nesse sentido, o renomado sociólogo estadunidense, ao analisar os prejuízos reais dos crimes em voga, aduz que:

[...] Esta perda financeira por crime de colarinho branco, ainda que grande, é menos relevante que o dano gerado nas relações sociais. Crimes de colarinho branco violam a confiança e, conseqüentemente, criam desconfiança, isto diminui a moralidade social e produz desorganização em larga escala. Crimes comuns, por outro lado, produzem pouco efeito nas instituições e organizações sociais.⁸

Convém afirmar, portanto, que é, justamente, neste hall de crimes de “colarinho branco” que o *Insider Trading* se encaixa. Sob a forma de uma nomenclatura estrangeira, originariamente estadunidense, que, em outras palavras, significa o uso indevido de informações privilegiadas no mercado de capitais, o *Insider Trading*, para José Marcelo Martins Proença, consiste:

na utilização de informação relevante ainda não divulgada ao mercado, de que se tenha conhecimento e da qual se deva manter sigilo, capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiro, com valores mobiliários.⁹

E, em linha intelectual similar, ao explicar, de forma pormenorizada, o universo fático-jurídico do *Insider Trading*, o autor completa:

[...] o comportamento do chamado *insider trading* (negociação por aquele que está ‘por dentro’) consiste no efetivo aproveitamento de informações confidenciais, ou reservadas, acerca do estado e dos negócios de determinada companhia, por parte de administradores, principais acionistas e outros que a

⁶ SUTHERLAND, Edwin. **Crimes de colarinho branco**: versão sem cortes. tradução de Clécio Lemos. Rio de Janeiro: Revan, 2015. p. 34.

⁷ *ibid.*, p. 35.

⁸ *ibid.*, p. 37-38.

⁹ PROENÇA, José Marcelo Martins. **Insider trading**: regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2005. p. 99.

elas têm acesso, para negociar com investidores que a tanto se recusariam, pelo menos pelas bases estabelecidas, caso conhecedores das mesmas informações.¹⁰

2.2 A EXPERIÊNCIA NORTEAMERICANA NO COMBATE À MANIPULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS

Sanada a apresentação conceitual, é preciso compreender, para além de uma perspectiva superficial, o contexto histórico de surgimento do *Insider Trading* na realidade internacional. Apesar de existirem informações, nos moldes de denúncia, de que, desde o século XVII, privilegiados grupos, sob posse de informações restritas, já negociavam suas ações legitimando um desequilíbrio – e assimetria - desleal, foi no século XX que o uso indevido de informações privilegiadas no mercado de capitais alcançou o seu protagonismo¹¹.

Em plena expansão automobilística, os Estados Unidos, ao unirem a ausência do Estado nas relações econômicas à irresponsável especulação imobiliária, se viram envoltos numa histórica – e desastrosa – consequência: a grande depressão. O colapso mundial, ocorrido na quebra da Bolsa de Nova Iorque, potencializou as correntes que suplicavam por uma intervenção estatal rígida e, sobretudo, mais atuante.

Visando recuperar a normalidade da economia, em sentido lato, e do mercado de capitais, em sentido estrito, a adoção de um modelo político intervencionista, implementado por Franklin Delano Roosevelt, sob a nomenclatura de “New Deal”, foi a saída emergencial encontrada para tentar enfrentar, categoricamente, o estado de crise vigente à época. A utilização efetiva de mecanismos de controle, sobretudo nas bolsas de valores, destinados à proteção e idoneidade do mercado financeiro ganhou força ao tipificar condutas que, a exemplo do uso indevido de informações privilegiadas no mercado de capitais, eram fruto tão somente de uma manifestação do liberalismo econômico e suas especificidades.

Destarte, ciente da cristalina inaplicabilidade do modelo liberal enquanto resposta para os acontecimentos supramencionados, o Estado passou, por meio de um contundente intervencionismo estatal, a tomar para si a responsabilidade de, assumindo um papel regulador, instituir políticas econômicas capazes de fornecer equilíbrio nas

¹⁰ *ibid.*, p. 2.

¹¹ COSTA, José de Faria; RAMOS, Maria Elisabete. **O crime de abuso de informação privilegiada (insider trading)**: A informação enquanto problema jurídico-penal. Coimbra: Coimbra, 2006. p.18.

relações de caráter privado¹². Dentre as principais alternativas legislativas trazidas por esse recente modelo intervencionista de Estado nas relações econômicas, duas merecem destaque: o *Securities Act (1933)* e o *Securities and Exchange Act (1934)*.

Indubitavelmente, ao integrarem a política intervencionista do New Deal implementada por Franklin Roosevelt, tais inovações legislativas assumiram a postura de não só tentar soerguer a situação calamitosa na qual o mercado de capitais se encontrava, como também regulamentar, na via formal, o combate ao *Insider Trading*.¹³ Por óbvio, é justo - e pertinente - afirmar que esse marco da regulação da repressão à assimetria de informações nas negociações estava, por surgir em meio a uma das maiores crises econômicas mundiais, regido por um certo simbolismo frente à necessidade de resposta que os cidadãos esperavam do Estado.

Com indícios investigativos de preponderância de um forte movimento de especulação no mercado de valores mobiliários, causador de incontáveis conflitos de interesses entre as negociações de ações e a atuação dos bancos comerciais junto aos seus clientes,¹⁴ o senador Carter Glass e o deputado Henry Steagall apresentaram, em 1933, um importante projeto de lei conhecido como *Glass-Steagall Act*¹⁵. Dentre as principais finalidades do novo panorama legislativo trazido pelos parlamentares americanos, estavam a previsão de uma segmentação de atividades entre os bancos comerciais e os bancos de investimentos, enquanto legítimos auxiliares nas mais diversas operações no mercado de capitais.

Neste contexto, atuando em um propósito convergente, as intervenções legislativas trazidas pelo *Glass-Steagall Act (1933)*, *Securities Act (1933)* e o *Securities and Exchange Act (1934)* se complementam na política de combate ao *Insider Trading* no cenário estadunidense. Em contrapartida, apesar de eminentemente fundamentais nessa atuação intervencionista do Estado no mercado de capitais de garantir uma maior proteção aos investidores, estas intervenções normativas não foram, de forma alguma,

¹² HIRECHE, Gamil Föppel El. GOMES, Adriano Figueiredo de Souza. A (i)legitimidade do Direito Penal para disciplinar a figura do Insider Trading. In: TESES DA FACULDADE BAIANA DE DIREITO, Salvador, 2011. p. 3.

¹³ AVOLIO, Luiz Francisco Torquato. A criminalização do insider trading no Brasil e seu contributo para o direito penal econômico. **Revista dos Tribunais**, São Paulo, v. 95, n. 850, p. 443, 2006.

¹⁴ *ibid.*, loc. cit.

¹⁵ A expressão **lei Glass-Steagall** (em inglês, *Glass-Steagall Act*) geralmente se refere a quatro disposições contidas na Lei dos Bancos (*U.S. Banking Act*), promulgada nos Estados Unidos em 1933 e que limitava os títulos emitidos por bancos comerciais, bem como as atividades e afiliações de bancos comerciais e financeiras. A lei também instituiu a Federal Deposit Insurance Corporation, uma agência garantidora de depósitos. Foi promulgada pela administração de Franklin D. Roosevelt para, basicamente, evitar um colapso financeiro sistêmico (como aquele ocorrido em 1929). A Glass-Steagall propiciou condições para um processo de alavancagem mais condizente com as necessidades das corporações industriais (não financeiras).

as primeiras demonstrações do interesse estatal de regulamentar o mercado de valores mobiliários.

Explica-se essa afirmativa pelo fato de, antes mesmo das normas federais supramencionadas serem editadas, já haviam, em alguns estados dos Estados Unidos, as chamadas *blue sky laws*¹⁶. Surgidas décadas antes, essas leis estaduais proibiam, cada uma de uma maneira peculiar e não necessariamente compatíveis entre si, a utilização de informações confidenciais por ocupantes de cargos de chefia¹⁷.

Tendo a primeira *blue sky law* promulgada em 1911, no Kansas, essas leis estaduais sofreram, ao longo da sua história, contundentes questionamentos acerca da sua constitucionalidade, sendo estas dúvidas permanentemente sanadas somente com a atuação da Suprema Corte que, por meio de sua decisão, as classificou como um exercício natural do poder de polícia estadual. A postura conivente da Suprema Corte às “leis do céu azul”, atribuindo-lhes a sua constitucionalidade, mesmo impondo limites ao seu alcance, estimulou a adoção de legislação semelhante por diversos estados para disciplinarem o mercado de valores mobiliários dentro de seus perímetros territoriais¹⁸.

Cumprido, neste diapasão fático, asseverar o surgimento de uma importante agência federal estadunidense: a *Securities Exchange Commission (SEC)*¹⁹. Criada como uma ramificação do Securities Exchange Act de 1934, a SEC assumiu o compromisso de protagonizar, categoricamente, não só a regulação, como também a fiscalização do mercado de valores mobiliários dos Estados Unidos da América. A legislação federal trazida pela agência, ao priorizar a defesa dos acionistas em detrimento dos funcionários das companhias que ocupavam cargos de chefia, agiu no sentido de implementar – e desenvolver – um importante princípio norteador das relações travadas no âmbito do mercado de capitais: o *full disclosure*.

¹⁶ Uma **lei do céu azul** é uma lei estadual nos Estados Unidos que regulamenta a oferta e a venda de títulos aparentemente para proteger o público contra fraudes. Embora as disposições específicas dessas leis variem entre os estados, todas elas exigem o registro de todas as ofertas e vendas de valores mobiliários, bem como de corretoras. A lei do céu azul de cada estado é administrada por sua agência reguladora apropriada, e a maioria também fornece causas de ação privadas para investidores privados que foram feridos por fraude de valores mobiliários.

¹⁷ PROENÇA, José Marcelo Martins. **Insider trading**: regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2005. p. 214.

¹⁸ LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. **Mercado de capitais e insider trading**. São Paulo: R. dos Tribunais, 1982. p. 83-84.

¹⁹ A Securities and Exchange Commission (Comissão de Valores Mobiliários), frequentemente abreviada SEC, é uma agência federal dos Estados Unidos que detém a responsabilidade primária pela aplicação das leis de títulos federais e a regulação do setor de valores mobiliários, as ações da nação e opções de câmbio, e outros mercados de valores eletrônicos nos Estados Unidos. Além do Ato 1934 que a criou, a SEC aplica o Securities Act of 1933, o Trust Indenture Act of 1939, o Investment Company Act of 1940, o Investment Advisers Act of 1940, o Sarbanes-Oxley Act of 2002 e outros estatutos. A SEC foi criada pela seção 4 do Securities Exchange Act de 1934 que, comumente, é referido como o Ato 1934. Atualmente, é presidida por Jay Clayton.

Significando, em tradução livre, o “dever de informar por completo”, o princípio do *full disclosure* representa o dever de divulgar, de forma clara e transparente, informações relativas à companhia, possibilitando ao investidor, com a cristalina informação de detalhes atinentes à situação financeira por ela vivenciada, o acesso a uma compreensão esmiuçada acerca da empresa a qual ele assume o papel de acionista²⁰.

Torna-se, portanto, imperioso destinar o absoluto – e indiscutível - grau de importância assumido pelo princípio do *full disclosure*, sobretudo no contínuo esforço de conferir um íntegro desenvolvimento ao mercado de capitais norte-americano, a dois indissociáveis motivos: o de, em primeiro plano, permitir uma maior transparência às informações publicadas e, em segundo lugar, porém não menos sobressalente, o de fornecer, indistintamente, aos especuladores, um efetivo acesso isonômico aos dados e comunicados que, pelas companhias, fossem publicados²¹.

Com efeito, o combate à proliferação de práticas fraudulentas no mercado de capitais aperfeiçoou-se, ainda mais, na edição de importantes dispositivos na legislação estadunidense. Destacam-se, nesse contexto, a Seção 16(b), da *Securities Exchange Act* de 1934²², que tratou de traçar contornos específicos acerca da responsabilidade da figura do *insider* com a companhia, e a Regra 10 b-5, de 1942, editada pela SEC, que ampliou o alcance da proteção ao mercado de valores mobiliários, sendo esta última, inclusive, uma das primeiras intervenções legislativas federais destinadas à proibição do *Insider Trading*.

José Marcelo Martins Proença, ao tratar da Seção 16(b), traz necessárias ponderações. Consoante suas brilhantes explicações, o dispositivo foi alvo de duras – e

²⁰ DIAS, Amanda Tayar Duarte. Questões atuais envolvendo insider trading. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais. São Paulo, v. 12, n. 45, p. 124, jul./set., 2009.

²¹ CASTELLAR, José Carlos. **Insider trading e os novos crimes corporativos** : (uso indevido de informação privilegiada, manipulação de mercado e exercício irregular de cargo, profissão, atividade ou função). Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2008. p. 87.

²² Securities Exchange Act, Seção 16 (b): “A fim de reprimir a utilização abusiva de informação que venha a obter o titular de mais de 10% de ações da mesma categoria, o administrador e o alto empregado, em razão da posição que ocupam na empresa, todo o lucro auferido com a recompensa ou revenda de suas ações, dentro de seis meses a partir da venda ou da compra anteriormente feita por essas mesmas pessoas, exceção feita aos títulos adquiridos de boa-fé em virtude de transação anteriormente compromissada, deverá reverter em proveito da sociedade emissora, independentemente da intenção que porventura tenha impulsionado essas pessoas a realizarem a operação descrita. A ação judicial objetivando esse resultado, a ser proposta segundo princípios de direito e equidade, compete inicialmente à própria sociedade, mas se essa não a intenta dentro do prazo de 60 dias a contar da data da intimação para tanto, qualquer acionista tem legitimidade, como autêntico substituto processual, para ajuizar a ação *uti singuli*. Prescreverá, porém, essa ação em 2 (dois) anos, contados da realização do lucro. Essa subseção não se aplica ao caso em que as pessoas titulares de mais de 10% da compra e revenda, nem se aplica às hipóteses expressamente excluídas pela SEC, por meio de atos normativos específicos”.

pertinentes – críticas acerca do alcance limitado da norma. Dotada de uma limitação de restringir o alcance do dispositivo tão somente às operações realizadas dentro do lapso temporal de seis meses a partir compra ou venda feita preteritamente, e de, além disso, não disciplinar informações sigilosas fornecidas de segunda mão, Martins Proença, em apertada síntese, entende que a regulação mencionada não reprime, *in totum*, a prática condenável, deixando, dessa forma, “muitos peixes fora da rede”²³.

A incapacidade de regulação apta a atender a totalidade dos problemas existentes nas relações travadas no âmbito do mercado de capitais, apresentada pelo dispositivo supramencionado, era cristalinamente evidenciada. Ainda assim, a limitada regulação disponível apresentou um tímido – porém evidente - desestímulo ao surgimento de especulações desonestas, o que, segundo Luís Gastão Paes de Barros Leães, gerou um resultado positivo, porém restrito. As lacunas apresentadas, portanto, pela Seção 16(b) deram margem ao desenvolvimento jurisprudencial da Regra 10b-5, que tomou para si o dever de limitar, com maior eficiência, o uso indevido de informações privilegiadas no mercado de capitais.

Assim dispõe, com a devida tradução, este dispositivo:

Regra 10 (b) – 5:²⁴

A toda pessoa, que se utiliza dos meios e instrumentos do comércio estadual, do correio ou dos serviços das bolsas nacionais de valores, é vedado: 1) empregar qualquer manobra, esquema ou artifício fraudulentos; 2) fazer declarações inexatas sobre fatos importantes, ou deixar de revelá-los, quando esses fatos reputados necessários para evitar que as declarações, à luz das circunstâncias em que foram feitas, não sejam enganadoras; ou 3) comprometer-se em ato, prática ou negociação que representa ou representaria uma fraude ou burla em relação a qualquer pessoa.

É justo e coerente afirmar, entretanto, que, ao lado dessas intervenções legislativas trazidas por meio dos dispositivos federais supramencionados, um outro fenômeno pode ser considerado, para fins contextuais, umbilicalmente ligado ao surgimento – e desenvolvimento – do *Insider Trading*. Trata-se, conforme abordado nas notas introdutórias do presente estudo, do movimento de separação da propriedade da empresa ao seu controle administrativo.

A evidenciada fragmentação da propriedade da empresa, antes somente restrita à sua administração, possibilitou que investidores também pudessem fazer parte de um grupo que, outrora, lhe era negado o acesso. Esse novo cenário se deve,

²³ PROENÇA, José Marcelo Martins. **Insider trading**: regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2005. p. 218.

²⁴ LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. **Mercado de capitais e insider trading**. São Paulo: R. dos Tribunais, 1982. p. 146.

indubitavelmente, ao substancial – e, sobretudo, desenfreado – fenômeno de crescimento das sociedades empresárias que, dentro de um contexto evolutivo histórico-empresarial, passou a criar impasses no mercado acionário carentes da necessária proteção.

Tal proteção justifica-se, inexoravelmente, na posição de vulnerabilidade a qual o investidor assumia, ao tornar-se latente a preocupação com uso desleal de informações privilegiadas por parte dos administradores que, em posse de posição de chefia, eram os reais titulares do controle das organizações empresárias²⁵. Ficava, então, cristalina a condição de desvantagem e desproteção que sobre os acionistas recaíam, ao atuarem em negociações no mercado de valores mobiliários sem a posse das privilegiadas informações retidas sob o sigilo dos administradores das companhias.

O cenário de nítida fragilidade dos investidores, alocados, desta maneira, numa posição diametralmente oposta à supremacia protagonizada pelos administradores das sociedades empresárias que, munidos de relevantes e privilegiadas informações obtidas em decorrência do exercício de sua respectiva atividade profissional, operavam no mercado de valores mobiliários de forma desleal, fez com que se tornasse imprescindível a implementação – em caráter urgente – de mecanismos jurídicos idôneos que, preventiva ou repressivamente, fossem capazes de inibir o uso indevido de informações privilegiadas no mercado de capitais²⁶.

As repressões cíveis, administrativas e, sobretudo, penais que, hoje recaem sobre o *Insider Trading*, nem de longe podem ser tratadas sem que antes seja feita uma necessária contextualização da realidade histórico-evolutiva do ilícito que, deste estudo, é o elemento central. Findadas as explicações, pautadas sob a ótica do direito estadunidense (que, inclusive, explica a opcional adoção do idioma inglês para descrever o delito) acerca do surgimento, desenvolvimento e, portanto, necessidade de repressão do uso indevido de informações privilegiadas no mercado de capitais, enquanto legítimo crime de colarinho branco, torna-se, agora, imprescindível tratar de sua chegada à realidade pátria, razão pela qual será ela exposta, por meio de uma classificação normativa e jurisprudencial, no capítulo seguinte.

²⁵ PROENÇA, José Marcelo Martins. **Insider trading**: regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2005. p. 122.

²⁶ HIRECHE, Gamil Föppel El. GOMES, Adriano Figueiredo de Souza. A (i)legitimidade do Direito Penal para disciplinar a figura do Insider Trading. In: TESES DA FACULDADE BAIANA DE DIREITO, Salvador, 2011. p. 6.

3 O *INSIDER TRADING* NO BRASIL

3.1 A EVOLUÇÃO LEGISLATIVA DO *INSIDER TRADING* NO ORDENAMENTO JURÍDICO PÁTRIO

Estimulado pelo contexto fático-jurídico evidenciado, consoante exposto em linhas pretéritas, pelo Estados Unidos da América, o *Insider Trading* – e todas as particularidades que em torno deste ilícito gravitam – apareceu no contexto nacional em um momento diferente e para atender uma necessidade semelhante, porém distinta. Ao invés do Crack da Bolsa de Nova Iorque, o evento catalisador ao surgimento da preocupação acerca do abuso de informações privilegiadas no Brasil foi, sem dúvidas, a transformação da realidade das sociedades empresárias e a complexidade de suas relações.

A inspiração no direito estadunidense, evidenciada com a valorização do princípio do *full disclosure*, fez com que a necessidade de adoção de uma legislação pátria apta a coibir o uso indevido de informações privilegiadas, no mercado de valores mobiliários, assumisse o caráter de urgente. Nesse sentido, imperioso destacar que a instrumentalização deste novo movimento de regulação do mercado de capitais fora, indubitavelmente, protagonizado por uma importante entidade autárquica de controle: a Comissão de Valores Mobiliários (CVM)²⁷.

Criada pela lei federal de 6.385/76, a Comissão de Valores Mobiliários carrega, em sua justificativa de existência, as importantes funções de:

- I – estimular a formação de poupanças e a sua aplicação em valores mobiliários;
- II – promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações, e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social de companhias abertas sob controle de capitais privados nacionais;
- III – assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados da bolsa e de balcão;
- IV – proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra:
 - a) emissões irregulares de valores mobiliários;
 - b) atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas, ou de administradores de carteira de valores mobiliários;

²⁷ A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) é uma autarquia vinculada ao Ministério da Fazenda do Brasil, instituída pela Lei 6.385, de 7 de dezembro de 1976, alterada pela Lei nº 6.422, de 8 de junho de 1977, Lei nº 9.457, de 5 de maio de 1997, Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001, Decreto nº 3.995, de 31 de outubro de 2001, Lei nº 10.411, de 26 de fevereiro de 2002, na gestão do presidente Fernando Henrique Cardoso, e juntamente com a Lei das Sociedades por Ações (Lei 6.404/76) disciplinaram o funcionamento do mercado de valores mobiliários e a atuação de seus protagonistas. A CVM tem poderes para disciplinar, normalizar e fiscalizar a atuação dos diversos integrantes do mercado. Seu poder de normalizar abrange todas as matérias referentes ao mercado de valores mobiliários.

c) o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários (alínea incluída pela Lei nº 10.303, de 31/10/2001).

V – evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado;

VI – assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido;

VII – assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários;

VIII – assegurar a observância no mercado, das condições de utilização de crédito fixadas pelo Conselho Monetário Nacional²⁸.

Entretanto, não há como se falar da atuação da Comissão de Valores Mobiliários no enfrentamento ao *Insider Trading* no Brasil, sem antes mencionar o regime jurídico evidenciado na década de 60. Consoante os dizeres de Michelangelo Corsetti, “a regulação do sistema financeiro nacional está fundada, principalmente, sobre quatro textos legais editados durante os anos sessenta e setenta do século passado”.²⁹ São eles: a Lei 4.595, a Lei 4.728 e, mais à frente, foram editadas a Lei 6.404 e a Lei 6.385, já introduzida, de forma superficial, em linhas pretéritas.

As duas primeiras, muito embora notadamente reconhecida a sua importância no fenômeno inicial da regulação brasileira ao *Insider Trading*, assumem um papel de coadjuvante face às duas últimas. Enquanto a Lei 4.595, também conhecida como Lei da Reforma Bancária, foi a responsável pela “implementação de políticas monetária, de crédito e cambial, promovendo adequações legislativas que se mostraram fundamentais para o desenvolvimento econômico do país”, a Lei 4.728, reconhecida como a Lei do Mercado de Capitais, complementava a anterior ao reorganizar e disciplinar o mercado de valores mobiliários, propiciando, assim, um terreno fértil para criação dos bancos de investimentos³⁰. Em contrapartida, ambas as intervenções legislativas, pelo teor de normas programáticas, mostraram-se absolutamente insuficientes na contenção do *Insider Trading*, inexistindo, portanto, qualquer tipo de sanção apta a reprimir, efetivamente, o uso indevido de informação privilegiada³¹.

O cenário, frente à necessidade latente de uma regulação mais consistente, começou a mudar quando a Lei 6.404/76, nomeada de Lei das Sociedades Anônimas, passou disciplinar, no âmbito civil e administrativo, o *Insider Trading*. Nela, a doutrina

²⁸ BRASIL. Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Poder Executivo, Brasília, DF, 9 dez. 1976a.

²⁹ CORSETTI, Michelangelo. **Insider Trading**: Informação privilegiada: O uso indevido no Mercado de Capitais. Curitiba: Juruá Editora, 2013. p. 71

³⁰ *Ibid.*, p. 72.

³¹ *Ibid.*, p. 73.

destaca a participação de dois notáveis artigos na tarefa de valorização ao dever de lealdade e ao dever de informar: os artigos 155 e 157 da lei indigitada. *In verbis*:

Dever de Lealdade

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

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

II - omitir-se no exercício ou proteção de direitos da companhia ou, visando à obtenção de vantagens, para si ou para outrem, deixar de aproveitar oportunidades de negócio de interesse da companhia;

III - adquirir, para revender com lucro, bem ou direito que sabe necessário à companhia, ou que esta tencione adquirir.

§ 1º Cumpre, ademais, ao administrador de companhia aberta, guardar sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, obtida em razão do cargo e capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários, sendo-lhe vedado valer-se da informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários.

§ 2º O administrador deve zelar para que a violação do disposto no § 1º não possa ocorrer através de subordinados ou terceiros de sua confiança.

§ 3º A pessoa prejudicada em compra e venda de valores mobiliários, contratada com infração do disposto nos §§ 1º e 2º, tem direito de haver do infrator indenização por perdas e danos, a menos que ao contratar já conhecesse a informação.

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

Dever de Informar

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

§ 1º O administrador de companhia aberta é obrigado a revelar à assembléia-geral ordinária, a pedido de acionistas que representem 5% (cinco por cento) ou mais do capital social:

a) o número dos valores mobiliários de emissão da companhia ou de sociedades controladas, ou do mesmo grupo, que tiver adquirido ou alienado, diretamente ou

através de outras pessoas, no exercício anterior;

b) as opções de compra de ações que tiver contratado ou exercido no exercício anterior;

c) os benefícios ou vantagens, indiretas ou complementares, que tenha recebido ou esteja recebendo da companhia e de sociedades coligadas, controladas ou do mesmo grupo;

d) as condições dos contratos de trabalho que tenham sido firmados pela companhia com os diretores e empregados de alto nível;

e) quaisquer atos ou fatos relevantes nas atividades da companhia.

§ 2º Os esclarecimentos prestados pelo administrador poderão, a pedido de qualquer acionista, ser reduzidos a escrito, autenticados pela mesa da assembléia, e fornecidos por cópia aos solicitantes.

§ 3º A revelação dos atos ou fatos de que trata este artigo só poderá ser utilizada no legítimo interesse da companhia ou do acionista, respondendo os solicitantes pelos abusos que praticarem.

§ 4º Os administradores da companhia aberta são obrigados a comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer

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

§ 5º Os administradores poderão recusar-se a prestar a informação (§ 1º, alínea e), ou deixar de divulgá-la (§ 4º), se entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia, cabendo à Comissão de Valores Mobiliários, a pedido dos administradores, de qualquer acionista, ou por iniciativa própria, decidir sobre a prestação de informação e responsabilizar os administradores, se for o caso.

§ 6º Os administradores da companhia aberta deverão informar imediatamente, nos termos e na forma determinados pela Comissão de Valores Mobiliários, a esta e às bolsas de valores ou entidades do mercado de balcão organizado nas quais os valores mobiliários de emissão da companhia estejam admitidos à negociação, as modificações em suas posições acionárias na companhia. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001)³²

Traçando necessários contornos às condutas essenciais para a existência de um abuso de informação de privilegiada no mercado de capitais, o dever de lealdade e o dever de informar, detalhadamente evidenciados nos artigos supramencionados, em apertada síntese, atuam frontalmente no combate à utilização de todo e qualquer tipo de informação relevante – e não divulgada – por indivíduos que tenham a pretensão de obter vantagem indevida em proveito próprio ou de terceiros.

Em prol de um justo – e equitativo - funcionamento da dinâmica das operações realizadas no mercado acionário, esses deveres coadunam com um necessário esforço de proteção dos acionistas minoritários que, em maior ou menor grau, possam vir a ser prejudicados face a não ciência de uma informação da qual, por outro lado, um administrador da companhia, por meio do seu nexos profissional, tenha acesso³³.

É, portanto, seguindo esta linha de raciocínio, que o ano de 1976 trouxe, para complementar a Lei das Sociedades Anônimas, a mais importante inovação de cunho legislativo acerca do mercado de capitais e as operações indevidas que, ao seu redor, gravitam: a já mencionada em linhas pretéritas Lei 6.385/76. Ocorre que, para além da inolvidável criação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), enquanto entidade autárquica de controle capaz de “assegurar a observância de práticas equitativas no

³² BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Brasília. 6a.

Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil, Poder Executivo, Brasília, DF, 17 dez. 1976b. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404compilada.htm>. Acesso em: 17 nov. 2018

³³ LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. **Mercado de capitais e insider trading**. São Paulo: R. dos Tribunais, 1982. p. 175.

mercado de valores mobiliários”³⁴, a Lei 6.385/76 ampliou, substancialmente, o conceito de *Insider Trading*.

Ao definir, com maior precisão, métodos, práticas e operações fraudulentas que, inegavelmente, representassem práticas não equitativas no mercado de capitais, a lei supramencionada traçou, inegavelmente, firmes – e mais cristalinos – contornos ao ilícito central do presente estudo. Isto porque, se antes não era claro, com a edição dela tornou-se absolutamente perceptível que a utilização indevida de informação relevante não divulgada, quando conexa com a compra e venda de ações, sempre acaba gerando um desequilíbrio de posições a um dos participantes da operação ou aos terceiros investidores, em sentido estrito, e, em sentido lato, uma ameaça à eficiência e credibilidade do mercado.³⁵

Cumpra, nesta senda, asseverar que, nesta crescente – porém não linear – evolução legislativa protagonizada pelo contributo da Lei 6.385/76, tornou-se possível, sob uma perspectiva doutrinária, uma melhor e mais definida delimitação da responsabilidade civil, administrativa e, principalmente, penal do uso indevido de informações privilegiadas no mercado de capitais. Em palavras distintas, a identificação das responsabilidades advindas da prática do *Insider Trading* passou, com a indigitada lei, a não dar margem para tergiversações genéricas que, antes de sua edição, poderiam existir.

Nesse ínterim, convencionou-se que a responsabilidade civil, decorrente do *Insider Trading*, quando absolutamente encaixadas nos termos da infração aos dispositivos transcritos na mencionada lei, importa no necessário “dever de reparação a eventuais danos causados à empresa, aos acionistas, bem como a terceiros e a demais investidores no mercado de capitais”³⁶.

Numa segunda via, imperioso salientar, no tocante à responsabilidade administrativa, que o artigo 11 da Lei 6.385/76 carrega, em seu *caput*, a previsão de conferir à Comissão de Valores Mobiliários (CVM) o condão de, cominando com a Lei das Sociedades Anônimas e com a regulação expedida pela própria entidade autárquica de controle, aplicar um rigoroso rol de sanções que, para além de advertências e multas

³⁴ BRASIL. Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Poder Executivo, Brasília, DF, 9 dez. 1976a.

³⁵ PARENTE, Norma Jonssen. **Aspectos Jurídicos do "insider trading"**. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários. 1978. p.8.

³⁶ RODRIGUES, Fillipe Azevedo. Intervenção pública e proibição do insider trading: Eficiência e ultima ratio na responsive regulation. **Revista de informação legislativa**, Brasília, DF, v. 53, n. 210, p. 211-238, 2016. p. 226.

elevadas, fornecem penalidades como a inabilitação do exercício de cargos de administrador ou conselheiro por até vinte anos e a cassação da autorização ou registro de operação da empresa que, para alguns, significa a “pena de morte” da pessoa jurídica.³⁷

A responsabilização penal, em contrapartida, por uma suposta necessidade de conferir, ao *Insider Trading*, penas mais severas, só veio a ser reconhecida duas décadas e meia depois. Em 2001, o acréscimo à redação original trazido pela Lei Federal 10.303 criminalizou, com a tipificação do art. 27-D, a conduta do uso indevido de informações privilegiadas no mercado de valores mobiliários, conferindo, a partir de então, a atuação do controle social mais emergente de todos: a intervenção jurídico-penal.

3.2 A CLASSIFICAÇÃO JURÍDICO-PENAL DO *INSIDER TRADING* NO BRASIL

Embora esteja longe de ser encarada, pela doutrina ligada ao Direito Penal Econômico, como uma unanimidade no tocante à sua necessidade, eficiência e efetividade, a intervenção penal no *Insider Trading*, desde 2001, existe no contexto fático-jurídico nacional. Necessário se faz, por essa razão, asseverar que a indigitada prática, onde outrora somente era passível de sanções cíveis e administrativas, assumiu, com o artigo 27-D da Lei 6.385/76, o estrato de delito. Acerca dessa realidade, é imprescindível que seja feita uma escoreta classificação jurídica do crime em voga, começando, por óbvio, pela sua redação típica. *Ipsis litteris*:

Art. 27-D. Utilizar informação relevante de que tenha conhecimento, ainda não divulgada ao mercado, que seja capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiros, de valores mobiliários: (Redação dada pela Lei nº 13.506, de 2017)
Pena – reclusão, de 1 (um) a 5 (cinco) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)³⁸

Preliminarmente, salutar é a posse da noção de que, se a criminalização da conduta existe, isso se deve, dentre outros fatores, à tentativa de solucionar supostas lacunas que, na defesa de uma proteção aos princípios da transparência, lealdade e informação plena no mercado de capitais, preconizaram uma percepção de insuficiência dos mecanismos trazidos pelo Direito Civil e pelo Direito Administrativo, na tutela dos

³⁷ Ibid, loc. cit.

³⁸ BRASIL. Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Poder Executivo, Brasília, DF, 9 dez. 1976a.

interesses transindividuais envoltos no mercado de capitais. É, portanto, justificando a repressão penal na importância do bem jurídico protegido, junto à sua função garantidora e também teleológica³⁹, que autoras como Elena Íñigo Corroza sustentam que:

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 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 penal⁴⁰.

Surge, nesse contexto de justificativa, a necessidade de se afirmar que, apesar de indubitável a importância do bem jurídico resguardado pela tipificação *Insider Trading*, não há na doutrina, seja ela nacional ou internacional, um consenso acerca daquilo que, efetivamente, se protege por intermédio do delito de uso indevido de informação privilegiada no mercado de valores mobiliários. A ausência de pacificidade em torno da delimitação do bem jurídico do ilícito em questão não obsta, de maneira alguma, que o tema seja objeto de valiosas – porém nem sempre convergentes - ponderações.

É o que preleciona, nesse sentido, Márcio Zuba de Oliva, ao definir que, na doutrina, há contextos e posições divergentes de proteção que visam resguardar:

- (a) A tutela patrimonial dos investidores;
- (b) A tutela da igualdade dos investidores;
- (c) A tutela da confiança dos investidores;
- (d) A tutela dos interesses da sociedade emissora dos valores mobiliários;
- (e) O correto funcionamento do mercado de valores mobiliários⁴¹.

Corroborando, em parte, com o exposto acima, José Marcelo Martins Proença entende que o *Insider Trading* tem, por finalidade, proteger a confiabilidade do mercado de capitais e, por consequência imediata, promover a sua maior eficiência, preservando

³⁹ ZAFFARONI, Eugenio Raúl; PIERANGELI, José Henrique. **Manual de direito penal brasileiro**. 4. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2002. p. 466.

⁴⁰ ÍÑIGO CORROZA, Elena. La relevancia 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). In: SILVA SÁNCHEZ, Jesús María. (Coord.). **¿Libertad económica o fraudes punibles?: Riesgos penalmente relevantes e irrelevantes en la actividad económico-empresarial**. Madrid: Marcial Pons, Ediciones Jurídicas Y Sociales, 2003.

⁴¹ OLIVA, Marcio Zuba de. O Insider Trading no Brasil: breves considerações. **Migalhas**, [S.l], 2010. Disponível em: <<https://www.migalhas.com.br/dePeso/16,MI112841,81042-O+Insider+Trading+no+Brasil+breves+consideracoes>>. Acesso em: 20 nov. 2018.

e incentivando o seu regular funcionamento.⁴² Em termos quase idênticos, para além da doutrina nacional, Elena Íñigo Corroza,⁴³ em convergência com o entendimento de Jacobo López Barjade Quiroga⁴⁴, afirma que o bem jurídico protegido pelo crime em voga é, indubitável e categoricamente, a confiança depositada pelos investidores no mercado acionário.

Impende destacar que, para Luiz Francisco Torquato Avolio, a discussão atinente ao bem jurídico do uso indevido de informações privilegiadas no mercado de valores mobiliários merece perímetros mais largos. Senão, vejamos:

Tutela-se a priori, a ordem econômica, em seus fundamentos da livre concorrência e da defesa do consumidor; e, em especial, o mercado de valores mobiliários, assegurando a sua competitividade, confiabilidade e regular operação, pela prevenção contra manipulações financeiras e garantia do acesso equitativo à informação relevante, de modo a propiciar aos investidores e especuladores a adoção de decisões racionais⁴⁵.

Sob outra perspectiva, há visões diametralmente opostas. A absoluta ausência de pacificidade sobre o tema fez com que autores consagrados, a exemplo de Luiz Flávio Borges D'Urso, criticando a própria essência dessa espécie delitiva, considerassem a ausência de uma lesão efetiva a um bem jurídico. Para o advogado criminalista, é de extremo equívoco considerar que termos genéricos, como “confiabilidade do mercado”, assumam a forma de bem jurídico supraindividual, sendo estes, portanto, nem de longe merecedores da repressão penal, mas, tão somente, da tutela do Direito Administrativo.⁴⁶

Neste diapasão, mister se faz asseverar que a falta de lesividade propagada por D'Urso, perpassa pela existência de uma importante vertente: a de que o *Insider Trading* assume, para muitos, a figura de um crime de perigo abstrato. Significa dizer,

⁴² PROENÇA, José Marcelo Martins. **Insider trading**: regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2005. p. 322.

⁴³ ÍÑIGO CORROZA, Elena. 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). In: SILVA SÁNCHEZ, Jesús María. (Coord.). **¿Libertad económica o fraudes punibles?:** Riesgos penalmente relevantes e irrelevantes en la actividad económico-empresarial. Madrid: Marcial Pons, Ediciones Jurídicas Y Sociales, 2003. p. 162.

⁴⁴ DE GRANDIS, Rodrigo. Aspectos penais do uso de informação privilegiada (insider trading) no direito brasileiro. In: SANCHEZ VILARDI, Celso; PEREIRA, Flávia Rahal Bresser; DIAS NETO, Theonomiro (Coord.). **Direito Penal Econômico**: crimes financeiros e correlatos. São Paulo: Saraiva, 2011. p. 162.

⁴⁵ AVOLIO, Luiz Francisco Torquato. A criminalização do insider trading no Brasil e seu contributo para o direito penal econômico. **Revista dos Tribunais**, São Paulo, v. 95, n. 850, 2006. p. 45

⁴⁶ D'URSO, Luiz Flávio Borges. Proteção penal dos mercados financeiros: a tipificação do insider trading. In: COSTA, José de Faria; SILVA, Marco Antônio Marques da. (Coord.). **Direito penal especial, processo penal e direitos fundamentais**. Visão luso-brasileira. São Paulo: Quartier Latin, 2006. p. 793.

portanto, que é desnecessária a ocorrência de um resultado naturalístico para a sua consumação, onde suficiente é que esteja presente uma mera ameaça de lesão. Conceituando em apertada síntese, Rogério Greco afirma que os crimes de perigo abstrato são aqueles que “constituem uma antecipação da punição levada a efeito pelo legislador, a fim de que o mal maior, consubstanciado no dano, seja evitado”.⁴⁷

Consolidado é, ao corroborar com essa classificação, o entendimento jurisprudencial acerca do tema. O Superior Tribunal de Justiça (STJ), no julgamento do Recurso Especial da ação penal do caso Sadia/Perdigão, enquanto primeiro caso de *Insider Trading* no âmbito criminal processado e julgado no Brasil, acolheu, *in totum*, o argumento da Comissão de Valores Mobiliários em parceria com o Ministério Público Federal, ao atestar que o delito, de fato, assume o condão de um crime de perigo abstrato e, por conta disso, independe de resultado.

No deslinde da discussão acerca do momento consumativo do *Insider Trading*, a absoluta ausência de pacificidade entre os doutrinadores do Direito Penal Econômico volta a ser latente. O fato da produção doutrinária, acerca do tema, ser escassa, não obsta, de maneira alguma, a multiplicidade de visões daqueles que, sobre o delito em tela, escrevem por meio de livros ou periódicos acadêmicos. Longe de assumir uma postura uníssona e convergente, importantes autores defendem, fundamentada e justificadamente, diferentes posições que ratificam a classificação do *Insider Trading*, de um lado, como crime formal e, de outro, como crime material.

A classificação como crime formal do uso indevido de informações privilegiadas no mercado de capitais conta com a aquiescência de majoritária parcela da doutrina. Isso porque, indo ao encontro do enquadramento enquanto crime de perigo abstrato mencionado em linhas pretéritas, os autores defendem que a obtenção da vantagem indevida seria um mero exaurimento, sendo ela, portanto, prescindível. Significa dizer, em palavras distintas, que a hipótese de tentativa, no *Insider Trading*, seria terminantemente inviável.

Para Guilherme Brenner Lucchesi, o tipo penal não exige, do delinquente, a efetiva obtenção da vantagem indevida, sendo suficiente, portanto, que a informação privilegiada, se utilizada em operações de compra e venda no mercado de capitais,

⁴⁷ GRECO, Rogério. **Curso de Direito Penal** – parte geral. 10. ed. Rio de Janeiro: Impetus, 2018. p. 194.

carregue consigo o potencial de acarretar um provável benefício econômico.⁴⁸

Complementando seu raciocínio, o advogado paranaense afirma:

Isto porque, pelo dinamismo que envolve o mercado financeiro, muito embora o *insider* possa representar a obtenção de uma vantagem, esta pode não vir a ser obtida, em virtude de outras operações realizadas, o que foge do controle do autor. Se a informação obtida, caso utilizada por meio de uma operação bursátil, tenha potencial lucrativo para o autor ou para terceiro, admite-se a imputação. Muito embora não possa ser classificado como tipo material, ou ‘de resultado’, pois prescinde da verificação da ocorrência do resultado para sua consumação, o delito de *insider trading* também não constitui um tipo de ‘simples atividade’, pois se exige algum tipo de prejuízo – não, necessariamente, econômico – causado em relação ao mercado de valores mobiliários a ponto de justificar a sanção penal⁴⁹.

Em visão diametralmente oposta à supramencionada, há quem defenda que, sobre o *Insider Trading*, recai a classificação de crime material. Nessa ótica de rotulação, se percebe a tese de que o tipo penal em voga somente tem o seu momento de consumação constatado na efetiva obtenção de vantagem indevida. Consoante os ensinamentos de João Carlos Castellar, é absolutamente possível que a vantagem pretendida com o uso de informações privilegiadas, por estar ela umbilicalmente ligada a fatores externos, imprevisíveis e relativos, não venha a se concretizar, consubstanciando, frente à ausência de consumação, uma - agora possível - tentativa⁵⁰.

É, justamente, em linha intelectual semelhante, que Nelson Eirizik justifica a classificação do delito como material. O autor defende, em sua obra, que o momento da consumação do *Insider Trading* é o da efetuação do resultado, sendo este, por óbvio, a vantagem indevida decorrente do uso de informação não divulgada. Eirizik, enfatizando a exigência expressa do dispositivo penal da existência de negociação no mercado de capitais, afirma que é impossível a caracterização da vantagem indevida sem a ocorrência do resultado.⁵¹ Desdobrando, com maiores detalhes, o seu raciocínio, o autor explica:

O *insider* pode utilizar a informação privilegiada, mas não obter vantagem indevida, por quaisquer razões de mercado; compra a R\$ 2,00 cada ação, de posse de informação privilegiada, divulga-a e aguarda a elevação dos preços, que não ocorre, pois devido a circunstâncias internacionais adversas, todas as

⁴⁸ LUCCHESI, Guilherme Brenner. O objeto de tutela penal no delito de insider trading. Uma análise crítica a partir da dogmática penal contemporânea. **Revista Brasileira de Ciências Criminais**, São Paulo, v. 19, n. 90, p. 150, mai./jun., 2011.

⁴⁹ Ibid, loc. cit.

⁵⁰ CASTELLAR, José Carlos. **Insider trading e os novos crimes corporativos** :(uso indevido de informação privilegiada, manipulação de mercado e exercício irregular de cargo, profissão, atividade ou função). Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2008. p. 123.

⁵¹ EIZIRIK, Nelson et al. **Mercado de capitais**: regime jurídico. 2. ed. ver. atual. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. p. 547.

ações despencam; no caso, não realiza qualquer vantagem indevida, não se consumando o crime, por fatores alheios à sua atuação⁵².

Ocorre que, para além da discussão atinente ao momento consumativo do crime, conspícuo é o detalhamento do posicionamento doutrinário adstrito à classificação do uso indevido de informações privilegiadas no mercado de capitais que, perpassando pela noção de sujeito ativo, nos permite chegar a uma nova – porém absolutamente desproporcional – divergência entre os autores baseada no questionamento do pertencimento, do *Insider Trading*, ao rol de crimes comuns ou de crimes próprios. São, nesse contexto, raríssimos os autores que se posicionam em favor daquele rol em detrimento deste, razão pela qual torna-se plausível concentrar a explanação com base nos juristas que, acertadamente, pressupõem uma particular condição ou qualidade pessoal do agente.

É cristalino o entendimento de que, dentre os requisitos para a caracterização da conduta delitiva central do presente estudo, um deles, indubitavelmente, é a imprescindibilidade de que a posição de sujeito ativo do tipo seja ocupada por alguém que tenha, em seu exercício profissional ou equivalente, pleno conhecimento das operações da companhia. Nestes termos, podem ser enquadrados, como sujeito ativo, não só administradores, controladores e membros do Conselho Fiscal, como também analistas, consultores, auditores e, inclusive, advogados.

Isso porque, o artigo 27-D, da lei n° 6.385/76, ao fazer clara referência à informação “de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo”, nos permite chegar a uma consistente conclusão: a de que, com base em seu enunciado normativo, o *Insider Trading* assume, de fato, a vestimenta de um crime próprio. Tal conclusão é, indubitavelmente, evidenciada na exigência normativa de que o sujeito ativo, além de ter sob sua posse uma informação privilegiada, possua o dever de manter sigilo.

Embora minoritária, a corrente doutrinária que enxerga o *Insider Trading* sob o viés de um crime comum não pode ser olvidada. Para Michelangelo Corsetti, no tocante ao sujeito ativo, “o delito de uso indevido de informação privilegiada é crime comum, podendo ser praticado por qualquer pessoa, desde que saiba estar na posse de informação privilegiada”⁵³. Justificando seu posicionamento na intenção do legislador que, com a Lei 10.303/01, pretendeu ampliar o alcance de atuação do dispositivo,

⁵² CARVALHOSA, 2002 apud CASTELLAR, João Carlos. Op cit., 2008, p. 123

⁵³ CORSETTI, Michelangelo. **Insider Trading**: Informação privilegiada: O uso indevido no Mercado de Capitais. Curitiba: Juruá Editora, 2013. p. 123.

fazendo com que a proibição fosse estendida a qualquer pessoa, desde que saiba tratar-se de informação privilegiada não divulgada ao mercado, o autor complementa:

[...] aquela pessoa que, em princípio, não tinha o dever de manter sigilo, por não ter nenhuma relação direta com a empresa e recebe a informação de alguém de dentro da companhia, informação essa totalmente fidedigna, deve saber tratar-se de informação privilegiada para ser considerada *insider*⁵⁴.

Entretanto, é a classificação como crime próprio, substancialmente mais aceita, que nos permite chegar à precisa distinção entre *insiders primários* e *insiders secundários*. Enquanto aqueles, em razão da obrigatoriedade do dever de sigilo decorrente de lei, estão sujeitos à responsabilização penal da sua conduta, estes, em contrapartida, por atuarem de forma externa, inexistindo lei que os obriguem a manter sigilo, estão suscetíveis somente a sanções cíveis ou administrativas.

Com contornos mais complexos em relação aos *insiders primários* (administradores e equiparados) que, indiscutivelmente, respondem penalmente pelas infrações praticadas, os *insiders secundários*, por vezes, podem ser alvos, para além das sanções extrapenais já anteriormente mencionadas, do poder punitivo do Estado. É, sem dúvidas, o que ocorre quando o sujeito ativo secundário, alheio ao quadro social da companhia, a exemplo dos advogados, contadores e psicólogos, tem, em razão de seu ofício ou profissão, a obrigação legal de guardar segredo⁵⁵.

Acerca da postura do legislador de prever, somente em restritos casos, a responsabilização penal dos *insiders secundários*, autores como José Marcelo Martins Proença e Luiz Francisco Torquato Avolio tecem duras – e propositivas – críticas. Versando favoravelmente à imputação penal daquele agente que, não obrigado a qualquer dever de sigilo, utilize a informação não divulgada para transacionar no mercado acionário, Martins Proença sugere que a legislação penal atue de maneira semelhante à legislação societária e amplie, efetivamente, o seu alcance a todos os *insiders*, sejam eles primários ou secundários⁵⁶.

Corroborando com essa interpretação favorável à expansão do alcance da responsabilização penal aos sujeitos ativos secundários, Avolio, além de tecer críticas à redação da norma incriminadora que não prevê a imputação àqueles que não possuem o dever de manter sigilo, sugere que, para retificar a cinca, o legislador abra mão do uso

⁵⁴ Ibid, loc. cit.

⁵⁵ AVOLIO, Luiz Francisco Torquato. A criminalização do insider trading no Brasil e seu contributo para o direito penal econômico. **Revista dos Tribunais**, São Paulo, v. 95, n. 850, p. 456, 2006.

⁵⁶ PROENÇA, José Marcelo Martins. **Insider trading**: regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2005. p. 320.

da conjunção aditiva “e” e considere a mudança para a conjunção alternativa “ou”, ampliando, dessa forma, o raio de alcance da repressão jurídico-penal ao prescindir que o conhecimento e o dever de sigilo tenham a obrigação de estarem ligados um ao outro⁵⁷.

Cumpra destacar que, na outra extremidade do tipo penal, inexistem embaraços interpretativos concernentes ao sujeito passivo do *Insider Trading*. Torna-se, nesse aspecto, absolutamente plausível o entendimento de que o titular do bem jurídico lesado ou exposto a risco pela conduta criminosa é, em sentido lato, o Estado, como principal interessado no regular funcionamento do mercado de valores mobiliários, e, em sentido estrito, o próprio investidor que, em sua posição de vulnerabilidade, assume o prejuízo de, enquanto titular das transações de compra e venda, operar num mercado de capitais inseguro e inidôneo.

A doutrina compreende ser pacífica a incidência da noção de uma bidimensionalidade do sujeito passivo do uso indevido de informações privilegiadas no mercado de valores mobiliários. Para Castellar, o reconhecimento do investidor – ao lado do Estado - enquanto destinatário da proteção prevista pela norma incriminadora advém, sobretudo, da corrente doutrinária espanhola que, em apertada síntese, o enxerga como aquele que sentiu, diretamente, o dano causado pela manipulação do mercado⁵⁸.

Importa mencionar, nesta senda, que o *Insider Trading* assume, dentre tantas outras classificações, a categoria de uma legítima norma penal em branco. Sobre essa categoria normativa, Michelangelo Corsetti, citando Reinhart Maurach e Heinz Zipf, assim entende:

Ao contrário dos tipos penais completos que, na mesma fonte legal, estabelecem o tipo e a sanção penal, as normas penais em branco apresentam maior complexidade, na medida em que o legislador determina uma sanção, deixando a formulação do preceito para outras instâncias de igual ou de inferior hierarquia⁵⁹.

Sob a égide de uma cristalina noção da existência, no delito em voga, de um complemento normativo originário de outra lei de hierarquia distinta, a complementariedade tem sua razão de existência pautada na justificativa de ser ela parte

⁵⁷ AVOLIO, Luiz Francisco Torquato, op cit., loc cit.

⁵⁸ CASTELLAR, José Carlos. **Insider trading e os novos crimes corporativos** :(uso indevido de informação privilegiada, manipulação de mercado e exercício irregular de cargo, profissão, atividade ou função). Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2008. p. 122.

⁵⁹ MAURACH, Reinhart; ZIPF, Heinz apud CORSETTI, Michelangelo. **Insider Trading: Informação privilegiada: O uso indevido no Mercado de Capitais**. Curitiba: Juruá Editora, 2013. p. 124

integrante do tipo que, após ser complementado, tem sua correta interpretação permitida.

Atestando a larga incidência de normas penais em branco na seara do Direito Penal Econômico, Arthur Zenkner Schmidt chama atenção para o fato de que considerável parte da doutrina considera tais espécies normativas inconstitucionais por dois indissociáveis motivos: o primeiro deles, em função da vulnerabilidade à segurança jurídica que deveria ser pautada pelo princípio da legalidade, e, em segundo lugar, em função do rompimento do princípio de separação dos poderes, por conta da possibilidade de que instâncias executivas estariam, desta forma, autorizadas a delimitar o alcance e os moldes interpretativos do injusto penal⁶⁰.

Entretanto, com fulcro na precariedade das normais penais em garantir a segurança jurídica em termos absolutos, a inconstitucionalidade das normais penais em branco é, por majoritária parcela da doutrina, incisivamente rechaçada. Fato é que, inconstitucional ou não, o conteúdo normativo expresso na redação do tipo penal nos traz, ao menos, três elementares que dependem de um complemento externo para que a sua conceituação e, conseqüentemente, sua interpretação seja exequível: “informação relevante”, “devem manter sigilo” e, por último, “valores mobiliários”.

Enquanto a primeira das três elementares supramencionadas tem sua complementação típica dada por ato administrativo (hierarquicamente inferior à norma incriminadora do *Insider Trading*), sob a forma de Instruções Normativas disponibilizadas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), as duas últimas têm seu complemento adstrito a artigos da Lei 6.404/76, o que, neste caso, configura a existência de uma hierarquia semelhante, tendo em vista ser a mesma autoridade competente que instituiu a Lei 6.385/76⁶¹.

Para concluir a necessária classificação jurídico-penal do *Insider Trading*, é de extremo merecimento pautar, por derradeiro, a competência para processar e julgar o uso indevido de informações privilegiadas no mercado de capitais. Sobre a temática, forçoso se faz mencionar que, apesar da existência de autores que, ao fundamentar no artigo 109, VI, da Constituição Federal⁶², enxergam a competência da Justiça Estadual, a jurisprudência do Supremo Tribunal Federal (STF) tende a ser mais complacente com a

⁶⁰ SCHMIDT, Andrei Zenkner apud CORSETTI, Michelangelo. op cit. p. 125

⁶¹ *Ibit.*, p. 124.

⁶² Art. 109, CF: Aos juízes federais compete processar e julgar: [...] VI - os crimes contra a organização do trabalho e, nos casos determinados por lei, contra o sistema financeiro e a ordem econômico-financeira;

noção de que seria da Justiça Federal a incumbência de tratar, processualmente, os casos de manipulação, em proveito próprio ou alheio, do mercado de valores mobiliários.

Justificando seu posicionamento no artigo 109, IV, da Constituição Federal⁶³, o Supremo Tribunal Federal compreende, em síntese, que o artigo 109, VI, da Carta Magna, além de não esgotar a disciplina quanto à competência da Justiça Federal para processar e julgar os crimes contra o sistema financeiro e a ordem econômico-financeira, entende que este inciso, em verdade, amplia a indigitada competência, pois permite, frente às particularidades de determinadas condutas lesivas, que a legislação ordinária possa retirar da Justiça Estadual a incumbência de julgar causas que se recomenda, pelo alcance nacional, a apreciação pela Justiça Federal⁶⁴.

Mister se faz salientar que, sedimentando a competência da Justiça Federal para apreciar ações penais atinentes ao *Insider Trading*, há, além de ao Estado e ao investidor, lesão efetiva à Comissão de Valores Mobiliários (CVM), enquanto autarquia federal responsável por defender o regular funcionamento do mercado de capitais e, por consequência, a confiança dos negociadores do mercado acionário. O que, de maneira rigorosa e absoluta, atesta a posição da CVM como parte interessada e, portanto, lesada na ocorrência da conduta delitiva em questão.

É, justamente, com base nesse posicionamento, que a atuação em conjunto, do Ministério Público Federal (MPF) e da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), por meio de um esforço de cooperação técnica e jurídica, ganha razão de existência. O indigitado estreitamento institucional, ao conferir maior efetividade ao combate ao *Insider Trading*, seja a título preventivo ou repressivo, proporciona – ou, em tese, deveria proporcionar – a confiabilidade necessária para que o equilíbrio das relações travadas no âmbito do mercado de capitais seja mantido, representando, quando necessário for, nas esferas cíveis, administrativas e, sobretudo, criminais, os interesses do mercado acionário e dos investidores nele inseridos⁶⁵.

Por fim, destaca-se que a pena prevista, para a figura delitiva do artigo 27-D da Lei 6.385/76, é de 1 a 5 anos de reclusão, com cumulativa previsão de multa de até três vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência da negociação viciada de

⁶³ Art. 109, CF: Aos juízes federais compete processar e julgar: [...] IV - os crimes políticos e as infrações penais praticadas em detrimento de bens, serviços ou interesse da União ou de suas entidades autárquicas ou empresas públicas, excluídas as contravenções e ressalvada a competência da Justiça Militar e da Justiça Eleitoral;

⁶⁴ DE GRANDIS, Rodrigo. Aspectos penais do uso de informação privilegiada (insider trading) no direito brasileiro. In: SANCHEZ VILARDI, Celso; PEREIRA, Flávia Rahal Bresser; DIAS NETO, Theonimiro (Coord.). **Direito Penal Econômico: crimes financeiros e correlatos**. São Paulo: Saraiva, 2011. p. 168.

⁶⁵ *Ibid.*, p. 172.

valores mobiliários, sob posse de informação relevante e não divulgada. O processamento judicial que permite ao magistrado, em sua sentença, aplicar a pena supramencionada, se procede dentro dos perímetros de uma ação penal pública incondicionada a qualquer tipo de representação.

Findadas as considerações acerca da classificação jurídico-penal da conduta delitiva central do presente estudo, imprescindível se faz, levando-se em conta uma necessária adoção dos princípios da *ultima ratio* e da intervenção mínima, tratar acerca da (des)necessidade, (i)legitimidade e, principalmente, (in)eficiência da intervenção penal no *Insider Trading*. Será, portanto, essa temática objeto do capítulo subsequente que, considerando pertinentes – e acertados – posicionamentos de autores que, brilhantemente, põem em cheque a atuação da repressão penal, enquanto representação máxima do poder punitivo do Estado, no uso indevido de informações privilegiadas no mercado de capitais.

4 A (DES)NECESSIDADE, (D)LEGITIMIDADE E (IN)EFICIÊNCIA DO TRATAMENTO JURÍDICO-PENAL OUTORGADO AO *INSIDER TRADING*

A evolução histórica do *Insider Trading*, no contexto pátrio, fez com que a conduta de quem pratica uma manipulação do mercado de capitais, almejando vantagem própria ou alheia, atraísse para si uma suposta – e questionável – necessidade de ser disciplinada pela mais urgente das intervenções do Estado: a intervenção penal. Julgando, ingenuamente, se encontrar nas penas privativas de liberdade a solução de todas as mazelas que em torno do mercado de valores mobiliários circundam, os legisladores enveredaram esforços em direção à adoção de uma proposta de criminalização da conduta delitiva em voga que, pelas razões a serem expostas em linhas futuras, não atende, de forma eficiente e adequada, aos anseios não só de um combate à assimetria de informações, como também de manutenção da confiança dos investidores, enquanto titulares do destino do seu próprio patrimônio no mercado acionário.

Considerável parcela da população civil, ao ser questionada acerca da necessidade do tratamento jurídico-penal ser outorgado ao uso indevido de informações privilegiadas no mercado de capitais, se mostraria, sem a menor margem para dúvidas, favorável à noção de que, para além do Direito Civil e do Direito Administrativo, o Direito Penal – e todo o simbolismo que ele carrega – deve ser o protagonista na importante tarefa de disciplinar o *Insider Trading*. Torna-se, com ainda maior intensidade, latente esse sentimento quando necessariamente contextualizado ao período atual em que a opinião pública flerta, vigorosamente, com a execração pública dos sujeitos processuais como um mecanismo de vingança, e quando estes mesmos sujeitos processuais fazem parte de um seletivo grupo de indivíduos (leia-se os criminosos de colarinho branco) que, historicamente, sempre se encontravam à margem do enérgico esforço punitivo do Estado.

Ocorre que, ao deixar de lado a visão atécnica e apaixonada da opinião pública, salutar se faz a adoção de um instrumento de comunicação que, nos dias atuais, se torna imprescindível na intransigente defesa aos direitos e garantias fundamentais: o chamado discurso contramajoritário. Como a própria etimologia da palavra nos oferece o entendimento, tal discurso, ao não tergiversar num posicionamento, se necessário for, contrário à maioria, assume a nobre postura de trazer à tona, num cristalino exercício de resistência, aquilo que a população civil não quer ler, escutar ou, ao menos, considerar válido.

É, portanto, sob os moldes de um genuíno discurso contramajoritário que este presente estudo busca, com amparo de inolvidáveis doutrinadores das ciências penais, defender a absoluta desnecessidade da intervenção penal enquanto elemento repressivo ao *Insider Trading*. A linha intelectual aqui defendida não significa dizer, de forma alguma, que a postura de almejar vantagem indevida, no mercado de capitais, sob posse de informações não divulgadas deva estar à margem da tutela protetiva do Estado, mas sim que há ramos jurídicos alternativos muito mais capazes de disciplinar, com a devida eficiência, a conduta delitiva em questão.

4.1 A REPRESSÃO PENAL AO *INSIDER TRADING* ENQUANTO EXTERIORIZAÇÃO DO DIREITO PENAL SIMBÓLICO

A abordagem crítica – e também indispensável – acerca da desnecessidade do tratamento jurídico-penal outorgado ao *Insider Trading* perpassa, obrigatoriamente, pela imprescindível noção do conceito de Direito Penal Simbólico. Sob a égide de um rigor excessivo na aplicação das leis penais mais severas, o simbolismo evidenciado ganha forma na medida em que o legislador, ao utilizar de um forte teor moral e emocional na edição dos dispositivos normativos⁶⁶, flerta com uma evidente manipulação da opinião pública, ao introduzir, na sociedade, a falsa percepção de maior proteção, segurança e, sobretudo, combate efetivo à criminalidade existente.

O descontrole na exagerada proliferação de tipos penais absolutamente desnecessários, para além da inidônea utilização do Direito Penal enquanto instrumento educativo para “dar fim” aos infindáveis problemas de políticas públicas do Estado, gera uma preocupante consequência: a hipertrofia da legislação criminal.⁶⁷ Ocorre que, a própria justificativa utilizada na tentativa de legitimar o Direito Penal Simbólico cai no descrédito, na medida em que, diante da impossibilidade de aplicação proporcional e efetiva da suposta maior proteção nele circuncidado, esse arbitrário exercício do poder punitivo do Estado acaba sendo, na prática, terminantemente ineficaz.

Claus Roxin, ao traçar importantes contornos à conceituação do Direito Penal Simbólico, oferece inolvidável contributo para o entendimento desse desenfreado surgimento de dispositivos penais elaboradas na aquiescência e no clamor da opinião pública. *In verbis*:

⁶⁶ GRINOVER, Ada Pellegrini. **Eficácia e autoridade da sentença penal**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1978. p 58.

⁶⁷ MASSON, Cleber Rogério. **Direito penal esquematizado**: parte geral. 10. ed. São Paulo: Método, 2016.

Assim, portanto, haverá de ser entendida a expressão ‘direito penal simbólico’, como sendo o conjunto de normas penais elaboradas no clamor da opinião pública, suscitadas geralmente na ocorrência de crimes violentos ou não, envolvendo pessoas famosas no Brasil, com grande repercussão na mídia, dada a atenção para casos determinados, específicos e escolhidos sob o critério exclusivo dos operadores da comunicação, objetivando escamotear as causas históricas, sociais e políticas da criminalidade, apresentando como única resposta para a segurança da sociedade a criação de novos e mais rigorosos comandos normativos penais⁶⁸.

Tal conceituação, irrefutavelmente, vai de encontro à verdadeira função do Direito Penal que, consoante o próprio Claus Roxin, se resume à imprescindível incumbência de “garantir a seus cidadãos uma existência pacífica, livre e socialmente segura, sempre e quando estas metas não possam ser alcançadas por outras medidas político-sociais que afetam em menor medida a liberdade dos cidadãos.”⁶⁹ Em palavras distintas, o Direito Penal Simbólico desatende, ao impulsionar a criação de novos e desnecessários tipos penais, preceitos basilares que integram, invariavelmente, a verdadeira razão de existir do tratamento jurídico-penal.

Cumprе asseverar, neste contexto, que a política de emergência penal, materializada na insegurança da sociedade e na ânsia em obter respostas estatais contundentes em relação à criminalidade crescente e cada vez mais violenta, cria a ingênua percepção de que se encontra na consequencialidade da resposta penal – e no viés retributivo nela presente – a verdadeira solução das mazelas que em torno da segurança pública gravitam⁷⁰. A política criminal protagonizada pelo Direito Penal Simbólico, para além de uma mera aplicação do Direito Penal do Inimigo, manifesta-se, valorizando o efeito externo da aplicação severa da lei, como uma exteriorização do Direito Penal do Terror ao criar, de maneira arbitrária, figuras penais desnecessárias e incentivar o aumento desproporcional – e, portanto, injustificado – das penas.⁷¹

Em contrapartida, torna-se imprescindível trazer à baila importantes ponderações. O argumento, exposto pelos defensores desse movimento de hipertrofia da legislação criminal, de maior proteção aos bens jurídicos e a importância destes enquanto justificativa de adoção de intervenções normativas mais severas, não pode, de forma alguma, legitimar o Estado a criar dispositivos penais que não se coadunam com

⁶⁸ ROXIN, Claus. **Derecho Procesal Penal**. 25 edição, Buenos Aires: Editores Del Puerto, 2000.

⁶⁹ ROXIN, Claus. **A proteção de bens jurídicos como função do direito penal**. Organizado e Traduzido por André Luis Callegari e Nereu José Giacomolli. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 2006. p.16.

⁷⁰ HIRECHE, Gamil Föppel El. GOMES, Adriano Figueiredo de Souza. A (i)legitimidade do Direito Penal para disciplinar a figura do Insider Trading. In: TESES DA FACULDADE BAIANA DE DIREITO, Salvador, 2011. p. 20.

⁷¹ MASSON, Cleber Rogério. **Direito penal esquematizado**: parte geral. 10. ed. São Paulo: Método, 2016. p. 50.

os princípios da necessidade e da eficácia da sanção penal.⁷² Tal desatendimento a princípios centrais do Direito Penal, faz com que esses dispositivos percam, irremediavelmente, a sua legitimidade e, em outra perspectiva, a sua credibilidade.

A absoluta ausência de legitimidade na criação destes tipos penais mais rigorosos ganha contornos ainda mais sensíveis quando contextualizados na perspectiva dos crimes de colarinho branco, em sentido amplo, e, em sentido estrito, no uso indevido de informações privilegiadas no mercado de valores mobiliários. Visando mostrar à sociedade civil que os criminosos mais abastados do ponto de vista econômico e social, antes imunes ao encarceramento, também são alvos do controle social mais drástico, o Estado, ao criar, sem os devidos critérios, dispositivos penais destinados à repressão de condutas delitivas contra o mercado de capitais (evidenciados, muitas vezes, sob a forma de normas penais em branco e tipos abertos), desrespeita qualquer intenção de valorização à noção de segurança jurídica.

A forma de utilização das normas incriminadoras resultantes do Direito Penal Simbólico, no ponto de vista prático, ao agir sob as exigências do clamor público de justiça, revela o aparecimento de um exercício punitivo seletivo, arbitrário e, sobretudo, desproporcional. Tal política criminal, de cunho emergencial e hiperbólico, além de maximizar as deficiências do Sistema Penal, acarreta uma expansão desenfreada deste ramo jurídico⁷³.

Nesta senda, a conjuntura fático-jurídica exposta acerca do Direito Penal Simbólico, enquanto exteriorização máxima do caráter retributivo do Estado, nos traz a necessária noção de que o *Insider Trading*, embora merecedor de sanções, não vislumbra, no tratamento penal, o mecanismo adequado – e eficiente – para desestimulá-lo como instrumento de manipulação do mercado de valores mobiliários. Isto porque, além de ilegítima, a política de emergência penal que criminalizou, equivocadamente, o *Insider Trading*, atua com uma absoluta inobservância aos princípios da subsidiariedade, fragmentariedade e desatende quaisquer aspirações respeitadas às noções de intervenção mínima.

⁷² SICA, Leonardo. Caráter simbólico da intervenção penal na ordem econômica. **Revista dos Tribunais**, São Paulo, n. 2, p. 1, jul./dez., 1998.

⁷³ HIRECHE, Gamil Föppel El. GOMES, Adriano Figueiredo de Souza. A (i)legitimidade do Direito Penal para disciplinar a figura do Insider Trading. In: TESES DA FACULDADE BAIANA DE DIREITO, Salvador, 2011. p. 20.

4.2 O PRINCÍPIO DA INTERVENÇÃO MÍNIMA ENQUANTO JUSTIFICATIVA PARA A (DES)NECESSIDADE DA REPRESSÃO PENAL AO *INSIDER TRADING*

Figurando em posição diametralmente oposta aos valores defendidos pelo Direito Penal Simbólico e a política de emergência penal nele inserido, o princípio da intervenção mínima assume a inegável posição de uma das maiores fundamentações aptas a legitimar a desnecessidade da repressão penal nos crimes contra o mercado de capitais e, sobretudo, no *Insider Trading*. Visando orientar e limitar o poder de punir do Estado, tal princípio coaduna com o entendimento de que o Direito Penal deve – ou, ao menos, deveria – intervir o mínimo possível na vida em sociedade, atuando se, e somente se, os demais ramos do Direito se mostrarem, comprovadamente, inaptos na tarefa de proteger os bens jurídicos classificados como de maior relevância.

Se opondo à latente hipertrofia da legislação criminal que, pelo excesso de leis simbólicas, não detém efetividade prática alguma, renomados doutrinadores, a exemplo de Francisco Muñoz Conde, entendem que, para que o Direito Penal seja utilizado, faz-se imprescindível o comprovado esgotamento de todos os meios extrapenais de controle social existentes. Defendendo, vigorosamente, a redução da criminalidade por meio de alternativas menos interventivas e mais eficazes, o autor assim entende:

O poder punitivo do Estado deve estar regido e limitado pelo princípio da intervenção mínima. Com isto, quero dizer que o Direito Penal somente deve intervir nos casos de ataques muito graves aos bens jurídicos mais importantes. As perturbações mais leves do ordenamento jurídico são objeto de outros ramos do direito⁷⁴.

Há de se asseverar, nesta senda, que a verdadeira função do princípio da intervenção mínima é a de afastar o Direito Penal dos ideais de simbolismo, banalização e vulgarização existentes na política de emergência penal exposta em linhas pretéritas. É, justamente, nessa linha de pensamento que a intervenção mínima, para além de seu caráter inibidor de criação de normais incriminadoras cada vez mais desnecessárias, defende a possibilidade de existência de casos que, apesar de expressiva a lesão, a atuação do controle social mais drástico do Estado não se faz útil, adequada ou mesmo legítima.⁷⁵

Também denominado de *ultima ratio*, o princípio da intervenção mínima somente entende como plausível a criminalização de uma conduta se tal esforço

⁷⁴ CONDE, Francisco Muñoz. **Introducción al derecho penal**. Montevideo: Editorial B de F, 2001. p.59.

⁷⁵ DOTTI, René Ariel. **Princípios fundamentais do Direito Penal**. São Paulo: Associação Internacional de Direito Penal, 2005. p. 37.

punitivo constituir-se como o único necessário para a efetiva proteção do bem jurídico lesado ou exposto a risco. Nesse contexto, admitindo uma relação intrínseca com os princípios da subsidiariedade e da fragmentariedade (que serão expostos em linhas futuras), o Direito Penal, segundo o entendimento de Jesús-María Silva Sánchez, deve reduzir sua intervenção somente àquilo que seja estritamente necessário em termos de utilidade social geral.⁷⁶

Torna-se, destarte, absolutamente compreensível a noção de que não são todas as condutas lesivas merecedoras de um tratamento jurídico-penal. Juarez Cirino dos Santos,⁷⁷ ao trazer à tona a inolvidável visão defendida por Claus Roxin⁷⁸ no que se refere ao entendimento de ser função da pena criminal agir como um mecanismo de proteção de bens jurídicos relevantes, entende como injustificada a criminalização de condutas que não sejam verdadeiramente lesivas a estes bens jurídicos enquanto objetos de proteção estatal.

Salutar se faz asseverar, que não se busca aqui, de forma alguma, atestar a irrelevância dos múltiplos bens jurídicos lesados no uso indevido de informações privilegiadas no mercado de capitais, a exemplo da confiança dos investidores no mercado de valores mobiliários e o regular funcionamento do mercado financeiro. Muito menos se objetiva, no presente estudo, atestar uma suposta ausência de lesividade aos bens jurídicos supramencionados, quando o *insider* opta por, sob posse de informação não divulgada, comprar ou vender ações com a finalidade de obtenção de uma vantagem indevida para si ou para terceiros.

O que se almeja, inegavelmente, é evidenciar que, embora existente uma lesão efetiva a bens jurídicos importantes, a tutela penal no *Insider Trading*, tendo em vista a suficiente proteção por ramos extrapenais, se torna absolutamente ineficiente, inadequada e, sobretudo, desnecessária. O princípio da intervenção mínima corrobora, vigorosamente, com esse entendimento quando, ao restringir o arbítrio do legislador na criação desnecessária de crimes e na imposição de penas desproporcionais, compreende ser plausível a intervenção do Estado, por meio do Direito Penal, somente quando

⁷⁶ SILVA SÁNCHEZ, Jesús-María. **Aproximação do direito penal contemporâneo**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2011. p. 379.

⁷⁷ CIRINO DOS SANTOS, Juarez apud LUCCHESI, Guilherme Brenner. O objeto de tutela penal no delito de insider trading. Uma análise crítica a partir da dogmática penal contemporânea. **Revista Brasileira de Ciências Criminais**, São Paulo, v. 19, n. 90, p. 5 mai./jun., 2011.

⁷⁸ ROXIN, Claus apud Ibid, loc. cit.

outras áreas do Direito não conseguirem, preventiva ou repressivamente, disciplinar a conduta ilícita.⁷⁹ O que, de fato, não é o caso.

A restrição à liberdade, hoje prevista no *Insider Trading*, se torna, em meio ao que fora aqui exposto, uma cristalina exteriorização de um simbolismo que anda em um caminho diametralmente oposto ao da eficiência. A sanção penal hoje imposta àquele indivíduo que manipula o mercado de valores mobiliários se aproxima muito mais de uma tentativa de colocá-lo como exemplo de que o Estado está agindo na punição daqueles historicamente posicionados em situações de poder, do que de uma proporcional intervenção do Estado na coibição do uso indevido de informações privilegiadas nas operações existentes no mercado de capitais.

Acerca dessa tentativa de execração pública, a todo custo, do delinquente do mercado de capitais, André Luís Callegari, nos moldes a seguir, entende:

A razão que se estima que só se deve recorrer ao Direito Penal quando, frente à conduta danosa de que se trata, fracassou o emprego e outros instrumentos sociopolíticos, radica em que o castigo penal põe em perigo a existência social do afetado, colocando-o à margem da sociedade e, com isso, se produz também um dano social. Por tudo isso deve-se preferir às penas todas aquelas medidas que possam evitar uma alteração da vida em comum e que tenham para o afetado consequências menos negativas⁸⁰.

Assim, indubitável é a noção de que o princípio da intervenção mínima, além de defender a adoção do Direito Penal somente quando falhos os outros meios de controle social, é uma das mais significativas conquistas do Estado Democrático de Direito. Isto porque, para Luiz Flávio Gomes⁸¹, tal princípio age como um importante freio a uma intervenção penal - enquanto reação mais aguda do Estado - que tem, em sua essência, a natureza de castigo.

Para o jurista, a intervenção mínima assume a natureza de uma política criminal e carrega, em seus pilares, a concatenação com dois indissociáveis princípios que, a seguir, serão esmiuçados: o primeiro deles, o princípio da fragmentariedade, que julga ser merecedor da tutela penal somente os ataques mais lesivos aos bens jurídicos mais importantes, e, em segundo lugar, porém não menos interessante, o princípio da subsidiariedade, que, em apertada síntese, restringe a utilização do Direito Penal

⁷⁹ BITENCOURT, Cezar Roberto. **Tratado de direito penal**: parte geral 1. 15. ed. rev. atual. e ampl. São Paulo: Saraiva, 2016. p. 44.

⁸⁰ CALLEGARI, André Luís. O princípio da intervenção mínima no direito penal. **Revista dos Tribunais**, São Paulo, ano 88, v. 769, 1999. p. 456-460.

⁸¹ GOMES, Luiz Flávio. **Direito penal**: introdução e princípios fundamentais. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2007. p. 443.

somente quando outros ramos jurídicos não solucionarem, satisfatoriamente, o conflito⁸².

4.3 A FRAGMENTARIEDADE E A SUBSIDIARIEDADE DO DIREITO PENAL COMO FUNDAMENTAÇÃO À SUFICIÊNCIA DOS CONTROLES EXTRAPENAIS AO *INSIDER TRADING*

A inefetividade do tratamento jurídico-penal outorgado ao uso indevido de informações privilegiadas no mercado de capitais, por óbvio, não encontra lastro unicamente nos ditames do princípio da intervenção mínima que, conforme exposto em linhas pretéritas, deve – e merece – ser respeitado. A absoluta ausência de necessidade de utilização do Direito Penal para proteger o regular funcionamento do mercado de valores mobiliários ganha, também, escopo em dois corolários que, a partir do princípio da *ultima ratio*, se ramificaram e ganharam, merecidamente, contornos mais visíveis: a fragmentariedade e a subsidiariedade da intervenção penal.

O caráter fragmentário do Direito Penal, em sua essência, reside na percepção de que, diante da rigidez das sanções penais e do possível cerceamento à liberdade que delas pode ser extraído, a intervenção penal somente deve se ocupar de reprimir as condutas mais graves aos bens jurídicos mais importantes do convívio social. Significa dizer, inclusive, que o Direito Penal, ao se propor a proteger um determinado bem jurídico, pode direcionar a sua proteção a apenas um fragmento dele, considerado de maior relevância e, portanto, merecedor de um olhar mais urgente e enérgico.

Dessa pequena parcela de bens jurídicos classificados como merecedores da atenção penal do Estado, frente à comprovada inadequação e lesividade das condutas ilícitas que os lesionam, é que se extrai a verdadeira natureza fragmentária do Direito Penal. Isto porque, diante da infinidade bens jurídicos e interesses conflitantes existentes no ordenamento jurídico pátrio, é cristalino o entendimento de que nem tudo lhe interessa.

O latente desinteresse em condutas e bens jurídicos inaptos à subserviência do controle social mais emergente do Estado advém, sobretudo, da própria nomenclatura “fragmentariedade” que sugere, indubitavelmente, uma ideia de recorte. De todas as condutas condenáveis e, portanto, merecedoras de sanções, apenas alguns fragmentos, ou seja, apenas um pequeno número delas se tornam merecedores da intervenção penal.

⁸² Ibid., p. 444.

Conforme Nilo Batista, esse caráter fragmentário resulta numa representação do Direito Penal enquanto um sistema descontínuo de ilicitudes, onde reconhece que numa imensidão de condutas humanas reprováveis, existem pontos de tipicidade penal⁸³. Rogério Greco, em sentido convergente, afirma que o princípio da fragmentariedade deve ser visto como decorrência não só do princípio da intervenção mínima, como também dos princípios da lesividade e adequação social. Para ele, a natureza fragmentária nada mais é do que uma concretização dos indigitados princípios, quando analisados no plano abstrato, ou seja, em momento anterior à criação da figura típica⁸⁴.

Cumprido asseverar, destarte, que se revelaria uma inescusável omissão tratar do princípio da fragmentariedade sem, obrigatoriamente, interligá-lo à sua parte complementar que, pelas razões a seguir expostas, o faz ser melhor interpretado: o princípio da subsidiariedade. Embora reconhecidamente catalogados, pela maioria da doutrina, como faces de um mesmo fenômeno, seus conceitos, para um melhor aprofundamento na fundamentação apta a legitimar a desnecessidade da repressão penal ao *Insider Trading*, merecem ser diferenciados.

O princípio da subsidiariedade, como o próprio nome nos sugere, é pautado na compreensão de que o Direito Penal, enquanto instrumento mais violento do Estado de manutenção da ordem social, somente está apto a intervir quando os outros ramos do Direito se mostram, comprovadamente, ineficazes. Tal ineficácia é, suficientemente, atestada quando um ramo extrapenal não consegue, com as sanções por ele previstas, oferecer uma resposta efetiva tanto na proteção de um determinado bem jurídico, quanto na garantia da paz social.

Convém compreender, nessa linha intelectual, que a intervenção penal – e a pena privativa de liberdade que nela é prevista – deve ser compreendida, pela impetuosidade de sua essência, como o último recurso de enfrentamento, seja de caráter preventivo ou repressivo, a uma conduta classificada como reprovável. Não há de se compreender, portanto, como razoável a adoção de um tratamento que vulnere a esfera individual do homem, sobretudo a sua liberdade, quando sanções cíveis e administrativas se mostram suficientemente capazes de resguardar o bem jurídico lesado.

A natureza subsidiária do Direito Penal é corroborada, em sede de entendimento jurisprudencial, pelo Superior Tribunal de Justiça ao atestar, sensata e acertadamente, que “dentre os princípios constitucionais implícitos, figura o da subsidiariedade, por

⁸³ BATISTA, Nilo. **Introdução crítica ao Direito Penal Brasileiro**. 11. ed. Rio de Janeiro: Revan, 2007. p. 86.

⁸⁴ GRECO, Rogério. **Curso de Direito Penal** – parte geral. 10. ed. Rio de Janeiro: Impetus, 2018. p. 69.

meio do qual a intervenção penal somente é admissível quando os demais ramos do direito não conseguem bem equacionar os conflitos sociais”⁸⁵. Isto, por si só, fundamenta, senão uma comprovação da ilegitimidade da intervenção penal outorgada ao *Insider Trading*, ao menos um sinal de que a questão precisa ser debatida e, conseqüentemente, reconsiderada.

Não deve prosperar, consoante os ensinamentos de Paulo Queiroz, a ideia de que o Direito Penal seja o criador de um sistema exclusivo – e, portanto, próprio – de ilicitudes, fora ou além da ordem jurídica existente⁸⁶. O autor, para traçar melhores contornos à compreensão acerca da subsidiariedade da intervenção penal, explica que o referido princípio decorre, obrigatoriamente, de dois indissociáveis fundamentos a seguir esmiuçados.

O primeiro deles advém da plausível compreensão de uma unidade lógica do Direito, onde a ilicitude ou antijuridicidade de uma conduta é uma só para todo o ordenamento jurídico. A proibição de uma conduta, por si só, a torna ilícita e, portanto, contrária ao Direito, prescindindo, assim, de qualquer qualificação como ilícito civil, administrativo ou penal. Significa dizer, nesse sentido, que a ilicitude da conduta é, em primeiro plano, resultado de sua contrariedade ao ordenamento jurídico e somente depois disso é que se vislumbra a sua hierarquia⁸⁷.

Proveniente de uma interpretação de política criminal, o segundo fundamento apresentado por Paulo Queiroz reside, justamente, na noção de ser o Direito Penal a exteriorização mais drástica de controle social e manutenção da ordem jurídica. Somente é legítima a intervenção jurídico-penal quando a profundidade da lesão e os prejuízos por ela gerados sejam, obrigatoriamente, proporcionais a esta maneira de repressão. Isto porque, diante da pluralidade de ramos jurídicos existentes, há de se respeitar uma espécie de ordem preferencial que aponte, em subserviência à subsidiariedade, o Direito Penal como o último desta fila⁸⁸.

Cumprido destacar, findadas as imprescindíveis utilizações dos princípios da intervenção mínima, fragmentariedade e subsidiariedade como justificativas aptas a corroborar com a evidente desnecessidade do tratamento jurídico-penal conferido ao *Insider Trading*, que não se vislumbra, no presente estudo, uma espécie de ode à impunidade ou à noção de que se deve conferir, ao uso indevido de informações

⁸⁵ Superior Tribunal de Justiça, HC 189.130/DF, j. 14/02/2012.

⁸⁶ QUEIROZ, Paulo apud PASSOS, Thaís Bandeira Oliveira. **Lavagem de capitais: (dis)funções político-criminais no seu combate**. Salvador: JusPodivm, 2011. p. 175.

⁸⁷ Ibid, loc. cit.

⁸⁸ Ibid., p. 176.

privilegiadas no mercado de capitais, uma – irresponsável e inconcebível - ausência de sanção ou tutela.

Aquele que, comprovadamente, atuar manipulando o mercado de valores mobiliários, utilizando informação não divulgada para, indevidamente, comprar ou vender ações com o fito de obtenção de vantagens patrimoniais próprias ou alheias, deve, com razão, ser alvo de algum controle social que, de forma proporcional e eficiente, lhe faça justiça. Ocorre que, pelas razões supramencionadas, uma conclusão nos é permitida: não pode o Direito Penal – com o seu caráter fragmentário e subsidiário - ser esse controle.

Nesta senda, algumas ponderações se fazem necessárias. A absoluta ausência de necessidade, legitimidade e efetividade do Direito Penal - e o simbolismo nele inserido - para disciplinar o *Insider Trading* é justificada, sobretudo, pela existência de ramos extrapenais capazes de, com maior eficiência e proporcionalidade, contribuir para o regular funcionamento do mercado de capitais. Não há como justificar a imprescindibilidade da intervenção penal para a manipulação do mercado de valores mobiliários quando, para além da suficiência de outras áreas jurídicas no seu combate, sequer se consegue, com a necessária precisão, delimitar quais bens jurídicos o Estado, com o artigo 27-D da lei 6.386/76, pretende – ou, pelo menos, pretendia – resguardar.

A utilização indevida de informações privilegiadas no mercado de valores mobiliários e a ilicitude que dessa conduta se extrai não está, por óbvio, circunscrita a apenas um ramo jurídico. Partindo desse consectário lógico, a compreensão de que o *Insider Trading* é a exteriorização de uma cristalina contrariedade a todos os ramos do ordenamento jurídico (e não só do Direito Penal) nos permite chegar à conclusão de que o seu combate pode – e deve - ser protagonizado por qualquer um dos ramos extrapenais existentes.

Não obstante a defesa à desnecessidade da aplicação do tratamento jurídico-penal ao *Insider Trading*, imprescindível se torna, para suprir a sua ausência, a apresentação de um ramo do Direito apto a disciplinar a conduta central deste estudo. É por essa razão que se objetiva, no capítulo seguinte, apresentar os conceitos atinentes ao Direito Sancionador, bem como suas distinções em relação ao Direito Penal, como sugestão na adoção de um combate mais eficiente à manipulação dos *insiders* e de mecanismos mais efetivos de manutenção da confiança dos investidores no mercado de capitais.

5 O DIREITO SANCIONADOR COMO ALTERNATIVA VIÁVEL: A SUA APLICABILIDADE NO COMBATE À MANIPULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS

5.1 DIREITO SANCIONADOR, DIREITO DE INTERVENÇÃO, DIREITO PENAL DE DUAS VELOCIDADES E DIREITO DAS CONTRA-ORDENAÇÕES: A INTERSECÇÃO HISTÓRICA DOS CONCEITOS

O monopólio de uso da força para – uma simbólica - resolução dos conflitos existentes no mercado de valores mobiliários, evidenciado pela intervenção penal, ao distanciar-se das premissas de necessidade e adequação, mostra-se, com fundamento nas razões anteriormente expostas, absolutamente ilegítimo. Tal intervenção, quando desacompanhada de fundamentação teórica que legitime a sua atuação, não apenas opera em direção oposta à justiça, como também, invariavelmente, sucede uma cristalina violação aos direitos e garantias fundamentais.

Engana-se, sem dúvidas, aquele que pensa ser a intervenção penal a única capaz de fornecer segurança ao mercado de capitais, e a única capaz de, como consequência de sua atuação, intervir nos espectros sociais mais abastados da sociedade. Em verdade, para justificar esse argumento, é que, para afastar qualquer tipo de teoria fantasiosa que, de maneira assumidamente desonesta, simule a existência de uma espécie de complô visando irrestrita proteção aos poderosos, se vislumbra a adoção de uma manifestação punitiva que, sem desprezar as garantias fundamentais, seja verdadeiramente capaz de, se distanciando de um inefetivo simbolismo, proteger a ordem e o regular funcionamento do mercado de capitais.

Visando, justamente, suprir a ausência de necessidade do tratamento jurídico-penal que, hoje, é outorgado ao *Insider Trading*, é que se vislumbra o recrudescimento do Direito Sancionador enquanto alternativa viável no combate à assimetria de informações no mercado acionário. Situado topograficamente numa intersecção entre o Direito Penal e o Direito Administrativo, esse mecanismo punitivo, não obstante de alguns pontos de conexão com esses dois ramos jurídicos, não prevê a aplicação da mais severa e coercitiva manifestação sancionatória do Estado: a pena privativa de liberdade.

Preliminarmente, entende-se ser absolutamente plausível, para fins de contextualização, trazer à tona importantes noções acerca do que seria uma “sociedade de riscos”⁸⁹, assim originalmente denominada por Ulrich Beck. Regida por um conceito

⁸⁹ Sociedade de risco é um termo usado para descrever a maneira pela qual a sociedade moderna se organiza em resposta ao risco. O termo foi cunhado pelo sociólogo alemão Ulrich Beck em seu livro *Risikogesellschaft* (1986) onde coloca as origens e as consequências da degradação ambiental no centro

de modernização reflexiva que alterou, significativa, a estrutura da sociedade, esse fenômeno da globalização se traduz na observação de uma comunidade na qual os riscos produzidos referem-se a sistemáticos danos de grande intensidade lesiva, com alcance global, impossíveis de serem delimitados e, com frequência, irreparáveis. Possibilitado pelas decisões humanas e pelos resultados que delas derivam, esse riscos atingem a toda a coletividade⁹⁰.

Permeada pela insegurança e pelo medo, a sociedade atual, desta forma, contribuiria para o fortalecimento de um Direito Penal pautado na contenção – e gestão – desses riscos. É paradigmática, assim, a criação de tipos penais que visam intervir em âmbitos que, tradicionalmente, eram ocupados pelo Direito Administrativo, expandindo a sua atuação que, outrora, se restringia à tradicional contenção dos delitos materiais e de dano. Em verdade, observa-se, neste movimento, um latente esforço de proteção de – imprecisos e indelimitáveis - bens jurídicos supraindividuais e de criminalização de condutas de perigo abstrato, se afastando substancialmente dos valores do Direito Penal Clássico.

Traduzir-se-ia, portanto, a sociedade de riscos como a propulsora de um modelo de política criminal diametralmente oposto ao do Estado Liberal que, baseado nos ideais iluministas de autonomia privada, trouxe, para a sociedade, uma sólida segurança jurídica ao introduzir, sob a ilustre ótica do doutrinador Sebastián Borges de Albuquerque Mello, “um regime estrito de legalidade buscando evitar a incerteza do poder punitivo, criando limites que asseguram a liberdade, permitindo a intervenção Estatal apenas quando violados os bens jurídicos perpetrados pela Constituição”⁹¹.

Corroborando com a ideia de que são ramificações da sociedade de riscos a antecipação da proteção e a tutela de novos bens, Jesús-Maria Silva Sánchez expõe, sobre a temática exposta, importantes considerações. *Ipsis litteris*:

A sociedade de risco ou da insegurança conduz, pois, inexoravelmente, ao Estado vigilante ou Estado da prevenção. E os processos de privatização e liberalização da economia, em que nos encontramos imersos, acentuam essa tendência. Nesse contexto policial-preventivo, a barreira de intervenção do

da sociedade moderna. Ulrich efetua uma análise da sociedade contemporânea em que faz sobressair o fato dos aspectos negativos ou riscos superarem os aspectos positivos e acima de tudo, escaparem do controle das instituições sociais. Ter uma cultura de risco implica possuir conhecimentos que permitem a prevenção de situações de risco e a autoproteção em caso de perigo. Para Ulrich Beck, sociedade de risco nada mais é do que uma forma sistemática de lidar com perigos e inseguranças induzidas e introduzidas pela própria modernização.

⁹⁰ BECK, Ulrich. **La sociedad del riesgo**: hacia una nueva modernidad. Tradução de Jorge Navarro, Daniel Jiménez e Maria Rosa Borrás. Madri: Paidós, 1998. p. 28.

⁹¹ MELLO, Sebastián Borges de Albuquerque. **Direito Penal** – sistemas, códigos e microssistemas jurídicos. Curitiba: Juruá, 2004. p. 92.

Estado nas esferas jurídicas dos cidadãos se adianta de modo substancial. Com efeito, as intervenções de inspeção (supervisoras, de controle) podem ser puramente rotineiras: de fato, para iniciar uma inspeção não se exige a justificativa de existência de indícios concretos de perigo para a ordem administrativo-policia. O procedimento de inspeção – intensificando ainda mais o princípio fundamental que se expressa no procedimento sancionador de infrações administrativas formais – aparece então claramente norteado por um critério gerencial em relação aos riscos⁹².

Rejeita-se, para uma conformidade às exigências impostas pela sociedade dos riscos, o modelo de Direito Penal de resultado, que atua, repressivamente, após a conformação do dano. Em consequência, torna-se – ingenuamente – conveniente, para contenção dos imprevisíveis e irreversíveis riscos da pós-modernidade, a adoção de um modelo político-criminal que privilegie, sobretudo, a antecipação da proteção penal⁹³.

Esse modelo de gestão de riscos, exteriorizado por um cristalino viés expansionista, coaduna, inexoravelmente, com a irresponsável noção de que só é possível exercer um controle sobre a criminalidade se o Direito Penal assumir, em sua atuação, um caráter rígido, hiperbólico e multifacetado, oferecendo, como resultado, um regramento mais firme da atividade social lesiva à coletividade⁹⁴. Para Silva Sánchez, a ansiedade por uma superproteção de cunho preventivo, antecipando-se aos danos, produziu, para além de sua notória influência no campo da política criminal, efeitos na dogmática jurídico-penal⁹⁵.

Neste contexto fático-jurídico, o Direito Penal Econômico, enquanto uma clara demonstração exemplificativa do que seria um Direito Penal do Risco, insere uma antinomia entre o Direito Penal Clássico e o Direito Penal Moderno. Enquanto aquele se ocupa de uma intervenção mínima, fragmentária e subsidiária do Direito Penal na proteção de bens jurídicos indispensáveis à sociedade, este se afigura como uma representação da prevenção geral, flexibilizando garantias em nome de uma – inefetiva - (dis)funcionalidade atinente à proteção de bens jurídicos coletivos, imateriais e, portanto, intangíveis.⁹⁶

⁹² SÁNCHEZ, Jesus María Silva apud FIGUEIREDO, Rudá Santos. **Direito de Intervenção e Lei 12.846/2013**: a adoção do compliance como excludente de responsabilidade. 2015. 231 f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Universidade Federal da Bahia, Salvador, 2015. p. 15.

⁹³ SILVEIRA, Renato de Mello Jorge. **Direito penal econômico como direito penal do perigo**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2006. p. 39.

⁹⁴ SOUZA, Luciano Anderson de. **Expansão do direito penal e globalização**. São Paulo: Quartier Latin, 2007, p. 62.

⁹⁵ SILVA SÁNCHEZ, Jesús-Maria. **A expansão do direito penal**: aspectos da política criminal nas sociedades pós-industriais. Tradução de Luiz Otávio de Oliveira Rocha. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 2002. p. 29.

⁹⁶ HASSEMER, Winfried, Desenvolvimentos previsíveis na dogmática do direito penal e na política criminal. **Revista de estudos criminais**, [S.l], v.8, n. 29, p. 9-20, 2008.

A absoluta inaptidão do Direito Penal para tutelar esse novo cenário de necessidade de proteção de bens jurídicos supraindividuais se mostra, com as devidas vênias, latente. Nesta senda, duas são as possibilidades consequenciais frente à ilegitimidade do Direito Penal para disciplinar esses bens: ou a intervenção penal não se ocupará na proteção dessa problemática, permitindo, dessa forma, a atuação de outro ramo do Direito, ou ela perderá a sua natureza, sofrendo uma preocupante deformação para adaptar-se a essa realidade⁹⁷.

Salutar se faz asseverar que, equidistante às noções de Direito Penal Clássico e Direito Penal Moderno, se encontra a concepção defendida por Jesús-Maria Silva Sanchez na qual, em aperta síntese, entende como possível uma coexistência entre essas duas correntes, culminando no que o próprio autor convencionou chamar de Direito Penal de Duas Velocidades. Para o referido doutrinador, enquanto a primeira velocidade corresponderia ao Direito Penal Clássico, à previsão da pena privativa de liberdade e aos princípios processuais clássicos, a segunda velocidade se destinaria à tutela das novas figuras delitivas submetidas às penas restritivas de direitos e penas pecuniárias, reservando, para estas, uma maior flexibilização⁹⁸.

Ocorre que, em resposta crítica às alterações legislativas e dogmáticas evidenciadas pelo movimento expansionista do Direito Penal Moderno, emergem as inolvidáveis contribuições oferecidas pela Escola de Frankfurt⁹⁹. Condensando seus ensinamentos na obra intitulada de “La insostenible situación del Derecho Penal”, os doutrinadores que essa corrente integravam, a exemplo de Winfried Hassemer, Cornelius Prittwitz e Felix Herzog, entendiam ser imprescindível um esforço de limitação máxima da atuação do Direito Penal, reduzindo sua atuação às condutas que lesionem, de maneira comprovadamente agressiva, os bens jurídicos indispensáveis para a vida em sociedade.

Rigorosamente contrárias ao expansionismo – e à hipertrofia da legislação criminal – impulsionado pela sociedade de riscos, as críticas feitas pela Escola de Frankfurt convergem para uma necessária reinterpretação do Direito Penal favorável a

⁹⁷ CARDOSO, Ricardo do Espírito Santo. **A (im)possibilidade de imputação penal de lavagem de capitais por cumplicidade aos contadores no exercício cotidiano de sua atividade profissional**. 2018. 171 f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Universidade Federal da Bahia, Salvador, 2018. p. 18.

⁹⁸ SILVA SÁNCHEZ, Jesús-Maria. **A expansão do direito penal: aspectos da política criminal nas sociedades pós-industriais**. Tradução de Luiz Otávio de Oliveira Rocha. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 2002. p.118.

⁹⁹ “Com o termo ‘Escola de Frankfurt’, procura-se designar a institucionalização dos trabalhos de um grupo de intelectuais marxistas, não ortodoxos, que na década dos anos 20 permaneceram à margem de um marxismo-leninismo clássico, seja em sua versão teórica ideológica, seja em sua linha militante e partidária.” (FREITAG apud HIRECHE, 2011, p. 361).

uma substancial minimização do seu raio de atuação. Compreendendo o Direito Penal Econômico como uma evidente exteriorização do expansionismo penal resultante dos anseios da sociedade de riscos, a Escola de Frankfurt entende – com razão - que “mais Direito Penal promete menos efeito, puramente por motivos de efetividade”¹⁰⁰. Sobre a temática, assim expõe Gamil Föppel El Hireche, *in verbis*:

As críticas feitas pela Escola de Frankfurt passam pela inidoneidade do Direito Penal para interceder na ordem econômica, a sua deslegitimidade para interferir num âmbito que não é seu, a conseqüente e indesejável perda de garantia em relação às normas de Direito Penal Econômico e, finalmente, demonstrar o caráter puramente simbólico da intervenção penal na economia, deixando a sociedade verdadeiramente desprotegida [...] ¹⁰¹.

Por óbvio, a contribuição da Escola de Frankfurt não está circunscrita somente às críticas direcionadas aos riscos da sociedade contemporânea, ao Direito Penal Simbólico e à política de emergência penal que dele se ramifica. Com fulcro numa ideia de transferência parcial da tutela penal para o Direito Administrativo, emergiu, da Escola de Frankfurt, a criação de um direito intermediário – enquanto via sancionatória alternativa – para suprir a constatada ineficiência da intervenção penal na proteção dos bens jurídicos coletivos: o Direito de Intervenção.

Figurando entre o Direito Penal e o Direito Administrativo Sancionador, e, além disso, entre o Direito Civil e o Direito Público, o Direito de Intervenção se exterioriza com um diminuto nível de garantias processuais se comparado ao Direito Penal, porém, em contrapartida, vem igualmente acompanhado de uma carga reduzida – e menos rígida – de sanções. Corroborando com essa conceituação, Winfried Hassemer, com o detalhismo que lhe é inerente, atesta, *ipsis litteris*:

De maior importância é que os problemas que mais recentemente foram introduzidos no Direito Penal sejam afastados dele. O Direito dos ilícitos administrativos, o Direito Civil, o Direito Público e também o mercado e as próprias precauções da vítima são setores nos quais muitos problemas, que o moderno Direito Penal atraiu para si, estariam essencialmente mais bem tutelados. Recomenda-se regular aqueles problemas das sociedades modernas, que levaram à modernização do Direito Penal, particularmente, por um Direito de Intervenção, que esteja localizado entre o Direito Penal e o Direito dos ilícitos administrativos, entre o Direito Civil e o Direito Público, que na verdade disponha de garantias e regulações processuais menos

¹⁰⁰ PRITTWITZ, Cornelius. O direito penal entre direito penal do risco e direito penal do inimigo: tendências atuais em direito penal e política criminal. **Revista do IBCCrim**, São Paulo, n. 47, p. 36, 2004.

¹⁰¹ HIRECHE, Gamil Föppel El. **Da (i) legitimidade da tutela penal da ordem econômica**: simbolismo, ineficiência e desnecessidade do direito penal econômico. 2011. 443 f. Tese (Doutorado em Direito) – Universidade Federal de Pernambuco, Recife, 2011. p. 274.

exigentes que o Direito Penal, mas que, para isso, inclusive, seja equipado com sanções menos intensas aos indivíduos¹⁰².

O indigitado autor, que encabeça o surgimento desta via sancionatória alternativa, somente entende ser plausível a intervenção do Direito Penal na tutela de bens jurídicos – corpóreos e tangíveis – atinentes à civilização, punindo as condutas que, efetivamente, os causem lesão ou os exponham a perigo concreto. Cabe compreender, portanto, que o Direito de Intervenção tão somente se debruçaria, por exclusão, no resguardo preventivo e fiscalizatório dos bens jurídicos supraindividuais e, em adicional, no combate às condutas que, por serem de perigo abstrato, independem de resultado¹⁰³.

Sobre a inefetividade da intervenção penal na tutela dos bens jurídicos coletivos, Renato Mello de Jorge Silveira entende ser absolutamente concebível a ideia de que os interesses difusos da sociedade são, por coerência, incompatíveis com a simbólica proteção do Direito Penal Clássico¹⁰⁴. O que, nem de longe, significa compreender que os crimes que ofendem bens supraindividuais – a exemplo dos crimes contra o mercado de capitais – merecem proteção deficiente em relação àqueles crimes que ofendem bens jurídicos como a vida ou integridade física, mas sim que a proteção a esses novos bens, insuscetíveis a uma delimitação precisa, deva vir de uma seara que tenha, de fato, capacidade de efetivá-la¹⁰⁵.

Destarte, cumpre asseverar que não se vislumbra, no Direito de Intervenção, uma tentativa de substituir ou, de outra forma, fazer desaparecer o Direito Penal. O que se pressupõe no modelo defendido por Hassemer é, dentre outras finalidades, propor um necessário reconhecimento dos seus limites, reduzir o seu campo de atuação, conter o expansionismo ora verificado e, sobretudo, fazer com que a intervenção penal passe a desobrigar-se de funções que não podem cumprir. Tal postura, indubitavelmente, abriria espaço para uma terceira via que, de maneira muito mais eficiente, proteja os novos interesses sem que haja, contudo, abdicação dos direitos e garantias fundamentais.¹⁰⁶

¹⁰² HASSEMER, Winfried apud FIGUEIREDO, Rudá Santos. **Direito de Intervenção e Lei 12.846/2013**: a adoção do compliance como excludente de responsabilidade. 2015. 231 f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Universidade Federal da Bahia, Salvador, 2015. p. 30.

¹⁰³ HASSEMER, Winfried, Desenvolvimentos previsíveis na dogmática do direito penal e na política criminal. **Revista de estudos criminais**, [S.l.], v. 8, n. 29, p. 9-20, 2008.

¹⁰⁴ SILVEIRA, Renato de Mello. **Direito penal supra-individual**: interesses difusos. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2003. p. 204.

¹⁰⁵ FIGUEIREDO, Rudá Santos. **Direito de Intervenção e Lei 12.846/2013**: a adoção do compliance como excludente de responsabilidade. 2015. 231 f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Universidade Federal da Bahia, Salvador, 2015. p. 33.

¹⁰⁶ *Ibid.*, p. 34.

Impende elucidar, ao lado dos conceitos expostos em linhas pretéritas sobre o Direito Penal de Duas Velocidades e o Direito de Intervenção (sob as respectivas visões de Silva Sánchez e Winfried Hassemer), a inolvidável contribuição portuguesa, na construção de uma terceira via sancionatória, com o Direito das Contra-Ordenações¹⁰⁷. Positivadas na realidade jurídica portuguesa, as contra-ordenações possuem uma sistematização legal própria e, do ponto de vista prático, notadamente funcional.

Fixando sanções graves para determinados comportamento, sendo a maioria delas ordinariamente traduzidas em agudas penas pecuniárias, o Direito das Contra-Ordenações goza, com suas leis próprias, de relativa autonomia legislativa em Portugal. Não obstante o fato de terem menos garantias, as garantias - a exemplo da legalidade, do direito ao recurso e do direito à defesa técnica - existem. Em breves palavras, tutelam-se, por meio das contra-ordenações, as relações para as quais o Direito Penal, efetivamente, não teria aptidão.¹⁰⁸

As indigitadas conceituações, sobretudo a concernente ao Direito de Intervenção, se aproximam, com algumas ressalvas, ao Direito Sancionador existente, hoje, no contexto fático-jurídico brasileiro: o Direito Administrativo Sancionador. Para Fábio Medina Osório, essa modalidade punitiva de intervenção do Estado surge na medida em que a Administração Pública, impondo sanções aos comportamentos classificados como proibidos, disciplina atividades privadas, econômicas ou sociais, submetendo essas atividades ao regime de Direito Público¹⁰⁹.

Há de se constatar, neste diapasão, uma zona de contato entre a proposta defendida por Hassemer concernente, em sede teórica, ao Direito de Intervenção e as particularidades evidenciadas, em sede prática, no Direito Administrativo Sancionador. Não se prevê em suas sanções, seja para um ou para outro, qualquer viabilidade de existência de atribuição de uma pena privativa de liberdade àquele praticante da conduta ilícita. A pena de prisão, por seu caráter extremo e drástico, restaria somente reservada aos crimes materiais e de dano, quando direcionados à lesão de bens jurídicos individuais, corpóreos e tangíveis.

¹⁰⁷ O Direito das Contra-Ordenações é um ramo do Direito português recente que integra o Direito Público punitivo ou sancionatório e que conhece, desde finais dos anos 80 do século passado, uma notória expansão e uma configuração distinta da anterior, herdada das antigas contravenções. Não há hoje, na realidade jurídica portuguesa, setor da atividade social onde o Direito das Contra-Ordenações não tenha penetrado e exercido a sua influência.

¹⁰⁸ HIRECHE, Gamil Föppel El. **Da (i) legitimidade da tutela penal da ordem econômica**: simbolismo, ineficiência e desnecessidade do direito penal econômico. 2011. 443 f. Tese (Doutorado em Direito) – Universidade Federal de Pernambuco, Recife, 2011. p. 381.

¹⁰⁹ OSÓRIO, Fábio Medina. **Direito administrativo sancionador**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2005. p. 105.

O conceito de Direito Administrativo Sancionador advém, sobretudo, da ratificação de que o Direito Administrativo, por vezes, assume uma postura punitiva parecida àquela essencialmente estipulada ao Direito Penal. Esse entendimento nos oferece a interpretação de que, pela latente caracterização do Direito Administrativo enquanto um mecanismo também enérgico e remetente de sanções graves, a sistematização diferenciada sob os moldes do Direito Administrativo Sancionar se afiguraria, em grande parte, como uma concretização prática do Direito de Intervenção. Acerca dessa proximidade, Ana Carolina Carlos de Oliveira, traça importantes considerações. *Ipsis litteris*:

Podemos afirmar, todavia, que a aproximação entre o Direito penal e o direito administrativo sancionador é significativa, e especialmente evidenciada pela gravidade das sanções administrativas, e incorporação de garantias e princípios do Direito penal. Acreditamos que esta zona de contato entre as duas citadas áreas aproxima-se, em grande medida, do modelo delineado por Hassemer e autoriza a proposta de sua sistematização concreta¹¹⁰.

Corroborando, ainda, com a proximidade – quase total – entre o Direito de Intervenção e o Direito Administrativo Sancionador, a jurista complementa:

A nosso ver, o Direito administrativo sancionador, hoje, somente não reúne todas as características do Direito de intervenção por não contar com um sistema estruturado de garantias, pois acaba cumprindo a função, prescrita por Hassemer, de precaução e gestão setorial de riscos, e conta com força sancionatória suficiente para influenciar na prevenção geral das infrações. Todavia, esta deficiência pode ser sanada, sem maiores dificuldades, pela previsão unificada de garantias¹¹¹.

Axiomática, nesse contexto, é a hermenêutica de que o robustecimento da atividade sancionatória perpetrada pelo Direito Administrativo Sancionador, sobretudo na imposição de graves sanções a condutas contrárias às regulamentações das atividades do Estado, se assemelha ao modelo teórico de Habermas previsto para o Direito de Intervenção. A junção do Direito Penal, na sua proteção dos bens jurídicos, com o Direito Administrativo, na fiscalização do regular funcionamento das atividades estatais, propiciaria, por meio do Direito Sancionador, como resultado dessa confluência, uma proteção muito mais eficiente dos bens jurídicos supraindividuais, preservando, além disso, os direitos e garantias fundamentais ao inobservar qualquer aplicação de pena privativa de liberdade.

¹¹⁰ OLIVEIRA, Ana Carolina Carlos de. **Direito de intervenção e direito administrativo sancionador: o pensamento de Hassemer e o direito penal brasileiro**. 2012. 256 f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2012. p. 231.

¹¹¹ *Ibid.*, p. 232.

A desnecessidade da intervenção penal no combate ao uso indevido de informações privilegiadas no mercado de capitais, pelas razões anteriormente expostas, é evidente. De outro lado, em caráter sugestivo, a viabilidade do Direito Sancionador, enquanto terceira via sancionatória, para disciplinar o *Insider Trading* é, de igual forma, absolutamente plausível. Findadas, por derradeiro, as explanações cruciais de fundamentação às teses defendidas pelo presente estudo, incumbe, agora, destacar como se dá, efetivamente, o Direito Sancionador no contexto jurídico do mercado de capitais brasileiro e, sobretudo, elucidar como se operacionalizaria o combate à assimetria de informações, no mercado de valores mobiliários, com os nossos órgãos administrativos existentes.

5.2 O DIREITO SANCIONADOR DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS NA TUTELA AO *INSIDER TRADING*: APLICABILIDADE, GARANTIAS E EFETIVIDADE DAS SANÇÕES

Inescusável é a hermenêutica de que, no presente estudo, se defende a adoção de um mecanismo punitivo similar aos moldes do Direito de Intervenção, enquanto terceira via sancionatória, para suprir a absoluta desnecessidade, ineficiência e inefetividade da intervenção penal no uso indevido de informações privilegiadas no mercado de capitais. No contexto fático-jurídico pátrio, é possível perceber exteriorizações próximas do Direito de Intervenção que, assumindo a vestimenta de um Direito Administrativo Sancionador, vislumbram a incidência de sanções efetivas no combate ao *Insider Trading*.

Sucedem que, a existência de mecanismos punitivos próximos aos defendidos pelo Direito de Intervenção possibilitaria, sobretudo, um necessário desafogamento do Direito Penal que, com sua disfuncionalidade e ineficiência, se afastou escancaradamente do cumprimento de seu papel fragmentário e subsidiário no controle social. De outro lado, a descriminalização das condutas que hoje são simbolicamente resguardadas pelo tratamento penal, culminaria num fortalecimento de um modelo sancionador de Estado mais eficiente, com garantias menos acentuadas que no Direito Penal, porém inobservando a existência de penas de prisão, visando proteger assim, com maior rigor, os direitos e garantias fundamentais que, a muito custo, foram conquistados.

Com efeito, destaca-se como uma perceptível manifestação de um possível Direito de Intervenção no Brasil, a atuação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Criada pela Lei 6.385/76, a autarquia possui, dentre as suas finalidades, a tarefa

de disciplinar, normatizar e fiscalizar a atuação das instituições que operam o Sistema Financeiro Nacional¹¹² e, por consequência, o mercado de valores mobiliários. Sua atividade, para além de um poder normatizador, se destina a disciplinar o regular funcionamento do mercado acionário, impondo limites à atuação das companhias abertas, dos intermediários financeiros e dos investidores, bem como a regulação de outras atividades relacionadas ao mercado de capitais¹¹³. Traçando contornos à atuação da Comissão de Valores Mobiliários, Gamil Föppel, com esmiúce, corrobora com a pluralidade dos propósitos existenciais da autarquia em voga. *In verbis*:

Dentre os objetivos, a Comissão de Valores Mobiliários visa a, entre outros, assegurar o funcionamento dos mercados de bolsa e balcão; proteger os titulares de valores mobiliários contra atos reprováveis dos administradores e acionistas das companhias; evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários negociados no mercado; assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários; 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 abertas¹¹⁴.

É, de posse dessas afirmações, que imprescindível se torna asseverar que o conceito de sanção administrativa, no contexto do mercado de valores mobiliários, atende precipuamente à ideia de presença institucional da própria Comissão de Valores Mobiliários (CVM) no polo sancionador da relação jurídico-administrativa que se pretenda tratar. Trata-se, em termos estruturais, de Direito Administrativo processualizado - no sentido estatutário, eis que é o estatuto da Administração Pública que está em jogo - a cargo da autarquia. O Poder Judiciário, nesse contexto, atua como órgão controlador secundário, não aplicando, de forma alguma, sanções administrativas originariamente e, além disso, como órgão revisor, estando adstrito, dessa maneira, ao controle da legalidade em sentido estrito¹¹⁵.

Nesta senda, o regime jurídico das sanções administrativas existentes no mercado de capitais é, sem dúvidas, o Direito Administrativo Sancionador. Essa via

¹¹² O Sistema Financeiro Nacional do Brasil é formado por um conjunto de instituições, financeiras ou não, voltadas para a gestão da política monetária do governo federal. O Banco Central do Brasil propõe uma subdivisão do Sistema Financeiro Nacional em 3 níveis, órgãos normativos, entidades supervisoras e operadores financeiros. A Constituição de 1988, em sede legislativa, busca estruturar o Sistema Financeiro Nacional de forma a promover o desenvolvimento e equilíbrio do país e a servir aos interesses da coletividade, e à estabilidade econômica.

¹¹³ HIRECHE, Gamil Föppel El. **Da (i) legitimidade da tutela penal da ordem econômica**: simbolismo, ineficiência e desnecessidade do direito penal econômico. 2011. 443 f. Tese (Doutorado em Direito) – Universidade Federal de Pernambuco, Recife, 2011. p. 399.

¹¹⁴ *Ibid.*, p. 400.

¹¹⁵ SANTOS, Alexandre Pinheiro dos; OSÓRIO, Fábio Medina; WELLISCH, Julia Sotto Mayor. **Mercado de capitais**: regime sancionador. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 31.

sancionatória, de normas dinâmicas e específicas, tem sua figura de regime jurídico assegurada, sobretudo, no entendimento dos tribunais superiores pátrios e em normas produzidas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), cujo conhecimento é condição *sine qua non* para todos aqueles juristas que sobre o mercado de capitais se debruçam.

As sanções administrativas, impostas pela autarquia supramencionada, ao passo que se distanciam de uma proteção de fins aleatórios, se aproximam aos fins específicos dos valores protegidos pelos direitos difusos e coletivos existentes no ordenamento jurídico. Os seus efeitos, para além de uma prevenção geral e especial, se estendem a uma efetiva proteção dos bens jurídicos transindividuais envolvidos nas relações do mercado de capitais. Acerca do tema, Alexandre Pinheiro dos Santos, Fábio Medina Osório e Julya Sotto Mayor, aduzem que:

No mercado de capitais, as sanções administrativas ostentam força inquestionável, já que, ao contrário do que ocorre com as sanções penais, são imponíveis diretamente pelo órgão regulador (CVM) e com especial celeridade. No caso, a Administração Pública está dotada de plenos poderes para, de acordo com a necessidade ou utilidade, intimidar e, principalmente, orientar os participantes do mercado na direção desejada¹¹⁶.

O sustentáculo legal, de cunho constitucional, que assegura o poder normativo da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) está positivado no artigo 174 da Constituição Federal¹¹⁷. Em verdade, tal previsão constitucional corrobora para que seja fixada a competência da indigitada autarquia para regulamentar, de forma direta, as matérias previstas pela Lei 6.385/76 e os conflitos travados no mercado de valores mobiliários, incluindo-se, por óbvio, o *Insider Trading*.

Destarte, o Direito Sancionador evidenciado pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) na regulação do mercado de capitais estabelece, hodiernamente, um processo administrativo essencialmente destinado a apurar “atos ilegais e práticas não equitativas de administradores, membros do conselho fiscal e acionistas de companhias

¹¹⁶ Ibid., p. 32.

¹¹⁷ Art. 174. Como agente normativo e regulador da atividade econômica, o Estado exercerá, na forma da lei, as funções de fiscalização, incentivo e planejamento, sendo este determinante para o setor público e indicativo para o setor privado.

§ 1º A lei estabelecerá as diretrizes e bases do planejamento do desenvolvimento nacional equilibrado, o qual incorporará e compatibilizará os planos nacionais e regionais de desenvolvimento.

§ 2º A lei apoiará e estimulará o cooperativismo e outras formas de associativismo.

§ 3º O Estado favorecerá a organização da atividade garimpeira em cooperativas, levando em conta a proteção do meio ambiente e a promoção econômico-social dos garimpeiros.

§ 4º As cooperativas a que se refere o parágrafo anterior terão prioridade na autorização ou concessão para pesquisa e lavra dos recursos e jazidas de minerais garimpáveis, nas áreas onde estejam atuando, e naquelas fixadas de acordo com o art. 21, XXV, na forma da lei.

abertas, dos intermediários e dos demais participantes do mercado”.¹¹⁸ No mercado acionário, o processo administrativo sancionador assume uma bidimensionalidade que, em verdade, se traduz num alcance tanto da fase investigativa, quanto da fase inquisitorial.

Aproximando-se, em certa medida, ao conceito de Hassemer acerca de uma via sancionatória punitiva e enérgica evidenciada por um Direito de Intervenção que, com maior eficiência, estaria plenamente apto a tutelar os bens jurídicos supraindividuais e as condutas de perigo abstrato, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) oferece, por uso de uma espécie de Direito Sancionador, a imputação de agudas sanções àqueles que, sob posse de informação não divulgada, agem manipulando o mercado de capitais. Dentre as suas penalidades, a CVM impõe:

- i) advertência;
- ii) multa;
- iii) suspensão do exercício do cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários;
- iv) inabilitação temporária, até o máximo de vinte anos, para o exercício dos cargos acima referidos;
- v) suspensão da autorização ou registro para o exercício das atividades de que trata a Lei n. 6.385/76;
- vi) proibição temporária, até o máximo de vinte anos, de praticar determinadas atividades ou operações, para os integrantes do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários;
- vii) proibição temporária, até o máximo de dez anos, de atuar, direta ou indiretamente, em uma ou mais modalidades de operação no mercado de valores mobiliários¹¹⁹.

Em tempo, no tocante às penas pecuniárias que, possivelmente, podem ser destinadas ao agente que obteve vantagem indevida, para si ou para outrem, no âmbito do mercado de capitais, a CVM entende que:

A multa não excederá o maior dos seguintes valores:

¹¹⁸ Art. 9º A Comissão de Valores Mobiliários, observado o disposto no § 2º do art. 15, poderá:

V - apurar, mediante processo administrativo, atos ilegais e práticas não equitativas de administradores, membros do conselho fiscal e acionistas de companhias abertas, dos intermediários e dos demais participantes do mercado;

VI - aplicar aos autores das infrações indicadas no inciso anterior as penalidades previstas no Art. 11, sem prejuízo da responsabilidade civil ou penal.

§ 2º O processo, nos casos do inciso V deste artigo, poderá ser precedido de etapa investigativa, em que será assegurado o sigilo necessário à elucidação dos fatos ou exigido pelo interesse público, e observará o procedimento fixado pela Comissão. (BRASIL. Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Brasília, 1976.)

¹¹⁹ BRASIL. Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Poder Executivo, Brasília, DF, 9 dez. 1976a.

- i) R\$ 500.000,00 (quinhentos mil reais);
- ii) cinquenta por cento do valor da emissão ou operação irregular; ou
- iii) três vezes o montante da vantagem econômica obtida ou da perda evitada em decorrência do ilícito.

Nos casos de reincidência serão aplicadas, alternativamente, multa nos termos do art. 11, § 1º, da Lei n. 6.385/76, até o triplo dos valores ali fixados, ou as penalidades previstas nos incisos III a VIII do *caput* do art. 11 da Lei n. 6.385/76¹²⁰.

Cumpra-se asseverar, em adicional, que a efetividade do Direito Sancionador não resta evidenciada somente nas sanções supramencionadas. Externalizando um certo teor de modernidade em suas formas de combate ao *Insider Trading*, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) prevê, também, a existência de instrumentos de ajuste de conduta que, se fielmente seguidos, conduzem a resultados substancialmente superiores àqueles encontrados na injustificada – e, portanto, ilegítima – intervenção penal no uso indevido de informações privilegiadas no mercado de capitais.

Dentre os modernos instrumentos de ajuste de conduta propostos pela Comissão de Valores Mobiliário no combate ao *Insider Trading*, dois são merecedores de destaque: o *stop order* e o termo de compromisso. O primeiro deles, de natureza preventiva e cautelar, se traduz numa experiência já testada da versão estadunidense da CVM, a Securities and Exchange Commission (SEC), onde a autarquia reguladora pode, com o fim de prevenir ou corrigir situações anormais de mercado, proibir aos seus participantes, sob pena de cominação de multa de natureza civil enquanto meio de coerção, a prática de atos prejudiciais que especificar¹²¹.

Por outro lado, o termo de compromisso surge, enquanto solução consensual para fazer frente às irregularidades evidenciadas no mercado de valores mobiliários, como um instrumento que faculta à CVM a possibilidade de suspender, em qualquer fase, o procedimento administrativo instaurado para a apuração de infrações à legislação do mercado de capitais se o investigado assinar o referido termo, obrigando-se a “cessar a prática de atividades ou atos considerados ilícitos pela Comissão de Valores Mobiliários e corrigir as irregularidades apontadas, inclusive indenizando os prejuízos”¹²². O termo de compromisso do mercado de capitais, constituindo-se em título executivo extrajudicial, também aproxima-se, inexoravelmente, da experiência

¹²⁰ Ibid, loc. cit.

¹²¹ SANTOS, Alexandre Pinheiro dos; OSÓRIO, Fábio Medina; WELLISCH, Julya Sotto Mayor. **Mercado de capitais**: regime sancionador. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 31.

¹²² BRASIL. op. cit.

norte-americana ao expressar-se como um mecanismo semelhante ao *consent decree*¹²³ utilizado pela SEC.

Com efeito, a exteriorização prática – guardadas as devidas proporções – dos valores teóricos assinalados no Direito de Intervenção protagonizada pelo Direito Administrativo Sancionador no mercado de capitais assevera, além de um mecanismo interventivo muito mais eficiente em relação à intervenção penal, um latente respeito a algumas garantias que, no raio de atuação do controle social mais rígido de todos, por vezes, são flexibilizadas, menosprezadas e, sobretudo, violadas. Sem embargo, não há de se hesitar, portanto, uma proteção muito mais eficiente dos bens jurídicos coletivos que em torno do mercado de capitais gravitam.

Embora inaplicadas as garantias de jurisdicionalidade e taxatividade¹²⁴, o Direito Sancionador nos oferece, com o devido rigor, forte zelo aos princípios da legalidade, tipicidade, anterioridade, non bis in idem, responsabilidade subjetiva e a diversas outras garantias processuais que, quando unidas, resultam numa tutela verdadeiramente eficiente, legítima e eficaz do mercado de valores mobiliários. Em verdade, não obstante a existência das indigitadas garantias, a impresciência de uma – simbólica - pena privativa de liberdade como mecanismo inefetivo de combate ao *Insider Trading*, revela, com ainda maior intensidade, a efetividade prática que o Direito Sancionador ostenta frente à hiperbólica manifestação ilegítima do Direito Penal.

Por coerência, uma ponderação se faz urgente: enquanto as manifestações do Direito Sancionador existentes no Brasil, sobretudo as previstas para a regulação do mercado de capitais, permanecerem em zona constante de contato com o modelo de Direito de Intervenção defendido pela Escola de Frankfurt, não há porque querer justificar o injustificável. Não há motivos para defender uma política de emergência penal, instrumentalizada por uma cada vez mais assustadora hipertrofia da legislação criminal, enquanto mecanismo simbólico – e desnecessário – de combate ao uso indevido de informações privilegiadas no mercado de capitais.

A confiança dos investidores, a idoneidade do mercado de capitais e a simetria de informações, vilipendiadas por aquele que almeja uma vantagem indevida, manipulando o mercado de valores mobiliários, de fato, carecem de uma forte e intransigente proteção. Ocorre que, pelas razões exaustivamente expostas no presente

¹²³ Em tradução livre, *consent decree* nada mais é do que um decreto de consentimento. Tal decreto, na experiência americana evidenciada pela Securities and Exchange Commission, é um acordo que resolve uma disputa entre duas partes, sem admissão de culpa ou responsabilidade.

¹²⁴ HIRECHE, Gamil Föppel El. **Da (i) legitimidade da tutela penal da ordem econômica**: simbolismo, ineficiência e desnecessidade do direito penal econômico. 2011. 443 f. Tese (Doutorado em Direito) – Universidade Federal de Pernambuco, Recife, 2011. p. 393.

estudo, conglobando teorias e conceitos defendidos pelos mais renomados doutrinadores em momentos distintos da história, esta não virá – e nunca, em sua consciência, viria - do Direito Penal.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

1. O Direito Penal Econômico, com regras de delito próprias, nasceu da necessidade de solucionar o compartilhamento de riscos catalisado pelo fenômeno da globalização. Comunicando-se, diretamente, com a produção e circulação de riquezas, o Direito Penal Econômico surge como resultado de uma latente necessidade de resguardar novos bens jurídicos incorpóreos e intangíveis (culturais), com traços diferentes dos bens jurídicos tradicionais (da civilização). Essa nova subárea jurídica, afigura-se como uma materialização da expansão das leis penais e dos sujeitos puníveis, onde, a dogmática penal, cede às exigências da vida prática. A importância dos bens jurídicos transindividuais lesados fez com que o legislador se afastasse dos conceitos de ofensividade, lesividade e taxatividade, priorizando a criação de tipos anormais, abertos e normas penais em branco, antecipando sua tutela, inclusive, para os crimes de formais, de mera conduta e de perigo abstrato, prescindindo de lesão concreta para que se possa punir.

2. Para Jesús Maria Silva-Sanchez, esse fenômeno de expansão do Direito Penal advém, sobretudo, do aparecimento de novas necessidades, que demandam novas proteções, fazendo emergir, conseqüentemente, novos tipos penais.

3. Sutherland, sob uma perspectiva criminológica e sociológica, classifica essa nova gama de delitos - distanciados da ofensividade inerente aos crimes materiais e de dano - como crimes de colarinho branco. Em sua teoria, os criminosos de colarinho branco, gozando de prestígio ou respeitabilidade social elevada, violam, com ainda maior intensidade, a moralidade social, produzindo uma desorganização em larga escala.

4. O *Insider Trading* é, sob esta ótica, uma manifestação autêntica de um crime de colarinho branco.

5. O *Insider Trading* consiste, sobretudo, no uso indevido de informações privilegiadas no mercado de capitais. Sua existência resta evidenciada na utilização de informação relevante ainda não divulgada ao mercado, de que se tenha conhecimento e da qual se deva manter sigilo, capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiro, com valores mobiliários.

6. A quebra da Bolsa de Nova Iorque potencializou o aparecimento de correntes que suplicavam por uma intervenção estatal rígida e, sobretudo, mais atuante no mercado de valores mobiliários. Visando recuperar a normalidade do mercado de capitais, Franklin Roosevelt, com o New Deal, implementou um modelo político intervencionista que, com o *Securities Act (1933)* e o *Securities and Exchange Act (1934)*, culminou no surgimento da *Securities and Exchanges Comission (SEC)*. Pautado no princípio do *full disclosure*, as intervenções legislativas trazidas à época visavam oferecer maior transparência e isonomia ao mercado de capitais estadunidense.

7. A fragmentação da propriedade da empresa, antes somente restrita à sua administração, fez emergir um descontrolado crescimento das sociedades empresárias, criando problemas ao mercado acionário cada vez mais carente de proteção. A nítida fragilidade dos investidores, em posição oposta à supremacia protagonizada pelos administradores das sociedades empresárias, fez com que se tornasse ainda mais urgente a implementação de mecanismos jurídicos que, preventiva ou repressivamente, fossem capazes de inibir o *Insider Trading*.

8. No contexto pátrio, a inspiração no direito estadunidense, pautado no princípio do *full disclosure*, fez com que fosse criada a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), enquanto entidade autárquica de controle e regulação do mercado de capitais. As intervenções legislativas dos anos 60 trouxeram bases para que, na década seguinte, fosse criada a lei 6.385/76 para assegurar a observância de práticas equitativas no mercado acionário, dando novos conceitos ao *Insider Trading* no Brasil.

9. A responsabilização penal do *Insider Trading*, no Brasil, veio a ser reconhecida, em 2001, com um acréscimo à redação original da lei 6.385/76. O uso indevido de informações privilegiadas no mercado de capitais restou, dessa maneira, tipificado no artigo 27-D da indigitada legislação, permitindo o alcance do Direito Penal ao que antes era somente passível de sanções cíveis e administrativas.

10. São vários os bens jurídicos supraindividuais protegidos no combate ao *Insider Trading*, destacando-se a confiança dos investidores no mercado de capitais e a idoneidade do mercado de valores mobiliários.

11. A conduta delitativa assume, para muitos, a figura de um crime de perigo abstrato, sendo desnecessária uma lesão concreta para a sua consumação.

12. Para majoritária parcela da doutrina, o uso indevido de informações privilegiadas no mercado de capitais é um crime formal, inexigindo, do delinquente, a efetiva obtenção da vantagem indevida.

13. O *Insider Trading* assume a função de crime próprio, ao pressupor, em seu sujeito ativo, uma particular condição ou qualidade pessoal do agente. Depreende-se desta hermenêutica, a distinção entre *insiders primários* (administradores e equiparados), sujeitos à responsabilização penal da sua conduta e *insiders secundários*, suscetíveis somente a sanções cíveis ou administrativas, por inexistir lei que os obriguem a manter sigilo.

14. A compreensão acerca do sujeito passivo do *Insider Trading* é bidimensional, sendo os titulares dos bens jurídicos lesados o Estado, como principal interessado no regular funcionamento do mercado de valores mobiliários, e o investidor que, em sua posição de vulnerabilidade, assume diretamente o prejuízo da manipulação.

15. O *Insider Trading* assume a função de uma norma penal em branco, tendo seu complemento normativo, enquanto parte integrante do tipo, pertencente à outra lei de hierarquia distinta.

16. Majoritária parcela da doutrina compreende ser da Justiça Federal a competência para processar e julgar o *Insider Trading* no Brasil. Há, além disso, uma previsão de atuação em conjunto do Ministério Público Federal (MPF) e da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), enquanto esforço de cooperação técnica e jurídica no combate ao tipo penal em voga.

17. A ação penal, para o *Insider Trading*, é pública incondicionada e a pena prevista é de 1 a 5 anos de reclusão, com cumulativa previsão de multa de até três vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência da conduta delitiva.

18. A adoção de um discurso contramajoritário que, distante da visão atécnica e apaixonada da opinião pública, ao não tergiversar num posicionamento, se necessário for, contrário à maioria, torna-se absolutamente imprescindível. Trazendo à tona argumentos diametralmente opostos à execração pública dos sujeitos processuais como um mecanismo de vingança retributiva do Estado àqueles que, historicamente, sempre se encontravam à margem de seu esforço punitivo, essa linha discursiva se torna a essencial para contrariar a superficial ideia de que se encontra na intervenção penal – e na pena

de prisão que dela faz parte – a solução de todas as mazelas que em torno do mercado de capitais circundam.

19. O tratamento jurídico-penal outorgado ao uso indevido de informações privilegiadas no mercado de capitais é, indubitavelmente, ilegítimo, ineficiente, inadequado e, portanto, desnecessário. A repressão penal, hoje conferida ao *Insider Trading*, é uma fiel demonstração de um Direito Penal Simbólico que, sob a égide de um rigor excessivo na aplicação de leis penais mais severas, o seu simbolismo é evidenciado na medida em que o legislador, ao utilizar de um forte teor moral e emocional na edição dos dispositivos normativos, flerta com uma evidente manipulação da opinião pública ao introduzir, na sociedade, a falsa percepção de maior proteção e segurança.

20. A política de emergência penal do Direito Penal Simbólico acarreta, invariavelmente, numa hipertrofia da legislação criminal. Há um evidente descontrole do Estado criando, de maneira arbitrária, figuras penais desnecessárias e incentivando o aumento desproporcional – e, portanto, injustificado – das penas. A forma de utilização das normas incriminadoras resultantes do Direito Penal Simbólico revela o aparecimento de um exercício punitivo ilegítimo e uma política criminal hiperbólica que maximiza as deficiências do sistema penal. A expansão desenfreada deste ramo jurídico culmina, invariavelmente, num evidente distanciamento de sua efetividade prática.

21. O tratamento jurídico-penal outorgado ao *Insider Trading* menospreza, diretamente, o princípio da intervenção mínima. Para tal princípio, que busca orientar e limitar o poder de punir do Estado, somente se torna plausível a criminalização de tal conduta se tal esforço punitivo constituir-se como o único necessário para a efetiva proteção do bem jurídico lesado ou exposto a risco. O que, de fato, não é o caso.

22. A intervenção penal direcionada ao *Insider Trading* desatende, também, o princípio da fragmentariedade. O caráter fragmentário do Direito Penal, em sua essência, reside na percepção de que, diante da rigidez das sanções penais, a intervenção penal somente deve se ocupar de reprimir as condutas mais graves aos bens jurídicos mais importantes do convívio social. Isto porque, diante da infinidade de bens jurídicos e interesses conflitantes no ordenamento jurídico pátrio, nem tudo ao Direito Penal interessa. De todas as condutas condenáveis e,

portanto destinatárias de sanções, apenas alguns fragmentos, ou seja, apenas algumas (poucas) delas se tornam merecedoras da intervenção penal.

23. A repressão penal direcionada ao *Insider Trading* revela, em adicional, uma absoluta inobservância ao princípio da subsidiariedade. A natureza subsidiária da intervenção penal reside na compreensão de que o Direito Penal, enquanto instrumento mais violento do Estado de manutenção da ordem social, somente está apto a intervir quando os outros ramos do Direito se mostrarem, comprovadamente, ineficazes.

24. O presente estudo, ao corroborar com argumentos convergentes à desnecessidade do tratamento jurídico-penal conferido ao *Insider Trading*, não exerce qualquer tipo de ode à impunidade ou à noção de se deve existir uma – irresponsável – ausência de sanção para o ilícito em questão. Aquele que, comprovadamente, atuar manipulando o mercado de valores mobiliários deve, com razão, ser alvo de algum controle social que, de forma proporcional e eficiente, lhe faça justiça. Ocorre que, pelas razões expostas, não pode o Direito Penal – com seu caráter fragmentário e subsidiário – ser esse controle.

25. Para suprir o simbolismo e a inefetividade da intervenção penal no combate à manipulação do mercado de capitais, imprescindível se torna apresentar, a título sugestivo, a apresentação do Direito Sancionador como alternativa viável – e mais eficiente – à necessidade de manutenção da confiança dos investidores no mercado de valores mobiliários.

26. O Direito Sancionador, enquanto uma via sancionatória alternativa localizada entre o Direito Penal e o Direito Administrativo, apesar de guardar pontos de conexão entre esses dois ramos jurídicos, não prevê a aplicação da mais severa – e coercitiva – manifestação de controle social do Estado: a pena privativa de liberdade.

27. O Direito Sancionador surge, fatalmente, da necessidade de se questionar a tônica da sociedade de riscos que, permeada pela insegurança e pelo medo, contribuiu para o fortalecimento de um Direito Penal pautado na contenção – e gestão – desses riscos. Esse modelo de política criminal se traduz num esforço de proteção ineficiente dos – imprecisos e indelimitáveis – bens jurídicos supraindividuais e das condutas de perigo abstrato. Para Silva Sánchez, a ansiedade por uma superproteção de cunho preventivo, antecipando-se aos danos, fez emergir um modelo expansionista que produziu efeitos na política criminal e, concomitantemente, na dogmática jurídico-penal.

28. O Direito Penal Econômico surge, portanto, como uma exemplificação do Direito Penal pautado na gestão dos riscos. Dentro de uma antinomia entre o Direito Penal Clássico e o Direito Penal Moderno, o Direito Penal do Risco, com sua cristalina inaptidão para tutelar bens jurídicos coletivos, se viu envolto a duas alternativas: ou sua intervenção não se ocupará dessa problemática, permitindo a atuação de outro ramo do Direito, ou ela perderá a sua natureza, sofrendo uma preocupante deformação para adaptar-se a essa nova realidade.

29. Jesús-Maria Silva Sánchez, num posicionamento equidistante, entende como possível a coexistência pacífica do Direito Penal Clássico e do Direito Penal Moderno, criando, para legitimar esse entendimento, um Direito Penal de Duas Velocidades. Para a segunda velocidade, o referido autor reservaria a tutela das novas figuras delitivas de alcance supraindividual, imputando a estas penas restritivas de direitos e penas pecuniárias, oferecendo, portanto, uma maior flexibilização.

30. A Escola de Frankfurt, se opondo ao movimento expansionista do Direito Penal Moderno, oferece inolvidável contributo no esforço de limitação máxima do Direito Penal, reduzindo sua atuação às condutas que lesionem, de maneira comprovadamente agressiva, os bens jurídicos indispensáveis para a vida em sociedade.

31. O esforço da Escola de Frankfurt foi direcionado, por intermédio de Winfried Hassemer, à criação de um direito intermediário alternativo para suprir a inefetividade da intervenção penal na proteção dos bens jurídicos coletivos: o Direito de Intervenção. Essa nova via sancionatória se debruçaria, exclusivamente, no resguardo preventivo e fiscalizatório dos bens jurídicos supraindividuais e das condutas que, por serem de perigo abstrato, independem de resultado.

32. O Direito de Intervenção idealizado por Hassemer não vislumbra, de forma alguma, uma tentativa de substituição ou desaparecimento do Direito Penal. O que se almeja, em verdade, é a propositura de um necessário reconhecimento dos seus limites, reduzindo o seu campo de atuação, contendo o expansionismo ora verificado e, sobretudo, fazendo com que a intervenção penal passe a desobrigar-se de funções que não podem cumprir.

33. A construção de uma via sancionatória alternativa ganhou, em Portugal, contornos ainda mais sensíveis com o aparecimento do Direito das Contra-

Ordenações que, com uma sistematização legal própria e funcional, goza de certa autonomia legislativa no contexto fático-jurídico português.

34. No Brasil, a exteriorização prática mais fiel à idealização teórica do Direito de Intervenção idealizado por Winfried Hassemer é, sem dúvidas, o Direito Administrativo Sancionador. A zona de contato fica ainda mais latente quando não se prevê, seja para um ou para outro, qualquer viabilidade de atribuição de uma pena privativa de liberdade àquele praticante da conduta ilícita. Para ambos, a pena de prisão, por seu caráter extremo e drástico, restaria somente reservada aos crimes materiais e de dano, quando direcionados à lesão de bens jurídicos individuais, corpóreos e tangíveis.

35. O Direito Administrativo Sancionador advém, sobretudo, da ratificação de que o Direito Administrativo, por vezes, assume uma postura punitiva parecida àquela essencialmente estimulada ao Direito Penal. Dotado de um mecanismo enérgico e remetente de sanções graves, a sistematização diferenciada do Direito Administrativo Sancionador se afigura, em grande parte, como uma concretização prática do Direito de Intervenção no Brasil.

36. A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) é a responsável por instrumentalizar a manifestação de um possível Direito de Intervenção no contexto fático-jurídico pátrio. Dentre as suas finalidades, a importante tarefa de disciplinar, normatizar e fiscalizar o funcionamento do mercado de valores mobiliários. O Direito Administrativo Sancionador exteriorizado pela CVM, com normas dinâmicas e específicas, se traduz num alcance investigativo e inquisitorial dos conflitos travados no mercado de capitais, imputando agudas sanções àqueles que, sob posse de informação privilegiada, agem manipulando o mercado de capitais.

37. A efetividade do Direito Sancionador manifestado pela Comissão de Valores Mobiliários é ainda mais evidenciada com a existência de instrumentos de ajustes condutas que, a exemplo do *stop order* e do termo de compromisso, conduzem a resultados substancialmente superiores àqueles encontrados na injustificada – e desnecessária – intervenção penal direcionada ao *Insider Trading*.

38. A exteriorização prática dos valores assinalados pelo Direito de Intervenção protagonizada pelo Direito Administrativo Sancionador no mercado de capitais, além de um mecanismo interventivo muito mais eficiente, oferece

garantias processuais que, quando unidas, resultam numa tutela verdadeiramente eficiente, legítima e eficaz do mercado de valores mobiliários.

39. Apesar de flexibilizadas as noções de taxatividade e jurisdicionalidade, o Direito Sancionador nos oferece forte zelo aos princípios da legalidade, tipicidade, anterioridade, non bis in idem e da responsabilidade subjetiva. Não obstante, ainda se afasta da aplicação de uma – simbólica – pena privativa de liberdade como mecanismo inefetivo de combate ao *Insider Trading*.

40. Enquanto as manifestações do Direito Sancionador no Brasil permanecerem em constante zona de contato com o modelo de Direito de Intervenção defendido pela Escola de Frankfurt, não há motivos para se defender uma simbólica intervenção penal que, com as devidas vênias, se mostra absolutamente desnecessária na tutela do uso indevido de informações privilegiadas no mercado de capitais. Se é indubitável o entendimento de que a confiança dos investidores e a idoneidade do mercado de capitais carecem de proteção, outra certeza, além dessa, também se constata: a de que essa proteção nunca será alcançada, de forma eficiente, pela intervenção penal.

REFERÊNCIAS

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

BATISTA, Nilo. **Introdução crítica ao Direito Penal Brasileiro**. 11. ed. Rio de Janeiro: Revan, 2007.

BECK, Ulrich. **La sociedad del riesgo: hacia una nueva modernidad**. Tradução de Jorge Navarro, Daniel Jiménez e Maria Rosa Borrás. Madri: Paidós, 1998.

BITENCOURT, Cezar Roberto. **Tratado de direito penal: parte geral 1**. 15. ed. rev. atual. e ampl. São Paulo: Saraiva, 2016.

BOTTINO, Thiago. **Direito penal econômico**. Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, 2013. Disponível em: <http://direitorio.fgv.br/sites/direitorio.fgv.br/files/u100/direito_penal_economico_2013_2.pdf>. Acesso em: 4 nov. 2018.

BRASIL. Constituição (1988). **Constituição da República Federativa do Brasil**. Brasília, DF: Senado, 1988.

BRASIL. Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Poder Executivo, Brasília, DF, 9 dez. 1976a.

BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Brasília. 1976. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Poder Executivo, Brasília, DF, 17 dez. 1976b.

CALLEGARI, André Luís. O princípio da intervenção mínima no direito penal. **Revista dos Tribunais**, São Paulo, ano 88, v. 769, 1999.

CARDOSO, Ricardo do Espírito Santo. **A (im)possibilidade de imputação penal de lavagem de capitais por cumplicidade aos contadores no exercício cotidiano de sua atividade profissional**. 2018. 171 f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Universidade Federal da Bahia, Salvador, 2018.

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

CONDE, Francisco Muñoz. **Introducción al derecho penal**. Montevideo: Editorial B de F, 2001.

CORSETTI, Michelangelo. **Insider Trading: Informação privilegiada: O uso indevido no Mercado de Capitais**. Curitiba: Juruá Editora, 2013.

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

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

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

DOTTI, René Ariel. **Princípios fundamentais do Direito Penal.** São Paulo: Associação Internacional de Direito Penal, 2005.

D'URSO, Luiz Flávio Borges. Proteção penal dos mercados financeiros: a tipificação do insider trading. In: COSTA, José de Faria; SILVA, Marco Antônio Marques da. (Coord.). **Direito penal especial, processo penal e direitos fundamentais.** Visão luso-brasileira. São Paulo: Quartier Latin, 2006.

EIZIRIK, Nelson et al. **Mercado de capitais:** regime jurídico. 2. ed. ver. atual. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

FIGUEIREDO, Rudá Santos. **Direito de Intervenção e Lei 12.846/2013:** a adoção do compliance como excludente de responsabilidade. 2015. 231 f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Universidade Federal da Bahia, Salvador, 2015.

GOMES, Luiz Flávio. **Direito penal:** introdução e princípios fundamentais. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2007.

GRECO, Rogério. **Curso de Direito Penal** – parte geral. 10. ed. Rio de Janeiro: Impetus, 2018.

GRINOVER, Ada Pellegrini. **Eficácia e autoridade da sentença penal.** São Paulo: Revista dos Tribunais, 1978.

HASSEMER, Winfried. Desenvolvimentos previsíveis na dogmática do direito penal e na política criminal. **Revista de estudos criminais,** [S.l.], v. 8, n. 29, p. 9-20, 2008

HIRECHE, Gamil Föppel El. **Da (i) legitimidade da tutela penal da ordem econômica:** simbolismo, ineficiência e desnecessidade do direito penal econômico. 2011. 443 f. Tese (Doutorado em Direito) – Universidade Federal de Pernambuco, Recife, 2011.

HIRECHE, Gamil Föppel El. GOMES, Adriano Figueiredo de Souza. A (i)legitimidade do Direito Penal para disciplinar a figura do Insider Trading. In: TESES DA FACULDADE BAIANA DE DIREITO, Salvador, 2011.

ÍÑIGO CORROZA, Elena. 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). In: SILVA SÁNCHEZ, Jesús María. (Coord.). **¿Libertad económica o fraudes punibles?:** Riesgos penalmente relevantes e

irrelevantes en la actividad económico-empresarial. Madrid: Marcial Pons, Ediciones Jurídicas Y Sociales, 2003. p. 283-306.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. **Mercado de capitais e insider trading**. São Paulo: R. dos Tribunais, 1982.

LUCCHESI, Guilherme Brenner. O objeto de tutela penal no delito de insider trading. Uma análise crítica a partir da dogmática penal contemporânea. **Revista Brasileira de Ciências Criminais**, São Paulo, v. 19, n. 90, mai./jun., 2011.

MASSON, Cleber Rogério. **Direito penal esquematizado**: parte geral. 10. ed. São Paulo: Método, 2016.

MELLO, Sebastián Borges de Albuquerque. **Direito Penal** – sistemas, códigos e microsistemas jurídicos. Curitiba: Juruá, 2004.

OLIVEIRA, Ana Carolina Carlos de. **Direito de intervenção e direito administrativo sancionador**: o pensamento de Hassemer e o direito penal brasileiro. 2012. 256 f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2012.

OLIVA, Marcio Zuba de. O Insider Trading no Brasil: breves considerações. **Migalhas**, [S.l.], 2010. Disponível em: <<https://www.migalhas.com.br/dePeso/16,MI112841,81042-O+Insider+Trading+no+Brasil+breves+consideracoes>>. Acesso em: 20 nov. 2018.

OSÓRIO, Fábio Medina. **Direito administrativo sancionador**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2005.

PARENTE, Norma Jonssen. **Aspectos Jurídicos do "insider trading"**. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários. 1978.

PASSOS, Thaís Bandeira Oliveira. **Lavagem de capitais**: (dis)funções político-criminais no seu combate. Salvador: JusPodivm, 2011.

PRITTWITZ, Cornelius. O direito penal entre direito penal do risco e direito penal do inimigo: tendências atuais em direito penal e política criminal. **Revista do IBCCrim**, São Paulo, n. 47, 2004.

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

RODRIGUES, Fillipe Azevedo. Intervenção pública e proibição do insider trading: Eficiência e ultima ratio na responsive regulation. **Revista de informação legislativa**, Brasília, DF, v. 53, n. 210, p. 211-238, 2016.

ROXIN, Claus. **A proteção de bens jurídicos como função do direito penal**. Tradução de André Luis Callegari e Nereu José Giacomolli. 2. ed. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 2013.

ROXIN, Claus. **A proteção de bens jurídicos como função do direito penal**. Organizado e Traduzido por André Luis Callegari e Nereu José Giacomolli. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 2006.

- ROXIN, Claus. **Derecho Procesal Penal**. 25 edição, Buenos Aires: Editores Del Puerto, 2000.
- SANTOS, Alexandre Pinheiro dos; OSÓRIO, Fábio Medina; WELLISCH, Julya Sotto Mayor. **Mercado de capitais: regime sancionador**. São Paulo: Saraiva, 2012.
- SICA, Leonardo. Caráter simbólico da intervenção penal na ordem econômica. **Revista dos Tribunais**, São Paulo, n. 2, p. 105-116, jul./., 1998.
- SILVA SÁNCHEZ, Jesús-Maria. **A expansão do direito penal: aspectos da política criminal nas sociedades pós-industriais**. Tradução de Luiz Otávio de Oliveira Rocha. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 2002.
- SILVA SÁNCHEZ, Jesús-María. **A expansão do direito penal: aspectos da política criminal nas sociedades pós-industriais**. 2. ed. rev. ampl. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011.
- SILVA SÁNCHEZ, Jesús-María. **Aproximação do direito penal contemporâneo**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2011.
- SILVEIRA, Renato de Mello. **Direito penal supra-individual: interesses difusos**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2003.
- SILVEIRA, Renato de Mello Jorge. **Direito penal econômico como direito penal do perigo**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2006.
- SOUZA, Luciano Anderson de. **Expansão do direito penal e globalização**. São Paulo: Quartier Latin, 2007.
- SUTHERLAND, Edwin. **Crimes de colarinho branco: versão sem cortes**. tradução de Clécio Lemos. Rio de Janeiro: Revan, 2015.
- UNITED STATES. Securities and Exchange Commission. **Securities exchange act of 1934**. Washington, 1934.
- ZAFFARONI, Eugenio Raúl; PIERANGELI, José Henrique. **Manual de direito penal brasileiro**. 4. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2002. p. 466.