U.PORTO

2.° CICLO DE ESTUDOS

CIÊNCIAS JURÍDICO-CRIMINAIS

REPRESSÃO AO USO DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA: A OBTENÇÃO DE VANTAGEM INDEVIDA COMO LIMITE DA TUTELA PENAL

Luna Perel Harari

M

2021



Luna Perel Harari

REPRESSÃO AO USO DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA: A OBTENÇÃO DE VANTAGEM INDEVIDA COMO LIMITE DA TUTELA PENAL

Dissertação conducente à obtenção do grau de Mestre em Ciências Jurídico-Criminais, realizada sob a orientação do Prof. Doutor André Lamas Leite

Setembro de 2021

RESUMO

O presente trabalho tem como objetivo analisar os limites da tutela penal em relação ao crime de abuso de informação privilegiada, partindo do princípio do Direito Penal como *ultima ratio*.

Em um primeiro momento, é feito um panorama histórico acerca da repressão ao uso de informação privilegiada, com a análise da tipificação do crime nos ordenamentos jurídicos português e brasileiro.

Após, estabelece-se o funcionalismo-teleológico de Claus Roxin como referencial teórico que dá embasamento ao trabalho e a proteção subsidiária de bens jurídicos enquanto função principal do Direito Penal.

Verifica-se, então, o que se busca proteger com a referida norma, analisando o bem jurídico que legitima a tutela penal.

Em seguida, analisa-se o que é regulamentado pelo Direito Administrativo e a eficácia no combate ao abuso de informação privilegiada.

Com a delimitação do bem jurídico e o panorama sobre a regulação no âmbito administrativo, incursiona-se nos limites da tutela penal à luz da Constituição e da dogmática penal.

Por fim, é sugerida proposta de alteração legislativa para adequar o tipo penal aos princípios constitucionais.

Palavras-chave: Direito Penal Econômico. Mercado de Capitais. *Insider Trading*.

ABSTRACT

This dissertation examines the scope of the insider trading criminalization, through the lens of the principle of Criminal law as *ultima ratio*.

Firstly, this paper sets out the historical context of the suppression of insider trading, to assess the criminalization of insider trading under both the Portuguese and Brazilian legal frameworks. It then builds on the theological functionalism theory of Claus Roxin to approach the issue examined herein, particularly the subsidiary protection of legal goods as the main role of Criminal Law.

This study subsequently identifies what the legal norm intends to protect, analyzing the legal good which legitimizes such protection under Criminal Law, as this theory is the most efficient mechanism of limitation of criminal intervention.

Following this, this study investigates the regulation under Administrative law and examines its efficacy in combatting insider trading. Having identified the legal good and the regulation under the Administrative legal framework, the paper moves on to the assessment of the limits of criminal protection in light of the Constitution and criminal doctrine.

Finally, it proposes a legislative reform to appropriately accommodate the criminal offence into the Constitutional framework.

Keywords: White-collar crimes. Capital Market. Insider Trading.

LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS

CEE	Comunidade Econômica Europeia
CP	Código Penal
CMVM	Comissão do Mercado de Valores Mobiliários
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
CSC	Código das Sociedades Comerciais
DL	Decreto-Lei
MP	Ministério Público
S.A.	Sociedade Anônima
SEA	*Securities Exchange Act*
SEC	*Securities Exchange Comission*
U.E.	União Européia

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO 7

1. EVOLUÇÃO HISTÓRICA 12

1.1 A CRIMINALIZAÇÃO DO *INSIDER TRADING* NO ORDENAMENTO JURÍDICO PORTUGUÊS 16

1.2 A CRIMINALIZAÇÃO DO *INSIDER TRADING* NO ORDENAMENTO JURÍDICO BRASILEIRO 18

2. REFERENCIAL TEÓRICO: ADOÇÃO DO FUNCIONALISMO-TELEOLÓGICO DE CLAUS ROXIN 20

3. O QUE SE BUSCA PROTEGER COM A CRIMINALIZAÇÃO DO *INSIDER TRADING*? 23

3.1 O PATRIMÔNIO DOS INVESTIDORES 26

3.2 A IGUALDADE DE INFORMAÇÕES 27

3.3 A CONFIANÇA DOS INVESTIDORES NO MERCADO DE CAPITAIS 28

3.4 O INTERESSE DA COMPANHIA EMISSORA DOS VALORES MOBILIÁRIOS .. 29

3.5 O CORRETO FUNCIONAMENTO DO MERCADO 30

3.6 A FUNÇÃO PÚBLICA DA INFORMAÇÃO 31

3.7 POSIÇÃO CONTRÁRIA À REPRESSÃO DO *INSIDER TRADING* 31

3.8 TOMADA DE POSIÇÃO SOBRE O BEM JURÍDICO COM DIGNIDADE CONSTITUCIONAL 32

4. REGULAÇÃO NO ÂMBITO ADMINISTRATIVO 35

4.1 A COMISSÃO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS DE PORTUGAL .. 35

4.2 A COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS DO BRASIL 38

4.3 A EFICÁCIA DA VIA ADMINISTRATIVA NO COMBATE AO ABUSO DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA 41

5. LIMITE DA TUTELA PENAL: OBTENÇÃO DE VANTAGEM INDEVIDA 44

CONCLUSÃO 49

BIBLIOGRAFIA 52

INTRODUÇÃO

O presente trabalho tem como objetivo analisar os limites da tutela penal em relação ao crime de *insider trading* no ordenamento jurídico português e brasileiro[1], partindo do princípio do Direito Penal como *ultima ratio*.

A discussão proposta assume especial relevo em razão do incremento da produção legislativa em matéria penal no âmbito da globalização e da transformação da sociedade na segunda metade do século XX, impulsionada principalmente pelo desenfreado desenvolvimento produtivo, que levou a constatação de uma nova lógica de produção e de percepção de riscos. Esse processo demandou regulações e tais riscos tornaram-se pauta da intervenção estatal com o aparecimento do Direito Penal de Risco[2].

O Estado passou a cobrar não apenas a diminuição dos riscos, como a imputar responsabilidade aos causadores. Como alerta Raposo, a sensação de *insegurança subjetiva generalizada* é um traço da sociedade atual que tem como consequência um anseio pela maior repressão estatal[3], o que se reflete directamente não somente no Direito Civil e Administrativo, mas principalmente o Direito Penal.

No Direito Penal moderno, entendido como as décadas seguintes dos anos 1960 e 1970, surgiu a criminalização de condutas que visam proteger bens jurídicos supraindividuais ou coletivos, isto é, aqueles "afetos a vários sujeitos não considerados individualmente, mas sim por sua qualidade de membros de comunidades menores ou grupos intercalares, situados entre os indivíduos e o Estado", nos quais há "um vínculo jurídico básico (...) que une todos os indivíduos".[4]

---

[1] Em Portugal denomina-se crime de *abuso de informação privilegiada*, enquanto que no Brasil o *nomen juris* do crime é *uso indevido de informação privilegiada*.

[2] Originariamente formulada pelo sociólogo Ulrich Back em sua obra *A Sociedade de Risco*.A propósito da matéria, cf*:* SALVADOR NETTO, Alamiro Velludo. *Tipicidade penal e sociedade de risco* e BOTTINI, Pierpaolo Cruz. *Crimes de perigo abstrato e princípio da precaução na sociedade de risco*.

[3] RAPOSO, Guilherme Guedes. *Teoria do bem jurídico e estrutura do delito. Uma reflexão sobre a legitimidade da antecipação da tutela penal como meio de proteção de bens jurídicos na sociedade contemporânea*, p. 140.

[4] BASTOS, Celso. *A tutela dos interesses difusos no direito constitucional brasileiro*, pp. 41-42.

Esse fenômeno faz parte do denominado Direito Penal Econômico, que ganhou força a partir do intervenciosimo estatal do Século XX e, por andar de acordo com as necessidades econômicas de cada país, nasceu e evoluiu desacompanhado da devida reflexão sistemática da dogmática penal.[5]

Nas palavras de Figueiredo Dias, que desenvolveu a teoria do *Direito Penal Secundário*[6], "o legislador foi-se deixando seduzir pela ideia, perniciosa, mas difícil de evitar, de pôr o aparato das sanções criminais ao serviço dos mais diversos fins da política social"[7].

O sistema jurídico-criminal passou a ser utilizado como poderoso intrumento de controle social, com a repressão de conflitos e perturbações da sociedade, como se fosse o remédio para todos os males.

O Direito Penal deixa de ser visto como sistema de proteção dos direitos individuais do cidadão frente ao Estado e passa a ser utilizado primordialmente como meio de combate ao crime — em um âmbito populista e de politização — por meio de uma massiva produção normativa em matéria penal.

Nesse contexto de sentimento coletivo de insegurança, não apenas foi alargado o rol de bens jurídicos que seriam merecedores de proteção, como também foram criados diversos tipos penais que não protegem lesões efetivas, mas de perigo, numa antecipação da proibição penal.

Com o desenvolvimento do mercado de capitais, regulamentou-se a prática chamada de *insider trading*[8], consistente na utilização de informação relevante ainda não divulgada em negociação no mercado de capitais.

---

[5] Muito embora o Direito Penal tenha sido usado como ferramenta de imposição de medidas econômicas e administrativas do Estado desde a Antiguidade, como rememora Klaus Tiedemann em *Derecho penal económico: introducción y parte general*, foi a partir do Século XX que o Estado toma o Direito Penal sistematicamente como instrumento de dominação para o desenvolvimento de seu projeto com postura interventista.

[6] Figueiredo Dias sintetiza que "de um ponto de vista jurídico-formal, direito penal secundário é o conjunto de normas de natureza punitiva que constituem objeto de legislação extravagante e contém, na sua generalidade, o sancionamento de ordenações de carácter administrativo". *Um contributo para a reforma do direito penal econômico. Para uma dogmática do direito penal secundário social português*, p. 27.

[7] Idem, p. 16.

[8] A etimologia da palavra "insider" remete a um sujeito que se encontra dentro. No caso, *insider trading* refere-se ao sujeito que pertence à estrutura da companhia ou recebe informações de alguém que faça parte da estrutura e a utiliza em seu benefício ou benefício alheio.

Em Portugal, o crime de abuso de informação privilegiada está previsto no artigo 378º do CVM: "[q]uem disponha de informação privilegiada (...)e a transmita a alguém fora do âmbito normal das suas funções ou, com base nessa informação, negoceie ou aconselhe alguém a negociar em valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros ou ordene a sua subscrição, aquisição, venda ou troca, directa ou indirectamente, para si ou para outrem, é punido com pena de prisão até 5 anos ou com pena de multa"[9].

No Brasill, o tipo penal de *insider trading* está previsto no art. 27-D da Lei n.º 6.385/1976: "[u]tilizar 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. 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"[10].

Em relação à tipificação no ordenamento jurídico brasileiro, verifica-se, de pronto, uma aparente contradição entre o preceito primário e o preceito secundário do tipo.

Isso porque, ao mesmo tempo em que o legislador utilizou a expressão "capaz de propiciar vantagem indevida", estabeleceu no preceito secundário a pena de multa cumulativamente com a pena de prisão, prevendo expressamente "o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime" como critério de fixação da multa.

Se o *insider* não obtiver lucro com a operação, poderá o sujeito responder pelo crime porque sua negociação foi capaz de propiciar vantagem indevida? Se sim, qual deve ser a pena de multa considerando que o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime é o critério estabelecido pelo legislador para fixação da multa?

Esse estudo mostra-se pertinente principalmente porque no caso paradigmático da primeira sentença condentória no Brasil, em 2011, essa aparente contradição entre o preceito primário e o secundário da norma — que revela, na realidade, dúvida a respeito do espírito da lei —, repercutiu no feito.

---

[9] Código dos Valores Mobiliários. Decreto Lei n.º 486/99. Disponível em <*https://data.dre.pt/eli/dec-lei/486/1999/11/13/p/dre/pt/html*> Acesso em 17 de junho de 2020.

[10] Lei n.º 6.385 de 7 de dezembro de 1976. Disponível em <*http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385 compilada.htm*> Acesso em 17 de junho de 2020.

Trata-se do *Caso Sadia*, no âmbito do qual se apurou a conduta de ex-diretores da sociedade empresária Sadia S.A e o então Superintendente de empréstimos estruturados e gestão de crédito do Banco ABN Amro Real S.A. Verificou-se que os agentes teriam utilizado informações privilegiadas a respeito da operação de fusão com a empresa Perdigão para operar ações da Sadia na Bolsa de Nova Iorque no ano de 2006[11].

A peculiaridade desse caso que interessa ao presente trabalho está no facto de que a Defesa argumentou que o acusado Luiz não havia obtido nenhum lucro concreto, tendo, na realidade, sofrido prejuízo com as operações efectuadas. Apesar disso, o referido acusado foi triplamente punido com pena de multa: no âmbito administrativo pela CVM e pela SEC, e também no âmbito penal.

Extrai-se da sentença penal condenatória o entendimento segundo o qual "o delito de utilização de informação privilegiada é formal, não exigindo a efetiva obtenção da vantagem indevida" e, para aplicação da multa prevista no preceito secundário do tipo — "multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime"—, foi feita uma média do *lucro presumido* que ele poderia ter obtido com as negociações.

Partindo dessa questão, a delimitação precisa da responsabilidade penal demanda incursão dogmática a fim de estabelecer seus fundamentos e legitimidade para a segura aplicação da punição.

A partir da *expansão do direito penal*[12] e para concretizar a efetividade do princípio da intervenção mínima, o presente trabalho tem como objetivo estabelecer os limites da tutela penal em relação ao crime de abuso de informação privilegiada por meio de uma racionalização do sistema penal, tomando por base os ordenamentos jurídico português e brasileiro e a experiência internacional a respeito da matéria.

Para tanto, o trabalho se organiza em cinco capítulos, da seguinte forma:

---

[11] BRASIL. Justiça Federal de São Paulo. Ação Penal n.º 0005123-26.2009.403.6181. Autor: Justiça Pública. Acusado: Luiz Gonzaga Murat Junior e outro. Juiz Federal Marcelo Costenaro Cavali. Disponível em <*http://www.jfsp.jus.br/foruns-federais/*> Acesso em: 15 de junho de 2020.

[12] SILVA SÁNCHEZ, Jesús-María. *La expansión del Derecho Penal – Aspectos de la política criminal em las sociedades postindustriales.*

Inicialmente, no primeiro capítulo, é feito um panorama histórico e normativo acerca da repressão ao uso de informação privilegiada, com a análise da tipificação do crime nos ordenamentos jurídicos português e brasileiro.

Após, no segundo capítulo, adota-se o funcionalismo-teleológico de Claus Roxin como referencial teórico e a proteção subsidiária de bens jurídicos enquanto função principal do Direito Penal.

No terceiro capítulo, buscamos o que efetivamente se busca proteger com a referida norma, por meio da análise das seis possibilidades de bem jurídico aventadas pela doutrina. Adota-se aqui a teoria do bem jurídico como referencial crítico e limitador do poder estatal.

Em seguida, no quarto capítulo, o estudo se volta à regulação da matéria pelo Direito Administrativo e a sua eficácia no combate ao abuso de informação privilegiada.

Com a delimitação do bem jurídico e o panorama sobre a regulação no âmbito administrativo, incursiona-se, no quinto capítulo, nos limites da tutela penal à luz da Constituição e da dogmática penal.

Por fim, é sugerida proposta de alteração legislativa para adequar o tipo penal aos princípios constitucionais.

1. EVOLUÇÃO HISTÓRICA

A regulação de comportamentos relacionados ao uso de informação privilegiada (*insider trading)* tem origem nos Estados Unidos no contexto do colapso da Bolsa de Nova Iorque em 1929[13].

Objetivando reconquistar a confiança dos investidores de mercado de capitais, o Congresso Americano editou o *Securities Act*, em 1933[14] e o *Securities Exchange Act*, em 1934[15], criando um organismo para regulamentar todos os tipos de operações de compra e venda de títulos, a *Securities and Exchange Commission* (SEC) e estabelecendo a repressão ao *insider trading* na *Section 16(b).* do referido documento SEA.[16]

Em 1948, para dar executoriedade à legislação *supra* mencionada, a SEC editou a *Rule 10b-5*, na qual consta a proibição da realização de qualquer operação em que uma das partes detenha informação que deveria ter sido divulgada, e aumentando a abrangência da regulação alcançando a regra aos administradores, terceiros vinculados, bem como qualquer pessoa física ou jurídica que possui informação em decorrência de relações próximas com a companhia.

Para Faria Costa[17], essa regra introduziu a teoria do *disclose or abstain*, segundo a qual quem estiver na posse de uma informação privilegiada deve divulgar a informação ou abster-se de negociar.

Desde então, diversas medidas foram adotadas para combater os abusos de mercado nos Estados Unidos, destacando-se a *Rule 14e-3*, de 1982, que consagrou a regra do sigilo absoluto a partir do caso *Chiarella v. United States* e o *Insider Trading and Securities Fraud*

---

[13] No entanto, José Faria Costa e Maria Elisabete Ramos ressalvam que já no século XVIII havia preocupação com os benefícios obtidos por um grupo restrito que utiliza informações reservadas para negociação. *in O crime de abuso de informação privilegiada. (insider trading). A informação enquanto problema jurídico-penal.*

[14]*Securities Act of 1933*. Disponível em <*https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1884/pdf/COMPS-1884.pdf*> Acesso em 31 de maio de 2020.

[15]*Securities Exchange Act of 1934*. Disponível em <*https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1885/pdf/COMPS-1885.pdf*> Acesso em 31 de maio de 2020.

[16] GONZALEZ CUSSAC, Jose Luis. *El abuso de información privilegiada*, ppgonza. 119 -150.

[17] COSTA e RAMOS, *Ob. Cit.*, p. 21.

Enforcement Act, assinado em 1988[18], que agravou a sanção criminal e expandiu a autoridade da SEC[19].

A partir da regulamentação destacada acima, as Cortes Americanas passaram a repreender o abuso de informação privilegiada. Cita-se à título exemplificativo os emblemáticos casos *Texas Gulf Sulphur*, de 1963 e o *Chiarella*, de 1978.

A *Gulf Sur* era uma empresa mineradora que encontrou um rico depósito de cobre, zinco e prata, em novembro 1963, em escavações próximas ao lago Ontário, no Canadá. A empresa mantece essa informação sob sigilo e somente divulgou ao mercado em abril de 1964. Foi instaurado procedimento de investigação na SEC por possível violação à regra 10b-5 do SEA porque funcionários e pessoas a eles relacionadas teriam se valido dessas informações sigilosas para adquirir ações da empresa que subiram de 18 dólares em novembro de 1963 para 30 dólares em abril de 1964[20].

Já C*hiarella* é o caso em que *Vicent Chiarella*, funcionário da gráfica financeira *Pandick Press*, foi condenado em primeira instância por violação à Regra 10b-5 do SEA. Ele teria se valido de informações sigilosas sobre ofertas pública de aquisição de empresa que obteve ao imprir documentos financeiros de sociedades para comprar ações dessas empresas. Ao adquirir as ações antes das ofertas públicas e vende-las logo após, *Chiarella* teria auferido um lucro de 30 mil dólares em apenas 14 meses.

A Suprema Corte absolveu *Chiarella* sob o argumento de que ele não estaria obrigado a abster-se de negociar porque não tinha o dever de divulgar informação e porque não guardava nenhum tipo de confiaça por nenhuma das partes. Nessa oportunidade, a Suprema Corte Americana firmou o entendimento segundo o qual o agente somente responderia pela prática de *insider trading* caso se encontrasse em uma relação fiduciária ou de confiança com a emitente dos títulos negociados e com seus acionistas[21].

---

[18]*Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act of 1988.* Disponível em <*https://www.govinfo.gov/content/pkg/STATUTE-102/pdf/STATUTE-102-Pg4677.pdf*> Acesso em 02 de junho de 2020.

[19]PROENÇA, José Marcelo Martins. *Insider Trading. Regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais*, 2005

[20] LEÃES, Luis Gastão Pais de Barros. *Mercado de Capitais e Insider Trading*. pp. 166 e ss.

[21] PROENÇA, José Marcelo Martins *Ob. Cit*, pp. 232 e ss.

Após, em 1980, entrou em vigor a *Rule 14e-3* que proibiu a negociação por parte de qualquer pessoa que possuisse informação relevante, além de regulamentar a prática do *tipping* (fornecer dicas sobre informaões ainda não divulgadas)[22].

Os tribunais americanos também construíram a *missappropriation theory* (teoria da apropriação), que ampliou a configuração do *insider trading* para agentes sem vínculo fiduciário com as sociedades emitentes.

Na Europa, sob a influência da legislação americana, alguns países passaram a criminalizar a prática do uso indevido de informação privilegiada no mercado de capitais, como é o caso da França, em 1970[23], seguida do Reino Unido em 1985[24], de Portugal em 1987[25] e da Espaha, em 1995[26].

A primeira norma regulamentadora na UE foi divulgada em 1977: o Código Europeu de Boa Conduta, que foi resultado da reunião de especialistas em integração dos mercados de capitais ocorrida em Bruxelas em 1967[27].

Mas foi somente em 1989 que o Conselho das Comunidades Europeias aprovou a Directiva 89/592/CEE[28], de 13 de novembro, obrigando os Estados-Membros a adotarem medidas de repressão às práticas de "operações de iniciados"[29], tendo definindo conceitos, identificando sujeitos e comportamentos proibidos.[30]

O artigo 8.º da referida Directiva introduziu a obrigação dos Estados-Membros de designar autoridades administrativas competentes para fiscalização e aplicação das disposições,

---

[22] PROENÇA, José Marcelo Martins.*Ob. Cit*, pp. 232 e ss.

[23]*Ordonnance n.º 70-1208.* Disponível em <*https://www.legifrance.gouv.fr/affichTexte.do?cidTexte=JORFTEXT 000000698676&categorieLien=cid*> Acesso em 02 de junho de 2020.

[24]*Company Securities (Insider Dealing) Act 1985* Disponível em <*http://www.legislation.gov.uk/ukpga/1985/8/ enacted*> Acesso em 02 de junho de 2020.

[25] Muito embora a natureza ilícita do abuso de informação estivesse presente nos artigos 449.º e 450.º do CSC de 1986, o crime de abuso de informações só foi tipificado em 1987 com a inserção do artigo 524.º ao referido diploma, por força do Decreto-Lei n.º 184/87, de 21 de abril.

[26] Artigo 285 do Código Penal Espanhol, introduzido pela Lei Orgânica 10/1995. Posteriormente, a Lei Orgânica 15/2003 alterou o código na reforma ocorrida em 2003.

[27] INIESTA, Diego José Gómez. *La utilización abusiva de información privilegiada em el mercado de valores*.

[28]Directiva 89/592/CEE. Disponível em <*https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/40a3726f-b61b-4694-a328-15fef81d8f5a/language-pt*> Acesso em 02 de junho de 2020.

[29] A terminologia do direito anglo-saxônico *insider trading* foi cunhado pelo direito francês como *délit d'initié* (delitos de iniciados ou operações de iniciados) e é assim utilizado pelo CEE.

[30] EIZIRIK, Nelson. GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais: Regime Jurídico*.

enquanto o artigo 13.º dispõe que as sanções devem ser suficientes para incitar respeito por essas disposições.

Em 28 de janeiro de 2003, foi aprovada a Directiva 2003/6/CE[31], especificamente para tratar sobre o abuso de informação privilegiada e manipulação de mercado. Depreende-se da Directiva a preocupação de um mercado financeiro *único, integrado e eficiente* e a necessidade de regulamentação da matéria para garantir o bom funcionamento dos mercados para o *crescimento económico e prosperidade*.

Foi então aprovada no âmbito do primeiro nível do sistema *Lamfalussy*, que prevê uma distinção dos diplomas normativos por níveis. Nesse primeiro nível foram estabelecidos os princípios gerais. No segundo nível, foram estabelecidas as regras para a concretização desses princípios e, por fim, no terceiro nível, as recomendações com natureza de *softlaw*[32].

A referida Directiva 2003/6/CE apresenta medidas preventivas a serem adotadas pelos agentes económicos, a saber (i) criação de "listas cinzentas" (códigos de condutas internos) e (ii) "chinese wall" (sistema de segregação de informações), e dispõe que as medidas a serem impostas pelos Estados-Membros sejam efetivas, proporcionais e dissuasivas.

Com base nas Directivas acima especificadas, Antonio J. Monroy Antón[33] considera que para ser tida como privilegiada a informação deve apresentar as seguintes carcaterísticas: (i) ser concreta; (ii) ter relação direta ou indireta com emissores de instrumentos financeiros; (iii) não pode ser pública[34]; e (iv) tem de ser capaz de influenciar a cotação do valor mobiliário.

Na América do Sul, o Brasil foi pioneiro na legislação sobre a matéria. A primeira referência ao tema aparece no art. 3.º, parágrafo X, da Lei n.º 4.728/65[35], que regulava o mercado de capitais.

---

[31]Directiva 2003/6/CE. Disponível em <*https://eur-lex.europa.eu/legalcontent/PT/TXT/?uri=CELEX%3A32003L0006*> Acesso em 17 de junho de 2020.

[32] RODRIGUES, Ricardo Alexandre Cardoso. SOARES, João André de Almeida da Luz. *A (des)informação na dianteira do profano: o crime de abuso de informação privilegiada – uma reflexão inevitável,* pp. 790-791.

[33] MONROY Antón, Antônio J., *El delito de abuso de información privilegiada en el mercado de valores,* p. 60.

[34] De acordo com a Directiva n.º 89/592/CEE, considerava-se informação pública quando o público passasse a ter conhecimento. Já a Directiva n.º 2003/6/CEE dispõe que a informação passa a ser pública no momento em que ocorre a publicação da informação.

[35] Lei n.º 4.728/65, de 14 de julho de 1965. Disponível em < *http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l4728.htm*> Acesso em 17 de junho de 2020.

Posteriormente, com a aprovação da Lei n.º 6.404, de 15 de dezembro de 1976[36] (Lei das Sociedades Anônimas), o tema ganhou maior desenvolvimento. Os artigos 155 e 157 do referido diploma legal construíram a estrutura atual da proibição do uso de informação privilegiada no Brasil[37] .

Diferentemente da regulação comunitária europeia, o Mercosul caminhou lentamente em termos legislativos para a harmonização da regulamentação do mercado de capitais, destacando-se nesse âmbito a Argentina e o Uruguai com regulações próprias sobre o uso de informação privilegiada[38].

Heloísa Estellita esclarece que em razão das limitações em sede de matéria penal, a principal via de interferência no âmbito do combate à criminalidade transfronteiriça dá-se pela cooperação policial e judicial em matéria penal, apontando para a aprovação, em 2001, do "Programa de Ação do MERCOSUL de Combate a Ilícitos no Comércio Internacional"[39].

Feito um panorama histórico acerca da regulamentação da proibição do uso de informação privilegiada, analisaremos a tipificação do crime nos ordenamentos jurídicos português e brasileiro.

1.1 A CRIMINALIZAÇÃO DO *INSIDER TRADING* NO ORDENAMENTO JURÍDICO PORTUGUÊS

Em Portugal, a regulação do comportamento ilícito do abuso de informações se deu antes mesmo das Directivas comunitárias supramencionadas, nos artigos 449.º e 450.º do CSC, publicado em 1986[40].

---

[36] Lei n.º 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Disponível em <*http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404 consol.htm*> Acesso em 02 de junho de 2020.

[37]ALONSO, Leonardo. *Crimes contra o mercado de capitais.* Dissertação de Mestrado apresentada ao Departamento de Direito Penal, Medicina Forense e Criminologia da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, sob a orientação do Prof. Renato de Mello Jorge Silveira, 2009.

[38] PROENÇA, José Marcelo Martins. *Ob. Cit.*, pp. 260 e ss.

[39] ESTELLITA, Heloísa. *Integração regional e direito penal*. pp. 186 e ss.

[40] Código das Sociedades Comerciais. Decreto Lei n.º 262, de 02 de setembro de 1986. Disponível em <*https://dre.pt/legislacao-consolidada/-/lc/34443975/view*> Acesso em 17 de junho de 2020.

Os referidos dispositivos previam sanções não penais, como a obrigação de indenizar os prejudicados "pagando-lhes quantia equivalente ao montante da vantagem patrimonial realizada".

Posteriormente, por força do Decreto-Lei n.º 184/87, de 21 de abril, que acrescentou o Título VII dedicado a *disposições penais e de mera ordenação social*, o artigo 524.º do CSC tipificou o crime de abuso de informações que neste dispositivo legal consistia em "revelar ilicitamente a outrem factos relativos à sociedade aos quais não tenha sido dada previamente publicidade, e que sejam susceptíveis de influir no valor dos títulos por ela emitidos" ou "factos relativos à fusão desta com outras sociedades (...) que sejam susceptíveis de influírem no valor dos títulos das sociedades".

Esse artigo foi revogado em 1991, pelo Decreto-Lei n.º 142-A/91, de 10 de abril[41], diploma que aprovou o CódMVM e criação da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) para, de modo profissional e autônomo, fiscalizar, supervisionar e regular os mercados primário e secundário. O crime de *abuso de informação* foi inserido no artigo 666.º do referido CódMVM.

Em 1999, por força do Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de novembro, foi publicado o vigente CVM, com a tipificação do crime de *abuso de informação* no artigo 378.º: "[q]uem disponha de informação privilegiada (...) e a transmita a alguém fora do âmbito normal das suas funções ou, com base nessa informação, negoceie ou aconselhe alguém a negociar em valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros ou ordene a sua subscrição, aquisição, venda ou troca, directa ou indirectamente, para si ou para outrem, é punido com pena de prisão até 5 anos ou com pena de multa" [42].

Importa destacar que, diferentemente do que ocorre no Brasil, o juiz pode aplicar pena de prisão ou pena de multa, alternativamente. No ordenamento brasileiro necessariamente deverá ser aplicada pena de prisão cumulada com pena de multa.

---

[41] Código do Mercado de Valores Mobiliários. Decreto Lei n.º 142-A, de 10 de abril de 1991. Disponível em < *https://data.dre.pt/eli/dec-lei/142-a/1991/04/10/p/dre/pt/html*> Acesso em 17 de junho de 2020.

[42] Código dos Valores Mobiliários. Decreto Lei n.º 486, de 13 de novembro de 1999. Disponível em < *https://data.dre.pt/eli/dec-lei/486/1999/11/13/p/dre/pt/html*> Acesso em 17 de junho de 2020.

Por fim, para transpor ao ordenamento jurídico a Directiva 2003/6/CE, foi publicada a Lei n.º 55/2005, de 18 de novembro, que *expandiu as margens de punibilidade*[43], alargando o conceito de informação privilegiada e o DL n.º 52/2006, de 15 de Março, que operou o alargamento dos sujeitos típicos punidos.

1.2 A CRIMINALIZAÇÃO DO *INSIDER TRADING* NO ORDENAMENTO JURÍDICO BRASILEIRO

No Brasil, sob a influência do modelo regulatório norte-americano, a Lei n.º 6.385/1976 criou a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) como autarquia[44] ligada ao Ministério da Fazenda com a "função de disciplinar o mercado de títulos privados - ações, debêntures e outros – sob a orientação e coordenação do Conselho Monetário Nacional[45]".

O *status* de autarquia em regime especial — ou agência reguladora — foi conferido pela Lei n,º 10.411/2002, que alterou e acresceu dispositivos à Lei n.º 6.385/1976. Referida legislação fez parte da Reforma Legislativa do Mercado de Capitais iniciada em 2001 com a edição da Lei n.º 10.303.

Destaca-se que até 1994 prevaleceu uma orientação protecionista do mercado financeiro brasileiro. Com a aprovação do *Plano Real* e com a permissão do Estado, em 1995, para venda de bancos nacionais para instituições financeiras estrangeiras, o Brasil se inseriu no contexto da mundialização dos negócios e passou a ter um mercado exposto[46].

Outro marco da Reforma do Mercado de Capitais ocorrida em 2001 foi a tipificação penal do uso de informação privilegiada que, até então, era apenas um ilícito administrativo. Foi inserida na Lei n.º 6.385/76 o artigo 27-D: "[u]tilizar informação relevante ainda não

---

[43] COSTA, José Faria, RAMOS, Maria Elisabete *O crime de abuso de informação privilegiada. (insider trading). A informação enquanto problema jurídico-penal*, p. 30.

[44] No Direito Brasileiro, autarquias são entes administrativos autônomos com personalidade jurídica de Direito Público interno, criadas por lei específica, e que têm patrimônio próprio e atribuições específicas. A definição de autarquia está no decreto Lei 200/1967. É uma forma de descentralização administrativa. Mais a esse respeito cf. MEIRELLES, Hely Lopes. *Direito Administrativo Brasileiro*.

[45] Lei n.º 6.385, de 07 de dezembro de 1976. Disponível em <*http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385 .htm*> Acesso em: 15 de junho de 2017.

[46]ALONSO, Leonardo. *Crimes contra o mercado de capitais.* pp.14-20.

divulgada ao mercado, de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo, capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiro, com valores mobiliários: Pena – reclusão, de 1 (um) a 5 (cinco) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime.".

Em 2017, a Lei n.º 13.506/2017 alterou a redação do referido tipo penal, que passou a vigorar da seguinte forma: "[u]tilizar 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. 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".

A mesma Lei inseriu no parágrafo 1º do referido tipo penal a seguinte hipótese: "Incorre na mesma pena quem repassa informação sigilosa relativa a facto relevante a que tenha tido acesso em razão de cargo ou posição que ocupe em emissor de valores mobiliários ou em razão de relação comercial, profissional ou de confiança com o emissor".

E no parágrafo 2.º foi inserida a seguinte causa de aumento: "A pena é aumentada em 1/3 (um terço) se o agente comete o crime previsto no caput deste artigo valendo-se de informação relevante de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo".

Vê-se que o legislador alargou o tipo penal ao retirar da redação original a necessidade de o agente deter o dever de manter sob sigilo a informação relevante.

O elemento que consubstanciava o *caput* do tipo penal transformou-se na causa de aumento do parágrafo 2.º do art. 27-D.

Com isso, ampliou-se o enquadramento da figura típica, possibilitando também a responsabilização penal do *insider* secundário — aquela pessoa que não possui qualquer relação com a companhia e recebe, directa ou indirectamente, informações relevantes não publicadas ao mercado.

2. REFERENCIAL TEÓRICO: ADOÇÃO DO FUNCIONALISMO-TELEOLÓGICO DE CLAUS ROXIN

Situado o panorama histórico e normativo, é preciso estabelecer o referencial teórico que dá embasamento à análise do presente trabalho.

Na segunda metade do Século XX, entendendo estar a ciência jurídica criminal supervalorizando a lógica formal em detrimento de uma valoração dedutiva dos casos concretos, Claus Roxin apresentou estudo trazendo um contraponto aos sistemas causal-naturalista e finalista que eram predominantes nos debates acadêmicos de direito penal[47].

Até então, o sistema causal-naturalista do modelo clássico Liszt-Beling-Radbruch defendia a ação humana como cerne da questão, que de maneira consciente e voluntária, por meio de uma relação de causa e efeito entre a conduta praticada e o resultado, provocava alteração física no mundo exterior[48].

Com o finalismo de Hans Welzel, a ação deixa de ser mero ato voluntário que modifica o mundo exterior e passa a ser o exercício de atividade final. Seu sistema pressupõe o conceito ontológico de ação humana como atividade humana dirigida para uma finalidade.[49]

Para Roxin, no entanto, o direito penal tem papel muito maior do que a garantia da segurança jurídica: além dessa função, deve ser assegurado também que o direito penal seja capaz de solucionar as demandas em face dos casos concretos, reconhecendo, para tanto, que problemas político-criminais constituem o conteúdo próprio também da teoria geral do delito.

Segundo o Autor, superação da dicotomia entre dogmática e política criminal, preservando as características de cada qual, ressaltam a sua relação de complementariedade.

O papel da política criminal seria o de fornecer fundamentos ao direito penal por meio de princípios que explicitariam a sua própria finalidade. E à dogmática caberia a constituição do que configura o direito então analisado.

---

[47] ROXIN, Claus. *Política Criminal e Sistema Jurídico-Penal.*
[48] VON LISZT, Franz.*Direito penal alemão.*
[49] WELZEL, Hans. *O novo sistema jurídico-penal: uma introdução à doutrina da ação finalista*, p. 27.

As finalidades políticas estabelecidas pelo legislador seriam interpretadas pelo aplicador do direito no caso concreto por meio dos princípios que desempenhariam função interpretativa, gerando harmonização entre a lógica sistemática e a correção da solução e permitindo uma aproximação da dogmática jurídico criminal com a realidade a ser regulada.

Assim, o que propõe o funcionalismo-teleológico de Claus Roxin é o afastamento do estudo excessivamente sistemático das categorias dogmáticas e dos elementos que as compõem e a aproximação com a função exercida pelo direito penal por meio de ciências como a criminologia e política criminal.

Nesse sentido, cada categoria que integra a teoria do delito — tipicidade, antijuricidade e culpabilidade — deve ser sistematizada sob uma perspectiva de político-criminal em conformidade com a proteção subsidiária de bens jurídicos enquanto função principal do direito penal[50].

Entende-se por bem jurídico "as circunstâncias reais dadas ou finalidades necessárias para uma vida segura e livre, que garanta todos os direitos humanos e civis de cada um na sociedade ou para o funcionamento de um sistema estatal que se baseia nestes objetivos"[51].

Assim, na concepção de Roxin, o bem jurídico é critério de criminalização de condutas tal qual é objecto de proteção penal. Nessa medida, é elemento essencial que justifica a atuação punitiva do Estado em situações lesivas a importantes esferas da vida privada ou coletiva. De outro lado, o bem jurídico limita a intervenção abusiva do poder público.

E são nos valores constitucionais, directa ou indirectamente, que encontramos as condutas merecedoras de tipificação penal.

Vale rememorar a lição de Luigi Ferrajoli, para quem "[o] Direito (...) não é — não deve ser, pois a razão jurídica não o permite, nem a razão moral o pretende — um instrumento de reforço da moral. O seu objetivo não é o de oferecer um braço armado à moral, ou melhor, dada a existência de várias concepções morais na sociedade, a uma determinada moral"[52].

Para que determinada conduta constitua um crime, é necessário que provoque efetiva lesão ou perigo na esfera individual ou coletiva, reduzindo ou suprimindo a liberdade ou

---

[50] ROXIN, Claus. *A proteção de bens jurídicos como função do Direito Penal*. / Claus Roxin; org. e trad. André Luís Callegari, Nereu José Giacomolli, pp. 16 e ss.
[51] *Idem*, pp. 18-19.
[52] FERRAJOLI, Luigi. *A questão do embrião entre direito e moral*, pp. 9-30.

segurança dos cidadãos e/ou limitando o adequado funcionamento do aparelho estatal cujo objetivo seja garantir liberdade e segurança.

Entende-se, portanto, que o Direito Penal não serve para apaziguar ânimos sociais ou defender ideologias, mas atua como um sistema de garantias do cidadão frente ao poder punitivo do Estado na construção de um Estado Democrático de Direito.

Fala-se, hodiernamente, em Direito Penal Constitucional, pois é na Norma Fundamental que devemos buscar os bens jurídicos relevantes que devem nortear o sistema penal. A Constituição funciona como filtro normativo dos valores sociais mais importantes da sociedade. Nas palavras de Roxin, "um conceito de bem jurídico político-criminalmente vinculado só poderá ser derivado dos deveres consubstanciados na Lei Fundamental, de nosso Estado de Direito assentado na liberdade dos indivíduos, através dos quais se estabelecem os limites ao poder punitivo do Estado"[53].

[53] ROXIN, Claus. *Ob. Cit.*

3. O QUE SE BUSCA PROTEGER COM A CRIMINALIZAÇÃO DO *INSIDER TRADING*?

Partindo da premissa de que a função essencial do Direito Penal é a proteção de bens jurídicos tal como estabelecido no capítulo anterior, tem-se que a intervenção penal somente se justifica no caso de ser insuficiente a proteção de um determinado valor social por outros ramos do Direito.

Daí porque Roxin propõe ser uma proteção *subsidiária*, ideia consagrada no carácter fragmentário do Direito Penal, consubstanciada no reconhecimento de ser a *ultima ratio*. Em razão de seu carácter gravoso capaz de restringir directamente a liberdade do indivíduo, a intervenção penal deve ser sempre excepcional.

Jorge de Figueiredo Dias estabelece o bem jurídico enquanto fronteira do direito punitivo estatal asseverando que o Direito Penal se destina a proteger bens dotados de dignidade penal, ou seja, bens cuja proteção é imprescindível em razão do relevante valor à sociedade[54].

Para pautar os limites da criminalização do *insider trading* à luz dogmática penal, extraindo qual deve ser o âmbito de atuação do direito criminal em relação à conduta de utilizar informação relevante ainda não divulgada ao mercado, justifica-se a utilização da teoria do bem jurídico.

Conforme leciona Mir Puig, além da função sistemática e de critério de medição de pena, o bem jurídica desempenha função de guia de interpretação, a fim de se verificar se determinada conduta é capaz de lesionar ou colocar em perigo o que se visa proteger. Nas palavras do referido autor, "uma vez determinado o bem jurídico protegido, a interpretação (teleológica) poderá excluir do respectivo tipo aquelas condutas que não o lesionem nem o ponham em perigo"[55]

Apesar das críticas de sua utilização no direito contemporâneo, a teoria do bem jurídico é o mais eficiente mecanismo de limitação da intervenção penal.

---

[54] DIAS, Jorge de Figueiredo. *Direito Penal Parte Geral – Tomo I – Questões Fundamentais, a Doutrina Geral do Crime*. p. 114.
[55] MIR PUIG, Santiago. *Direito Penal: Fundamentos e Teoria do Delito*. pp. 140 e ss.

O mérito da discussão sobre o bem jurídico consiste na busca de uma ideia indicativa a partir da qual pode ser imposta ao legislador a obrigação de afirmar a legitimidade da intervenção penal.

Adota-se, pois, o bem jurídico como *referencial crítico na análise da legitimidade da intervenção penal*[56], para evitar uma mera normatização da matéria.

Esse panorama é ainda mais importante para a tutela dos chamados bens jurídicos coletivos que afetam diversos sujeitos não considerados individualmente, mas na qualidade de membros de grupos de pessoas ou comunidades que se situam entre os indivíduos e o Estado[57].

Nesse sentido, não basta identificar se há um bem jurídico digno de proteção, mas se a intervenção penal é legítima para tanto. Questiona-se qual é o limite da tutela penal, ainda mais no contexto das sociedades de risco nas quais, tratando de bens supraindividuais, não raras vezes observa-se a antecipação da tutela penal com a criminalização dos âmbitos de perigo, em geral de perigo abstrato[58].

A teoria do bem jurídico também fornece subsídios para a identificação de bens jurídicos supraindividuais meramente aparentes, que podem relevar a ausência de bem jurídico ou a tutela antecipada de bens jurídicos individuais.

Como adverte Ana Elisa Bechara, "[j]ustamente por não possuírem um suporte material tangível, a análise da ofensividade dos bens jurídicos coletivos depende particularmente no grau de concretização em um contexto prepositivado, havendo de se realizar um esforço contínuo nesse sentido, a fim de evitar a tutela de meros objetivos de organização política, social ou econômica"[59]

Atentos a essas questões, analisaremos as possibilidades de bem jurídico para o crime de *insider trading* aventadas pela doutrina.

Para tanto, cumpre inicialmente identificar brevemente o *locus* em que ocorre a prática do crime: o mercado de capitais ou mercado de valores mobiliários.

---

[56] BECHARA, Ana Elisa Liberatore Silva. *Bem jurídico-penal*, p. 384.
[57] BASTOS, Celso. *A tutela dos interesses difusos no direito constitucional brasileiro*, pp. 41-42.
[58] SILVEIRA, Renato de Mello Jorge. *Direito penal supra-individual: interesses difusos* p. 41.
[59] BECHARA, Ana Elisa Liberatore Silva, *Ob. Cit.*, p.229.

Trata-se de subespécie do mercado financeiro na qual a transferência de recursos se dá directamente entre a sociedade comercial, que necessita captar dinheiro, e o investidor, que recebe uma parcela do capital social da primeira na proporção do valor investido[60.]

O mercado de capitais ganhou força a partir da Revolução Industrial, após o surgimento das sociedades comerciais e das ações no século XVII e, mais recentemente, com a expansão económica a partir do final da Segunda Guerra Mundial.

As sociedades começaram a colocar seus valores mobiliários no mercado a fim de obter recursos para o desenvolvimento de suas atividades sem ter de recorrer aos financiamentos bancários e suas altas taxas de juros. A captação de recursos junto à economia popular tornava-se, assim, uma operação mais barata a longo prazo.

O mercado de valores mobiliários é dinâmico e líquido, na medida em que os títulos adquiridos podem ser revendidos a qualquer tempo.

Há duas formas de negociação dos valoes mobiliários: no mercado primário, a sociedade emissora faz a colocação inicial dos valores mobiliários no mercado, onde os títulos são vendidos pela primeira vez e os recursos financeiros obtidos são remetidos para a sociedade comercial.

Já no chamado mercado secundário, os investidores que agora são detentores de títulos podem aliená-los para outros investidores, obtendo vantagem econômica na negociação dos valores mobiliários.

É caracterizado como *mercado de risco* na medida em que os investidores não têm qualquer garantia quanto ao retorno dos investimentos, além de o eventual retorno decorrente do resultado do empreendimento econômico da sociedade ser diluído entre os investidores.

Tem-se que a própria complexidade dos mercados de valores mobiliários no âmbito do sistema financeiro com especificidades, estruturas e características próprias dificultam a análise da tutela jurídico-penal pretendida por esse delito.

Não obstante, analisaremos as possibilidades de bem jurídico apontadas pela doutrina.

---

[60] EIZIRIK, Nelson. GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais: Regime Jurídico*, pp. 6-8.

3.1 O PATRIMÔNIO DOS INVESTIDORES

Entende-se que o patrimônio dos investidores que não detêm a informação privilegiada é afetado quando um agente utiliza informação ainda não divulgada para negociar no mercado de valores mobiliários[61.]

Isso porque a compra de títulos em razão de informações privilegiadas pode fazer subir o preço para os demais investidores que efetuariam as mesmas operações.

Como exemplo, cita-se o caso americano *Gulf Sulphur*, no qual o preço dos títulos subiu em razão da demanda elevada por aqueles que obtiveram informações privilegiadas sobre a companhia.

Esse posicionamento é majoritário no sistema norte-americano e baseia-se na quebra de um dever fiduciário dos administradores das sociedades emissoras para com os investidores.

As críticas a essa teoria residem na dificuldade em se identificar os reais prejudicados, visto que as cotações dos valores mobiliários são variáveis de acordo com a relação de oferta e demanda, bem como na dificuldade de mensurar os prejuízos decorrentes do uso de informação privilegiada, já que as cotações nem sempre são influenciadas quando uma informação relevante é divulgada.[62]

É praticamente impossível identificar um nexo causal entre a conduta praticada e o possível prejuízo dos demais investidores, mormente porque a motivação para a realização de negociações com valores mobiliários é muito variável, sendo absolutamente possível que o investidor em tese lesado pela ausência da informação realizasse a operação independentemente do outro investidor, detentor da informação utilizada, utilizá-la para negociar no mercado.

Além disso, os factores que determinam a formação do preço dos valores mobiliários são diversos e mudam com muita rapidez[63], de forma que não é possível mensurar eventual prejuízo dos demais investidores.

---

[61] NEVES, Heidi Rosa Florêncio. *Bem jurídico protegido pelo crime de insider trading*.
[62]ALONSO, Leonardo. *Crimes contra o mercado de capitais.*
[63]A título exemplificativo, CORSETTI explica a influência da política monetária nos rumos do sistema financeiro: "se as taxas de juros caírem, os investidores direcionarão seus investimentos para a bolsa de valores na busca de maior rentabilidade, aumentando a demanda de ações e, consequentemente, impulsionando a alta das cotações. Já no caminho contrário, o aumento das taxas de juros torna mais atrativa a rentabilidade da renda fixa, com baixo risco, o que leva à migração dos investimentos para esse tipo de investimento, influenciando a queda nos preços

Essas dificuldades são também decorrentes das próprias características dos mercados de capitais nos quais inexistem negociações *face-to-face*, individualizadas, tratando-se de negociações impessoais e anônimas[64].

Ademais, não se olvida que o elevado número de participantes do mercado financeiro torna o exame ainda mais complexo.

Vale dizer que a dificuldade em identificar os agentes lesados, bem como em mensurar o prejuízo sofrido é típica dos chamados bens jurídicos coletivos, que se caracterizam por serem indivisíveis entre possíveis titulares individuais[65.]

3.2 A IGUALDADE DE INFORMAÇÕES

O regular funcionamento do mercado de capitais exige eficiência de informação, ou seja, que os *players* do mercado tenham as mesmas informações para a tomada de decisões. Em razão disso, defende-se a igualdade de informações como bem jurídico tutelado no crime de *insider trading*.

Essa teoria remonta o que a doutrina e a jurisprudência estaduniedense chamam de *equal acess theory*, critério utilizado pela SEC no processo administrativo Cady, Roberts & Co. em 1961, que serviu de inspiração para o acrécimo da Regra 10-b-5 ao ordenamento jurídico dos Estados Unidos.

Passou-se a priorizar a igualdade ao acesso da infromação e a transparência como elementos centrais para uma negociação justa.

No entanto, o livre acesso à participação no mercado, por si, já aniquila esse postulado, na medida em que a desigualdade inerente dos investidores — grandes ou pequenos, com mais ou menos capacidade financeira de obter e processar informações — dificulta muito, se não impossibilita, a isonomia de informações.

---

das ações". CORSETTI, Michelangelo *Insider Trading. Informação privilegiada. O uso indevido no Mercado de Capitais*, p. 39.

[64] FERREIRA, Eduardo Paz. *A informação no Mercado de Valores Mobiliários. Direito dos Valores Mobiliários,* pp. 138-139.

[65] GRECO, Luis. *Modernização do Direito Penal, Bens Jurídicos Coletivos e Crimes de Perigo Abstrato*, pp.1-2.

As situações de assimetria informacional surgem diversas vezes nos mercados concretos em que os agentes dispõem de dados distintos sob o aspecto quantitativo e qualitativo[66].

Para Iniesta, seria utópico acreditar que todos os investidores tenham acesso às mesmas informações e que haja igualdade no mercado de capitais[67].

Prossegue o autor afirmando que é inevitável que exista disparidade no acesso às informações entre os pequenos investidores e os profissionais do sector, tais como analistas ou intermediários financeiros.

3.3 A CONFIANÇA DOS INVESTIDORES NO MERCADO DE CAPITAIS

Os defensores dessa corrente justificam que a ação praticada pelo *insider* coloca em risco a confiança no mercado de capitais porque os investidores deixam de acreditar na igualdade de acesso às informações que criam as condições de livre concorrência[68].

Nesse sentido, Faria Costa entende que a tutela penal apenas se justifica em virtude da necessidade de proteger a confiança dos investidores nos mercados mobiliários[69].

As Directivas do Conselho da UE também trouxeram a confiança dos investidores como elemento a ser protegido nas medidas repressivas reconmendadas aos Estados-Membros.

Segundo essa corrente, por saberem que a prática de *insider trading* é tipificada como crime, os investidores passariam a depositar mais confiança no mercado, enquanto que em um cenário onde a conduta não fosse criminalizada, haveria a sensação de impunidade que ensejaria um desencorajamento dos investidores no mercado de capitais.

---

[66] YAZBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais,* pp. 42-43.
[67] INIESTA, Diego José Gómez. *Ob. Cit*, pp. 250 e ss.
[68] CORROZA, Elena Íñigo. *La revelancia del fraude en los delitos de competencia en concreto: maquinaciones para elevar el precio de las cosas (art. 284 CP) y uso de información privilegiada (art. 285 CP). ¿Libertad económica o fraudes punibles? Riesgos penalmente relevantes e irrelevantes en la actividad económico-empresarial.* pp 299-300 e QUIROGA, Jacobo Lopez Barja de. *El abuso de información privilegiada,* p.1034.
[69] COSTA e RAMOS, *Ob. Cit,* pp. 35 e ss.

Por outro lado, os críticos entendem que a confiança dos investidores no mercado está, na realidade, relacionada com os efeitos gerados por uma regulação eficiente, advertindo da necessidade de separar a causa da incriminação com seus efeitos[70].

Além disso, não há qualquer comprovação de que havia descrédito no mercado de valores mobiliários antes da criminalização da conduta ou de que o mercado passou a ser mais confiável após a tipificação penal do *insider trading.*

Também vale rememorar que a tipificação penal de uma conduta para apaziguamento social não seria legítima, mas apenas atenderia a função simbólica do Direito Penal.

3.4 O INTERESSE DA COMPANHIA EMISSORA DOS VALORES MOBILIÁRIOS

A justificativa para tutelar o interesse da sociedade comercial reside no facto de que a reputação da companhia seria arranhada com a prática do uso de informação privilegiada. Também baseada no dever de lealdade do administrador, essa corrente entende que a prática causa dano à imagem societária atrelada à conduta criminalizada.

Fala-se em uma possível afetação do prestígio ou credibilidade da empresa, também denominado de *reputational harm*[71] que pode levar à prejuízos patrimoniais decorrentes da diminuição do valor de mercado do título da sociedade emissora.

Os doutrinadores também defendem que a quebra do dever de lealdade poderia causar danos materiais à companhia emissora, na medida em que a aquição de valores mobiliários antes da divulgação do facto relevante poderia afetar o preço das ações.

No entanto, parece frágil fundamentar um tipo penal no dano relacionado à imagem e à reputação de pessoa jurídica que não pode ser aferido de fato. Ademais, conquanto seja verdade que a sociedade comercial possa ser atrelada à conduta praticada com valores mobiliários por ela emitidos, a utilização de informação privilegiada para negociar referidos títulos não tem o condão de afetar o patrimônio da companhia emissora uma vez que os recursos lhe são destinados na colocação inicial dos títulos no mercado de capitais.

---

[70] HERNÁNDES SAINZ, Esther. *El abuso de información privilegiada en los mercados de valores,* p. 215.
[71] COSTA, José Faria. RAMOS, Maria Elisabete. *Ob. Cit.*, p. 36.

Além disso, esse critério visa repreender condutas já tuteladas por outros ramos do ordenamento jurídico – como o laboral, por exemplo em relação ao dever legal de segredo ou civil a respeito de possíveis danos à imagem –, e até mesmo já amparadas pelo próprio direito criminal em relação aos possíveis prejuízos patrimoniais.

Tratar-se-ia, portanto, de uma proteção reflexa, não devendo ser englobada no âmbito do bem jurídico tutelado para repressão ao uso de informação privilegiada

Nesse sentido, Monroy Antón aponta grande dificuldade em identificar o nexo causal existente entre a consuta do *insider* e o suposto prejuízo à companhia emissora. O autor cita como exemplo o administrador que toma conhecimento de informações sigilosas que envolvam outra companhia[72].

Inexiste, portanto, um dano real e efetivo aos interesses das companhias capaz de legitimar a atuação do Direito Penal .

3.5 O CORRETO FUNCIONAMENTO DO MERCADO

O *correto funcionamento do mercado* agrupa todos os aspectos importantes para garantir a incolumidade do mercado de valores mobiliários. Para essa corrente[73], qualquer distorção acarreta dano ao funcionamento do mercado, sendo, portanto, esse o bem a ser tutelado.

Além das críticas anteriores que também se aplicam a essa corrente, ressalta-se o grau de amplitude do que venha a ser *correto funcionamento do mercado,* sendo deveras impreciso, causando insegurança quanto à tutela penal.

Até mesmo porque, alguns doutrinadores defendem que ao utilizar informações privilegiadas, o agente estaria sinalizando o mercado sobre a sobrevalorização ou subvalorização de determinadas ações[74].

---

[72] MONROY, *Ob. Cit*, pp. 147 e ss.
[73] HERNÁNDEZ SAINZ, Esther. *El abuso de información privilegiada en los mercados de valores*. pp. 286-287.
[74] MANNE Henry, *Ob. Cit.*

Não haveria, portanto, lesividade em tal conduta, que poderia, inclusive, tornar o mercado mais eficiente.

Nota-se que as correntes doutrinárias que consideram como objecto de proteção a estabilidade e eficiência do mercado presumem um dano, não havendo nenhuma demonstração de como tal prática de fato seria lesiva ao correto funcionamento do mercado.

Além disso, considerar o correto funcionamento do mercado como bem jurídico protegido exigiria que o Direito Penal atuasse ante qualquer difuncionalidade do sistema do mercado de capitais[75], violando o carácter subsidiário do Direito Penal.

3.6 A FUNÇÃO PÚBLICA DA INFORMAÇÃO

Diferente entendimento possui Frederico de Lacerda da Costa Pinto[76], ao defender que o bem jurídico do *insider trading* seria "a função pública da informação enquanto justo critério de distribuição do risco do negócio no mercado de valores mobiliários"[77].

Todavia, a função pública da informação consubstancia, na realidade, um fim a ser atingido pela regulação do mercado financeiro e não um bem a ser tutelado pelo Direito Criminal.

Além disso, tem-se que a informação caracteriza o objecto material no delito em questão, isto é, a coisa sobre a qual incide a atividade criminosa no plano causal, não podendo ser confundida com o bem jurídico tutelado pela norma.

3.7 POSIÇÃO CONTRÁRIA À REPRESSÃO DO *INSIDER TRADING*

Muito embora a doutrina se dedique, majoritariamente, a identificar o bem jurídico do crime de abuso de informação privilegiada, há uma corrente doutrinária que advoga os benefícios do *insider trading*.

---

[75] INIESTA, *Ob. Cit*, p. 286.
[76] Filia-se a essa corrente de pensamento Fausto Martin De Sanctis na obra *Punibilidade no Sistema Financeiro Nacional*.
[77] PINTO, Frederico de Lacerda da Costa. *O novo regime dos crimes e contra-ordenações no Código dos Valores Mobiliários*, p. 67.

Trata-se de teoria desenvolvida originariamente por Henry Manne, em 1966[78], que foi acolhida na década de 1980 pela denominada Escola de Chicago[79], segundo a qual os *insiders* não causam danos, mas benefícios ao mercado de capitais.

Manne defende que a ação do agente que utiliza informação pivilegiada não interfere na decisão dos demais investidores que negociam seu valor de qualquer maneira, aduzindo que a prática do *insider trading* não causa prejuízos e não ocasiona vítimas.

De acordo com essa teoria, a utilização da informação privilegiada na verdade aumenta a eficiência do mercado, porque o *insider* demonstra as tendências da cotação dos valores mobiliários, permitindo que os preços das ações se ajustem rapidamente ao seu valor real e reduzindo as flutuações das cotações.

Dessa forma, a utilização de informação privilegiada proporcionaria efeitos positivos para a companhia emissora, na medida em que os lucros dos acionistas são incrementados e os preços do mercado se amoldam aos preços reais.

Com efeito, a doutrina internacional rechaçou essa corrente, defendendo a repressão ao abuso de informação privilegiada.

3.8 TOMADA DE POSIÇÃO SOBRE O BEM JURÍDICO COM DIGNIDADE CONSTITUCIONAL

Diante das possibilidades aventadas pela doutrina, e adotando o funcionalismo teleológico de Claus Roxin — segundo o qual o bem jurídico só poderá ser derivado dos deveres consubstanciados na Lei Fundamental, assentado na liberdade dos indivíduos, através dos quais se estabelecem os limites ao poder punitivo do Estado —[80], entendemos que somente o patrimônio dos investidores se apresenta como bem jurídico legítimo a ser tutelado pelo Direito Penal para repressão ao uso de informação privilegiada.

---

[78] MANNE, Henry. *Insider Trading and Stock Market*

[79] O representante maior da Escola de Chicago é o professor norte-americano Richard Posner, que enfatiza a necessidade de equalizar o custo benefício na elaboração de políticas jurídicas e aplicação de decisões judiciais. Para a Escola de Chicago, a eficiência econômica se apresenta como valor jurídico de relevo. Cf. POSNER, Richard A. *The economics of justice,* Harvard University Press, 1983; POSNER, Richard A.; PARISI, Francesco. *Economic Foundations of Private Law (An Elgar Critical Writings Reader*), 2002.

[80] ROXIN, Claus. *Ob. Cit.*

Isso porque, muito embora seja difícil identificar com precisão os investidores lesados e mensurar os prejuízos sofridos[81], o patrimônio dos investidores é o único bem cuja dignidade penal encontra amparo constitucional com vinculação a interesses individuais, qual seja, a propriedade dos investidores — e não gerais, como o desenvolvimento econômico do país.

Não ao acaso que as raízes históricas da preocupação com a prática eram patrimoniais. José Faria Costa e Maria Elisabete Ramos destacam que desde o século XVIII havia a preocupação, por um lado, com os benefícios obtidos por um grupo restrito que negociava suas ações na posse de informações reservadas e, por outro lado, com o prejuízo sofrido pelos investidores que não dispunham das mesmas informações porque referida prática provocava o "enriquecimento próprio e o empobrecimento alheio"[82].

Os demais bens jurídicos aventados pela doutrina não se afiguram legítimos por não encontrarem respaldo constitucional ou por tratarem-se de bens jurídicos aparentes que, em última instância, visam proteger o patrimônio, ainda que de forma indireta.

Fazendo um exercício de analogia, tem-se que o direito penal ambiental não existe para proteger o meio ambiente em si, como objeto autônomo e independente dos interesses humanos, mas como fatores indispensáveis à vida e à saúde humana, assim como os delitos de trânsito não têm como objetivo a celeridade e eficácia do trânsito, mas a proteção da vida e integridade do homem[83].

Como adverte Hefendehl, é necessário ter cautela com os bens jurídicos coletivos, pois muitos deles não passam de bens aparentes ou falsos, construídos a partir da soma de vários bens jurídicos individuais[84].

Assim, em razão da excessiva abstração dos interesses difusos que impede uma delimitação clara e sua utilidade como instrumento de limitação do Direito Penal, o legislador

---

[81] Destaca-se a corrente de pensamento que entende que a conduta de negociar no mercado de valores mobiliários utilizando informação privilegiada não prejudica os investidores, mas contribui para a eficiência do mercado. Nesse sentido: MANNE, Henry *lnsider trading and the stock market*.

[82] COSTA, José Faria, RAMOS, Maria Elisabete *O crime de abuso de informação privilegiada. (insider trading). A informação enquanto problema jurídico-penal*, p. 18.

[83]BOTTINI, Pierpaolo Cruz. *Ob. Cit.* p. 142.

[84] HEFENDEHL, Rolando. *La teoría del bien jurídico: fundamento de legitimación del derecho penal o juego de abalorios dogmático?*

deve agir de modo especialmente comedido em relação aos bens jurídicos coletivos para não esvaziar o princípio da *ultima ratio*[85].

Ainda que as normas protejam de maneira imediata bens jurídicos coletivos e difusos, sua última referência deve ser sempre pela preservação da dignidade humana pelos interesses individuais que a compõem.

Como destaca Alexis Couto de Brito, a adoção de um sistema que toma como único objecto de proteção a norma ou seu equivalente positivo poderia criar um vazio no fundamento de existência da lei e da pena, e faria desaparecer por completo todas as diferenças entre os ramos penal, administrativo ou civil, uma vez que todas as sanções serviriam para proteger a segurança do ordenamento[86].

A denominada *Escola de Frankfurt*[87] defende a menor intervenção estatal possível para assegurar o máximo de liberdade, de forma que os novos riscos decorrentes de novas tcenologias somente devem ser objeto de atenção penal se efetivamente lesionarem bens indispensáveis para a vida em sociedade, como a vida, a saúde e a propriedade.

Na visão de Hassemer, enquanto o Direito Administrativo deve desenvolver institutos maleáveis para minimizar os efeitos das novas técnicas de produção, o Direito Penal deve proteger o núcleo básico de direitos individuais.[88]

Nesse sentido, a utilização do Direito Penal para minimizar inseguranças da socidade de risco se afasta da sua missão original de assegurar uma escala de valores indispensáveis à vida social e se torna um instrumento de controle de problemas da sociedade atual, passando a desempenhar função meramente simbólica.

Conclui-se, portanto, que apenas o patrimônio dos investidores configura bem jurídico legítimo para a tutela penal do abuso de informação privilegiada. As demais possibilidades configuram, na realidade, subterfúgios retóricos para tentar legitimar a intervenção criminal.

---

[85] HASSEMER, Winfried. Linhas gerais de uma teoria pessoal do bem jurídico. *In*: GRECO, Luís; TÓRTIMA, Fernanda Lara (org.). *O bem jurídico como limitação do poder estatal de incriminar?* pp. 15-24.
[86] BRITO, Alexis Couto de. *Concepto y función dinâmica de La teoria del bien jurídico-penal*. p. 52.
[87] Inclue-se nesse grupo de pensadores Autores como HASSEMER, ALBRECHT, MUÑOZ CONDE, dentre outros.
[88] HASSEMER, *Derecho penal simbólico y protección de bienes jurídicos. Pena y Estado*, pp. 34 e ss.

4. REGULAÇÃO NO ÂMBITO ADMINISTRATIVO

Com o advento do Estado Social, no início do Século XX, o Estado passa a assumir obrigações de carácter positivo a fim de promover igualdade material. Houve um grande incremento na intervenção estadual na economia com assunção de atribuições antes deixadas à livre atuação dos particulares.

No entanto, razão do custo elevado e da complexidade técnica dessas atribuições de maneira direta, o Estado repassou-as aos particulares, reservando para si a tarefa de regulamentação, fiscalização e supervisão.

Daí porque o Estado Social passou a ser cunhado como Estado Regulador, modelo no qual as atividades de carácter económico são transferidas para a iniciativa privada, com a competência regulatória do Estado[89].

São criadas as agências reguladoras, entidades com personalidade jurídica própria e tecnicamente especializadas, com o estabelecimento de normas específicas para cada atividade e órgãos administrativos para resolução de conflitos e aplicações de sanções.

A regulação envolve, portanto, a atividade normativa, a fiscalizatória e a sancionadora.

4.1 A COMISSÃO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS DE PORTUGAL

A CMVM foi criada pelo DL n.º 142-A/91, de 10 de abril[90], com um grau máximo de autonomia relativamente ao Ministério das Finanças para supervisionar e fiscalizar os mercados primários e secundários de valores mobiliários.

Trata-se de um organismo especializado e profissionalizado de carácter público, dotado de personalidade jurídica, de autonomia administrativa e financeira e de patrimônio próprio, a cargo de um conselho directivo de cinco membros nomeados pelo Conselho de Ministros entre

---

[89] JUSTEN FILHO, Marçal. *Curso de Direito Administrativo*. pp. 445 e ss.

[90] Código do Mercado de Valores Mobiliários. DL n.º 142-A/91. Disponível em < *https://data.dre.pt/eli/dec-lei/142-a/1991/04/10/p/dre/pt/html*> Acesso em 17 de junho de 2020.

pessoas de reconhecida competência no domínio do mercado de capitais e de comprovada independência e idoneidade.

Extrai-se do texto legal que a criação da CMVM decorreu da articulação da desestatização e liberalização do mercado e da indispensável prevenção das irregularidades que nele possam verificar-se.

São atribuições da CMVM, dentre outras, (i) sancionar as infrações ao Código dos Valores Mobiliários e legislação complementar; (ii) assegurar a estabilidade dos mercados financeiros, contribuindo para a identificação e prevenção do risco sistémico; (iii) contribuir para o desenvolvimento dos mercados de instrumentos financeiros; e (iv) proceder à mediação de conflitos entre entidades sujeitas à sua supervisão e entre estas e os investidores[91].

As funções da CMVM são desempenhadas de modo independente com autonomia de gestao, administrativa, financeira e patrimonial, com independência orgânica, funcional e técnica. A ela são conferidos poderes de regulação, regulamentação, supervisão, fiscalização e sanção de infrações.

Estão sujeitas à supervisão da CMVM, dentre outras pessoas e entidades, os emitentes de valores mobiliários, os intermediários financeiros, as entidades gestoras de mercados, os fundos de investimento e toda e qualquer pessoa que exerça, a título profissional ou acessório, atividades relacionados com valores mobiliários.

Faz parte de suas atividades a aprovação de regulamentos, instruções, recomendações e pareceres genéricos.

Como exemplo, cita-se os "Entendimentos da CMVM sobre a divulgação de informação privilegiada por emitentes, CMVM, 2008", que compila um conjunto de entendimentos da autoridade de supervisão sobre o regime da divulgação e diferimento da informação privilegiada, além dos comportamentos a serem adotados e evitados pelos emitentes com valores mobiliários[92].

---

[91] O que é a CMVM. Disponível em < *http://www.cmvm.pt/pt/CMVM/Apresentacao/Pages/Apresentacao-o-que-e-a-CMVM.aspx*>. Acesso em 05 de agosto de 2020.

[92] Entendimentos da CMVM sobre a Divulgação de Informação Privilegiada por Emitentes - Conceitos, Linhas de Orientação, Exemplos e Condutas a Adoptar. Disponível em < *https://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/Legislacaonacional/Entendimentos/Pages/Entendimentos-da-CMVM-sobre-a-Divulga%C3%A7%C3%A3o-deInforma%C3%A7%C3%A3o-Privilegiada-por-Emitentes---Conceitos,-Linhas-de-Orienta%C3%A7%C3%A3o, Exempl.aspx?v=>* Acesso em 25 de agosto de 2020.

A CMVM supervisiona o mercado de valores mobiliários e acompanha informações sobre os factos e os agentes económicos, o que permite a identificação de operações que fogem do padrão e possibilita uma análise rigorosa sobre a questão.

Também cabe à CMVM denunciar ao MP os casos investigados que revelem fundadas suspeitas de uso ilegal de informação privilegiada.

Com a reforma do abuso de mercado de 2006, foram inseridos no âmbito de trabalho da CMVM mecanismos de prevenção do abuso de informação privilegiada, como a comunicação de transacções de dirigentes de entidades emitentes e pessoas relacionadas e a elaboração de listas de pessoas com acesso à informação privilegiada (lista de *insiders*).

Tratam-se de medidas preventivas a fim de coibir a prática da infração penal, além de subsidiar a CMVM nas investigações dos casos.

A comunicação de transacções está prevista no artigo 248.º-B do Código de Valores Mobiliários e exige que os dirigentes societários descritos no texto legal informem à CMVM, no prazo de 5 dias, sobre todas as transacções efetuadas por conta própria ou de terceiro e, ainda, as transacções efetuadas por terceiros por conta do emitente que tenham como objecto ações dessa entidade emitente.

De acordo com o n.º 2 do artigo em análise, a comunicação das transacções deve conter informações sobre a natureza da transação, a data, o local, o preço, o volume, o emitente, o instrumento financeiro que dela é objecto, o motivo da obrigação de comunicação e o número de ações.

O n.º 3 do referido artigo dispõe que para o fim da comunicação devem ser considerados como dirigentes não apenas os membros dos órgãos de administração e de fiscalização do emitente, mas também quaisquer responsáveis que possuam acesso regular à informação privilegiada e participem nas decisões de gestão e estratégia do emitente.

O regulamento da CMVM n.º 7/2007 explicitou as condições e conteúdo destes deveres de comunicação de transacções.

A violação do dever de comunicar transacções de dirigentes e pessoas com eles relacionadas constitui contra-ordenação grave (art. 389.º, n.º 3, al. c), do Código de Valores Mobiliários).

A lista de *insiders* é outro mecanismo de prevenção, previsto no art. 248.º, n.ºs 6 e 7 do Código de Valores Mobiliários, que dispõem sobre a exigência de as entidades e as pessoas que atuem em seu nome ou por conta elaborararem uma uma lista de colaboradores que, a qualquer título, tenham acesso a informação privilegiada.

O referido dispositivo legal prevê o dever de incluir nessa lista a identidade das pessoas, os motivos de sua inclusão na listagem, a data da inclusão e a necessidade de actualização rigorosa. Além disso, há o dever de informar a pessoa cujo nome é referido na lista da sua inclusão e das consequências legais decorrentes da divulgação ou utilização abusiva da informação privilegiada.

A violação de dever de elaborar a lista de insiders também configura uma contra-ordenação grave (art. 394.º, n.º 1, al i), do Código de Valores Mobiliários).

4.2 A COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS DO BRASIL

A Lei n.º 6.385/1976 criou a CVM como autarquia ligada ao Ministério da Fazenda com a *função de disciplinar o mercado de títulos privados - ações, debêntures e outros – sob a orientação e coordenação do Conselho Monetário Nacional*[93].

O *status* de autarquia em regime especial — ou agência reguladora — foi conferido pela Lei n,º 10.411/2002, que alterou e acresceu dispositivos à Lei n,º 6.385/1976.

Dessas legislações extrai-se que, muito embora haja vinculação ao Ministério da Fazenda, a CVM é dotada de autoridade administrativa independente, com autonomia financeira e orçamentária. Tal característica é fundamental para a formação de entendimentos técnicos que possam servir como orientação para os operadores de mercado.

A CVM é administrada por um Presidente e quatro Diretores, nomeados pelo Presidente da República depois de aprovados prlo Senado Federal, dentre pessoas de ilibada

[93] Lei n.º 6.385 de 7 de dezembro de 1976. Dispões sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em < *http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm*> Acesso em 10 de setembro de 2020.

reputação e reconhecida competência em matéria de mercado de capitais. Os mandatos são de cinco anos, vedada a recondução (art. 6.º da Lei n.º 6.385/1976).

Confere-se, assim, elevado nível de autonomia e técnica à diretoria da CVM, garantindo confiança aos agentes do mercado.

Compete à CVM regulamentar as matérias previstas no artigo 8.º da Lei, em observância da política definida pelo Conselho Monetário Nacional. Dentre as matérias cita-se as regras que disciplinam a emissao, distribuição, intermediação e negociação de valores mobiliários; as regras referentes à organização e funcionamento da bolsa de valores; regras de auditoria, etc.

Além da faceta normativa (artigo 8.º, inciso I, da Lei n.º 6.385/1976), compete à CVM "fiscalizar permanentemente as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários, de que trata o Art. 1º, bem como a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem, e aos valores nele negociados" (artigo 8.º, inciso III, da Lei n.º 6.385/1976).

A função fiscalizadora faz com que a CVM atue como supervisora do mercado, atuandopreventivamente, detectando os ilícitos de mercado antes que eles ocorram para orientar os agentes, e também após a materialização das condutas indevidas, aplicando sanções aos operadores de mercado.

A atuação preventiva compreende também a atividade consultiva junto aos agentes do mercado e investidores, além de consultas e estabelecimento de critérios para orientação.

A faceta sancionadora está prevista no artigo 11 da Lei n.º 6.385/1976, sendo permitido à CVM aplicar as seguintes penalidades: advertência; multa; inabilitação temporária de até vinte anos para o exercício do cargo de administrador ou de conselheiro fiscal; suspensão da autorização ou registro para as atividades; inabilitação temporária de até vinte anos para o exercício das atividades; proibição temporária de até vinte anos de praticar determinadas atividades ou operações e proibição temporária de até dez anos de atuar em modalidades de operação no mercado de valores mobiliários[94].

[94] Disposições conforme a Medida Provisória n.º 784 de 2017.

Para aplicar essas sanções, cabe à CVM instaurar processo administrativo (artigo 9.º da Lei n.º 6.385/1976) que pode ser precedido de uma investigação conduzida pela Superintendência de Processos Sancionadores.

Ademais, a CVM possui competência para atuar judicialmente como parte em processos cíveis e como *amicus curae*, ofertando pareceres e prestando esclarecimentos (artigos 1.º e 31.º da Lei n.º 7.913/1989).

Por fim, na esfera penal, cabe à CVM oficiar ao Ministério Público Federal quando apurar a ocorrência de crime (artigo 12 da Lei n.º 6.385/1976), podendo atuar como assistente de acusação.

Ao que interessa ao presente trabalho, destaca-se a atuação preventiva da CVM através do dever de informar e os deveres de lealdade e o de guardar sigilo impostos aos administradores da sociedade.

O dever de informar está previsto no artigo 157 da Lei n.º 6.404./1976, que regulamentou a constituição das sociedades anônimas no Brasil e estabeleceu parâmetros relativos à divulgação de informações ao mercado de valores mobiliários.[95]

De acordo com o referido dispositivo legal, os administradores dessas sociedades são obrigados à comunicar qualquer decisão tomada pelos órgãos de controle da companhia ou facto relevante ocorrido, capaz de alterar a decisão dos investidores em negociar os valores mobiliários emitidos por essa companhia.

Em atenção ao disposto na legislação, a CVM editou a Instrução Normativa n.º 358/02, que é hoje o documento legal referência de informação privilegiada na negociação com valores mobiliários.

São regulados pela referida instrução normativa a divulgação e o uso de informações sobre ato ou facto relevante, a divulgação de informações na negociação de valores mobiliários de emissão de companhias abertas por acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas.

[95] Lei n.º 6.404 de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em < *http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm*> Acesso em 20 de setembro de 2020.

A referida norma disciplina, ainda, os deveres e responsabilidades na divulgação de ato ou facto relevante, de que forma deve ser divulgada cada informação, o dever de guardar sigilo, as situações em que são vedadas as negociações, dentre outros.

O zelo pela divulgação da informação de modo claro e precico é tão importante que o parágrafo único do art. 6º da Instrução Normativa 358/2002 adverte que os acionistas controladores ou os administradores ficam obrigados a divulgar imediatamente o ato ou facto relevante no caso de a informação escapar ao controle ou na hipótese de ocorrer oscilação tpecnica na cotação dos valores mobiliários.

Por outro lado, o artigo 155 da Lei n.º 6.404/76 disciplina os deveres de lealdade e o de guardar sigilo impostos aos administradores da sociedade.

De acordo com o referido dispositivo legal, é vedado ao administrador aproveitar-se de oportunidade comercial de que teve conhecimento em razão de suas funções. O administrador tem o dever legal de guardar sigilo a respeito de qualquer informação ainda não divulgada ao mercado.

Além de estar impedido de negociar ações nessas circunstâncias, o administrador também está impedido de repassar essas informações relevantes a qualquer pessoa.

4.3 A EFICÁCIA DA VIA ADMINISTRATIVA NO COMBATE AO ABUSO DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA

Apesar de o mercado de capitais ser dinâmico, volátil e carcaterizado pelo anonimato dos compradores e vendedores — o que traria enormes dificuldades para o rastreamento e identificação das operações — tal anonimato é apenas aparente.

Perante às agências reguladoras (CMVM em Portugal e CVM no Brasil), todos os compradores, vendedoras, intermediários, instituições financeiras , corretoras e demais agentes do mercado devem manter um cadastro actualizado de modo a permitir sua identificação e qualificação.

Todas as operações realizadas são registradas de modo a identificar os compradores e vendedores que emitiram as ordens, o que permite ampla fiscalização dos títulos negociados a fim de rastrear comportamentos irregulares.

À título exemplificativo, cita-se o *SAI-Eagle*, sistema rastreador desenvolvido por uma empresa italiana especializada em ilícitos no mercado de capitais, que é amplamente utilizado nos mercados europeus e também no brasileiro[96].

Essa ferramente permite o rastreamento de um número imenso de informações, possibilitando o cruzamento de informações com notícias de factos relevantes e as ordens de compra e venda de títulos.

O implemento de tecnologia para fiscalização e repressão garante efetividade ao sistema pelos órgãos administrativos especializados.

O Núcleo de Estudos em Mercados e Investimentos da Fundação Getúlio Vargas de Direito de São Paulo publicou importante pesquisa sobre o uso de informação ainda não disponível no mercado brasileiro[97]. Ao presente trabalho interessam os dados referentes ao combate do abuso de na via administrativa.

O estudo mostrou que, no período de 1978 a 1999, foram instaurados 29 (vinte e nove) inquéritos administrativos para apurar a prática de *insider trading*, tendo sido 10 (dez) arquivados e 19 (dezenove) julgados. Desses 19 (dezenove) casos julgados, 23(vinte e três) indiciados foram punidos e 19 (dezenove) foram absolvidos.

Já entre os anos de 2002 e 2015, a CVM julgou 50 (cinquenta) casos envolvendo o ilícito de *insider trading*, sendo que em 22 (vinte e dois) casos todos os indiciados foram absolvidos, em 14 (quatorze) processos houve indiciados absolvidos e condenados e em outros 14 (quatorze) todos indiciados foram condenados. Dos 59 (cinquenta e nove) indiciados punidos nesse período, 52 (cinquenta e dois) foram multados, 5 (cinco) advertidos e 2 (dois) inabilitados temporariamente, de forma que dentre as possibilidades trazidas pela lei, as multas representam mais de 88% do total das punições aplicadas.

Ainda tratando do período de 2002 a 2015, dos 82 (oitenta e dois) indiciados (absolvidos e condenados), 59 (cinquenta nove), que correspondem a 71%, obtiveram lucro ou

[96] MACIEL, Karina Teresa da Silva, MARTIN, Antônio. *Efetividade da repressão ao insider trading*.
[97] PRADO, Viviane Muller *Insider trading: normas, instituições e mecanismos de combate no Brasil*.

evitaram sofrer prejuízo no valor de até R$ 500.000,00 (quinhentos mil reais). As operações de lucro e prejuízo acima de R$ 1.000.000,00 (um milhão de reais) representam apenas 12,1% — dez indiciados —, dos quais apenas 3 (três) indiciados foram punidos.

Um dado importante coletado na referida pesquisa realizada pela FGV é que de todas as punições aplicadas pela CVM no período de 2003-2015, o CRSFN (Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional) reformou apenas 4 (quatro) decisões da CVM e em 3 (três) casos houve manutenção das penalidades para alguns indiciados e reforma para outros, de forma que todos as outras 19 (dezenove) decisões da CVM foram mantidas.

Desses 7 (sete) casos reformados integral ou parcialmente, em 3 (três) foram reduzidos o tempo de inabilitação e multa aplicados, em 1 (um) caso houve conversão de multa em advertência, em 2 (dois) casos houve conversões de multa em absolvição e em apenas 1 (um) caso uma absolvição foi convertida em multa.

Além dos processos administrativos sancionadores, o estudo mostrou que os termos de compromisso aparecem como importante instrumento no combate à prática de *insider trading.*

Implementados a partir de 1997, houve a aceitação de 63 (sessenta e três) termos de compromisso no período de 2004 a 2015, tendo sido apurado que as multas aplicadas são, em média, de duas vezes o valor da vantagem obtida, se assemelhando bastante às punições aplicadas nos processos administrativos.

Vê-se, portanto, que há regulação exaustiva e efetiva pela CVM, que atua de forma regular na fiscalização e aplicação de sanções àqueles que negociam utilizado informação privilegiada, bem como e que as sanções aplicadas pela CVM são assertivas, tendo em vista o baixo número de decisões reformadas.

5. LIMITE DA TUTELA PENAL: OBTENÇÃO DE VANTAGEM INDEVIDA

Uma vez identificado que o bem jurídico legítimo a ser tutelado pelo Direito Penal na criminalização do *insider trading* é o patrimônio dos investidores, bem como que a via administrativa regula a questão através de mecanismos de prevenção e aplicação de sanções, questiona-se os limites de atuação do Direito Penal.

Isso porque, o princípio da subsidiariedade, ou da intervenção mínima, estabelece que "o Direito Penal só deve atuar na defesa dos bens jurídicos imprescindíveis à coexistência pacífica dos homens e que não podem ser eficazmente protegidos de forma menos gravosa"[98].

De acordo com o princípio da fragmentariedade do Direito Penal, corolário da subsidiariedade, apenas as ações ou omissões mais graves endereçadas contra bens valiosos podem ser objecto de criminalização. Ou seja, o Direito Penal deve incidir apenas sobre frações da desordem social que justifiquem sua intervenção gravosa, punindo-se apenas os comportamentos especialmente graves em relação ao bem jurídico digno de proteção penal.

Guilherme de Souza Nucci esclarece que se o Direito Penal fosse a primeira opção do legislador para composição de conflitos "estar-se-ia vulgarizando a força estatal", e afirma que o eficiente equilíbrio entre *liberdade* e *punição estatal*, a partir da razoabilidade e da proporcionalidade, constitui "o demonstrativo eficaz de que se cultua e respeita o Estado Democrático de Direito"[99].

As fronteiras de autorização de intervenção jurídico penal devem resultar de uma função social do Direito Penal, consistente em "garantir a seus cidadãos uma existência pacífica, livre e socialmente segura, sempre e quando estas metas não possam ser alcançadas com outras medidas político-sociais que afetem em menor medida a liberdade dos cidadãos"[100].

Para criar tipos penais, o legislador deve observar os princípios da subsidiariedade, da fragmentariedade, bem como da proporcionalidade. Se determinada conduta ofende um bem jurídico com dignidade constitucional, deve o legislador avaliar com cautela as opções

---

[98] PRADO, Luiz Regis. *Curso de Direito Penal Brasileiro: parte geral: artigos. 1.º a 120.º*, pp. 119-120.
[99] NUCCI, Guilherme de Souza. *Princípios Constitucionais Penais e Processuais Penais*, p. 191.
[100] ROXIN, Claus. *A proteção de bens jurídicos como função do Direito Penal*. p. 16.

existentes para proteção desse bem. Somente em último caso, se nem as medidas cíveis nem as sanções administrativas forem suficientes para proteger o referido bem jurídico, é que poderá o legislador se valer do direito criminal.

Nesse sentido, tem especial relevância o princípio da lesividade, segundo o qual somente são passíveis de punição por parte do Estado as condutas que efetivamente lesionem um bem jurídico protegido.

Faria Costa aponta três níveis de lesividade, a saber i) dano ao bem jurídico propriamente dito; ii) colocação do bem em perigo concreto e iii) um cuidado de perigo vinculado à proteção de um bem jurídico com dignidade penal — onde situam-se os crimes de perigo abstrato[101].

Os delitos que se encontram nessa categoria estabelecem a punição de condutas considerar perigosas *per se*, sem a necessidade de configuração de real perigo ao bem jurídico tutelado.

Nesse sentido, Schünemann sustenta que os delitos de perigo abstrato são utilizados pelo Estado intevencionista como *mero simbolismo*, a fim de suavizar inseguranças e o medo da sociedade mordena do risco através de precárias soluções aparentes[102].

Isso porque, não raras vezes, no expansionismo do Direito Penal Econômico, a denominada *sociedade de risco* é utilizada para tentar justificar a antecipação da tutela do bem jurídico.

Figueiredo Dias, por outro lado, defende que a sociedade sempre foi de "risco", não havendo razão para proteção antecipada dos bens jurídicos. Para o autor, não cabe ao Direito Penal uma função promocional que o transforme de direito de proteção de direitos fundamentais, individuais e coletivos em instrumento de governo da sociedade[103].

O populismo punitivo, representado pela ampliação exacerbada da legilação penal e do endurecimento das penas para atender o clamor social deve ser combatido. Não devemos

---

[101] COSTA, José de Faria. *O perigo em direito penal :contributo para a sua fundamentação e compreensão dogmáticas*.
[102] SCHÜNEMANN, Bernd: *Estudos de direito penal, direito processual penal e filosofia do direito*.
[103] DIAS, Jorge de Figueiredo. *Breves Considerações sobre o Fundamento, o Sentido e a Aplicação das Penas em Direito Penal Econômico*.

regredir nas duras conquistas da humanidade e nos esquecer do Direito Penal como mecanismo de proteção do indíviduo contra o arbítrio estatal.

Assim, à luz dos princípios limitadores da intervenção penal e do bem jurídico com dignidade constitucional delineado como o patrimônio dos investidores, entendemos que a tutela criminal para a conduta de utilizar informação privilegiada para negociar no mercado de valores mobiliários deve ser restrita às condutas mais graves.

Nesse sentido, muito embora a redação do tipo penal no Brasil utilize a expressão *capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida*, do que se extrai ser o crime formal, cuja consumação se dá independentemente da obtenção de lucro com as operações, propõe-se uma alteração legislativa para adequar o tipo penal às hipóteses nas quais o agente obtém de facto uma vantagem econômica, situação na qual o patrimônio dos investidores restaria lesado.

As demais operações proibidas, mas das quais não se tenha obtido vantagem indevida, continuariam a ser reguladas pela via administrativa que, como já visto, é eficaz.

A legislação portuguesa retirou do tipo vigente o requisito *procurar tirar proveito* que se encontrava no artigo 666.º do CódMVM e, nas palavras de Costa Pinto, recorreu a elementos subjetivos especiais "de forma exagerada"[104]. A crítica feita refere-se ao facto de que o legislador utilizou técnicas de transposição de crimes patrimoniais em crimes que não são especificamente de natureza econômica[105].

Divergindo dessa posição, entendemos, como já visto, que o único bem jurídico que legitima a interferência do Direito Penal na matéria é o patrimônio dos investidores, de forma que o equívoco não estaria na técnica de transposição de crimes patrimoniais, mas na extrapolação da tutela penal, que deveria se restringir aos casos de maior gravidade, entendidos como os que o agente obtém vantagem indevida.

---

[104] PINTO, Frederico de Lacerda da Costa. *O Novo Regime dos Crimes e Contra-Ordenações no Código dos Valores Mobiliários*, pp. 42 e ss.

[105] Nas palavras de Costa Pinto, "[e]sta assimilação é, em minha opinião, incorreta, pois nos crimes de apropriação patrimonial são aceitáveis os elementos subjetivos especiais dirigidos à obtenção de proveitos económicos porque isso está em harmonia com o bem jurídico protegido por esses tipos incriminadores (a propriedade ou o patrimônio)".

Não se questiona no presente trabalho se a existência de outros ramos do direito que disciplinam a matéria consubstanciam-se em óbice à atuação do Direito Penal. Mas, na esteira do entendimento de Daniel Entrena Ruiz[106], considerando que apenas as condutas mais graves devem ser objecto de tutela penal, defini-las como aquelas em que o agente obtém vantagem indevida.

A legislação espanhola traz luz à questão: a utilização de informação privilegiada foi tipificada como crime no ordenamento espanhol em 1995, tendo o legislador estabelecido como limite autorizador da intervenção penal o benefício econômico ou prejuízo correspondente a seiscentos mil euros[107]. As demais condutas proibidas que não atinjam esse patamar patrimonial são reguladas pela via administrativa.

Para Zapatero, a imposição desse limite tem a finalidade de reservar ao Direito Penal apenas os casos mais graves de abuso de informação privilegiada[108].

A Suíça caminhou no mesmo sentido. Para configurar o delito de informação privilegiada, previsto no artigo 161 do Código Penal Suiço, é necessário que ocorra a obtenção de vantagem indevida[109].

Propõe-se, portanto, uma nova redação do tipo penal: "[o]bter vantagem indevida, para si ou para outrem, mediante a utilização de informação relevante ainda não divulgada ao mercado, de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo, em negociação com valores mobiliários em nome próprio ou de terceiro".

---

[106] ENTRENA RUIZ, Daniel. *El empleo de información privilegiada en el mercado de valores: un estudio de su régimen administrativo sancionador*, p. 405.

[107] Código Penal Espanhol de 1995. "Artículo 285.1 – Quien de forma directa o por persona interpuesta usare de alguna información relevante para a la cotización de cualquier clase de valores o instrumentos negociados en algún mercado organizado, oficial o reconocido, a la que haya tenido acceso reservado con ocasión del ejercicio de su actividad profesional o empresarial, o la suministrare obteniendo para sí o para un tercero un beneficio económico superior a 600.000 euros o causando uno prejuicio de idéntica cantidad, será castigado con la pena de prisión de uno a cuatro años, multa de tanto al triplo del beneficio obtenido o favorecido e inhabilitación especial para el ejercicio de la profesión o actividad de dos a cinco años." Disponível em < *https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-1995-25444*> Acesso em 28 de junho de 2020.

[108] ZAPATERO, Luis Arroyo. *El abuso de información privilegiada em el Derecho Español.* Jornadas em honor del professor Klaus Tiedmann. Boletim Oficial del Estado. Disponível em <*https://www.cienciaspenales.net*> Acesso em 02 de novembro de 2020.

[109] Nesse sentido, cita-se Antonio J. Monroy Antón: "El hecho necessário para que se produzca el delito es que el iniciado obtenga, para sí o para um terceiro, um benefício económico, mediante el uso de información reservada. Coincide, por tanto, com la legislación espanhola, al no penalizar em principio aquéllas conductas que no tengan repercussión patrimonial, lo cual es significativos a efectos de determinar el bien jurídico a pesar de que, como se há señalado, la própria doctrina y jurisprudência se muestren em contra do ello". MONROY, *Ob. Cit.*, p. 124.

Com isso, seria afastada a aplicação automática de incidência do âmbito penal para qualquer infração às normas administrativas que regulam as negociações no mercado de capitais, limitando a intervenção penal aos casos em que o agente obtém vantagem indevida ao negociar no mercado de valores mobiliários.

CONCLUSÃO

A conduta de utilizar informação privilegiada para negociar no mercado de valores mobiliários foi criminalizada a partir da segunda metade do Século XX, como resultado da expansão do Direito Penal Moderno e das demandas da denominada *sociedade de risco*.

Nesse contexto, foi alargado o rol de bens jurídicos que seriam merecedores de proteção, com a criação de diversos tipos penais que não protegem lesões efetivas, mas de perigo, numa antecipação da proibição penal.

Com o desenvolvimento do mercado de capitais, criminalizou-se a prática chamada de *insider trading*, consistente na utilização de informação relevante ainda não divulgada em negociação no mercado de valores mobiliários.

Em Portugal, o crime de abuso de informação privilegiada está hoje previsto no artigo 378.º do Código dos Valores Mobiliários: "[q]uem disponha de informação privilegiada (...)e a transmita a alguém fora do âmbito normal das suas funções ou, com base nessa informação, negoceie ou aconselhe alguém a negociar em valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros ou ordene a sua subscrição, aquisição, venda ou troca, directa ou indirectamente, para si ou para outrem, é punido com pena de prisão até 5 anos ou com pena de multa"[110].

No Brasil, o tipo penal de *insider trading* foi inserido no art. 27-D da Lei n.º 6.385/1976: "[u]tilizar 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. 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"[111].

Partindo da análise do tipo penal inserido no ordenamento brasileiro, verificou-se uma aparente contradição entre o preceito primário e o preceito secundário do tipo.

---

[110] Código dos Valores Mobiliários. Decreto Lei n.º 486/99. Disponível em <*https://data.dre.pt/eli/dec-lei/486/1999/11/13/p/dre/pt/html*> Acesso em 17 de junho de 2020.

[111] Lei n.º 6.385 de 7 de dezembro de 1976. Disponível em <*http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385 compilada.htm*> Acesso em 17 de junho de 2020.

Isso porque, ao mesmo tempo em que o legislador utilizou a expressão “capaz de propiciar vantagem indevida”, estabeleceu no preceito secundário a pena de multa cumulativamente com a pena de prisão, prevendo expressamente “o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime” como critério de fixação da multa.

Partindo dessa questão, incursionou-se na dogmática penal para identificar os limites da tutela penal em relação à repressão ao uso de informação privilegiada.

Para tanto, adotou-se ofuncionalismo-teleológico de Claus Roxin como referencial teórico e a proteção subsidiária de bens jurídicos enquanto função principal do Direito Penal.

A utilização da teoria do bem jurídico é utilizada como importante fator de limite à expansão do Direito Penal na socidade de risco para evitar a construção de tipos penais com efeitos meramente simbólicos ou apenas de reforço das normas administrativas.

Estabelecidas as premissas teóricas, analisámos as seis possibilidades de bem jurídico aventadas pela doutrina, quais sejam: *i)* o patrimônio dos investidores; *ii)* a igualdade de informações, *iii*) a confiança dos investidores no mercado de capitais*; iv)* o interesse da companhia emissora dos valores mobiliários; *v)* o correto funcionamento do mercado e *vi)* a função pública da informação. Além disso, pontuou-se a posição doutrinária contrária à repressão ao uso de informação privilegiada.

Concluímos que somente o patrimônio dos investidores é bem legítimo a ser tutelado pelo Direito Penal porquanto é o único bem cuja dignidade penal encontra amparo constitucional com vinculação a interesses individuais. A excessiva abstração dos interesses supraindividuais impede a delimitação clara do bem jurídico e, consequentemente, sua utilidade como instrumento limitante do Direito Penal e da força estatal.

Depois, analisámos a regulação no âmbito administrativo pela Comissão do Mercado de Valores Mobiliários de Portugal e pela Comissão de Valores Mobiliários no Brasil e concluímos pela eficácia da regulação pela normatização, prevenção, fisclização e aplicação de sanções assertivas.

Por fim, à luz dos princípios da subsidiariedade, fragmentariedade e proporcionalidade, identificámos que a tutela penal deve ser limitada aos casos mais graves, consubstanciados naqueles em que o agente obtém vantagem indevida com as negociações, nos quais há lesão — ainda que abstrata — ao patrimônio dos investidores.

Muito embora alguns doutrinadores justifiquem a intervenção do Direito Penal no mercado de capitais "tendo em conta a inoperatividade de sanções civis quando referidas a transações efetuadas em mercados anônimos e a insuficiência da disciplina não penal para combater as condutas próprias do *insider trading"*[112], o presente trabalho demonstrou que a regulação no âmbito administrativo é eficaz na fiscalização de condutas ilícitas no mercado de valores mobiliários, uma vez que as operações não são anônimas para as agências reguladoras que, ademais, dispõe de tecnologia para confrontar as operações.

Além disso, não cabe ao Direito Penal a função de apaziguar o clamor social, devendo se limitar à proteção de bens jurídicos que devem ser norteados pela Norma Fundamental do Estado Democrático de Direito.

Por essas razões, entendemos que se justifica uma reforma legislativa para diferenciar as hipóteses de incidência do tipo penal e das infrações administrativas, na esteira das legislações Espanhola e Suíça.

Propõe-se uma nova redação do tipo penal: "[o]bter vantagem indevida, para si ou para outrem, mediante a utilização de informação relevante ainda não divulgada ao mercado, de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo, em negociação com valores mobiliários em nome próprio ou de terceiro".

Com isso, seria afastada a aplicação automática de incidência do âmbito penal para qualquer infração às normas administrativas que regulam as negociações no mercado de capitais, limitando a intervenção penal à tutela do patrimônio dos investidores.

Não se deve confundir descriminalização com legitimação da conduta. Excluir a incidência de norma penal do abuso de informação privilegiada em condutas em que o agente não obtém vantagem indevida não significa declarar as referidas condutas como lícitas, justas ou moralmente elogiáveis.

No modelo proposto, ao Direito Administrativo caberia a regulação ampla da matéria, inclusive com aplicação de punição a todos os agentes que desrespeitem as regras do mercado de capitais, enquanto o Direito Penal se restringiria a tutelar os casos em que o agente obtém vantagem indevida a partir das negociações irregulares.

---

[112] PROENÇA, José Marcelo Martins. *Ob. Cit.* p. 312.

BIBLIOGRAFIA:

AGUILLAR, Fernando Herren. *Direito Econômico: do direito nacional ao direito supranacional.* São Paulo: Atlas, 2006.

ALBRECHT, Peter-Alexis. *Criminologia: uma fundamentação para o direito penal.* trad. Juarez Cirino dos Santos; Helena Schiessi Cardoso. Curitiba: ICPC; Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2010.

ALONSO, Leonardo. *Crimes contra o mercado de capitais.* Dissertação de Mestrado apresentada ao Departamento de Direito Penal, Medicina Forense e Criminologia da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, sob a orientação do Prof. Renato de Mello Jorge Silveira, 2009.

BARJA DE QUIROGA, Jacobo López. *El abuso de información privilegiada.* In: BACIGALUPO, Enrique (dri). *Curso de derecho penal económico.* Madrid-Barcelona: Marcial Pons, 1998.

BASTOS, Celso. *A tutela dos interesses difusos no direito constitucional brasileiro*. Revista de Processo, São Paulo: Revista dos Tribunais, ano 6, n. 23, jul./set., 1981.

BECHARA, Ana Elisa Liberatore Silva. *Bem jurídico-penal.* São Paulo: Quartier Latin, janeiro de 2014.

_____. Critérios político-criminais da intervenção penal no âmbito econômico: uma lógica equivocada. In: FRANCO, Alberto Silva; LIRA, Rafael. (Coord.) *Direito penal econômico. Questões atuais.* São Paulo: Ed. RT, 2011.

BECK, Urlich. *La sociedad del riesgo. Hacia una nueva modernidad.* Barcelona. Ed. Paidós, 1998.

BITENCOURT, CEZAR ROBERTO; BREDA, Juliano. *Crimes contra o sistema financeiro nacional & contra o mercado de capitais.* 2ª ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2011.

BOTTINI, Pierpaolo Cruz. *Crimes de perigo abstrato e princípio da precaução na sociedade de risco*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2007.

BRITO, Alexis Couto de. *Concepto y función dinâmica de La teoria del bien jurídico-penal*. In: Revista Penal México, n.º 6, marzo-agosto de 2014.

CAVALI, Marcelo Costenaro. *Fundamento e limites da repressão penal da manipulação do mercado de capitais: uma análise a partir do bem jurídico da capacidade funcional alocativa do mercado.* 2017. 352 f Tese (Doutorado em Direito Penal) - – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo.

CORROZA, Elena Íñigo. *La revelancia del fraude en los delitos de competencia en concreto: maquinaciones para elevar el precio de las cosas (art. 284 CP) y uso de información privilegiada (art. 285 CP). ¿Libertad económica o fraudes punibles? Riesgos penalmente relevantes e irrelevantes en la actividad económico-empresarial.* Jesús-María Silva Sanchez (director). Madrid: Marcial Pons, Ediciones Jurídicas Y Sociales S.A., 2003
CORSETTI, Michelangelo. *Insider Trading. Informação privilegiada. O uso indevido no Mercado de Capitais.* Curitiba: Juruá Editora, 2013.

COSTA, José Francisco de Faria. *Noções Fundamentais de Direito Penal (*Fragmenta iuris poenalis*)*. 2ªed., Coimbra: Coimbra Editora, 2009.

_____. *O perigo em direito penal :contributo para a sua fundamentação e compreensão dogmáticas*. Coimbra, Coimbra Editora, 1992.

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

DIAS, Jorge de Figueiredo. *Direito Penal Parte Geral – Tomo I – Questões Fundamentais, a doutrina geral do Crime*. 2. ed. Portuguesa, 1. ed. Brasileira. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2007.

_____.*Breves Considerações sobre o Fundamento, o Sentido e a Aplicação das Penas em Direito Penal Econômico.* Direito Penal Especial, Processual Penal e Direitos Fundamentais. Visão Luso-Brasileira. COSTA, José Faria, SILVA, Marco Antônio Marques (coords.). São Paulo: Quartier Latin do Brasil, 2006.

_____. *Um contributo para a reforma do direito penal econômico. Para uma dogmática do direito penal secundário social português.* In:Direito penal secundário: estudos sobre crimes econômicos, ambientais, informáticos e outras questões. Coord. Fábio Roberto d´Ávila, Paulo Vinícius Spordeler de Souza. Coimbra: Coimbra Editora, 2006.

EIZIRIK, Nelson. GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais: Regime Jurídico*. 2ª ed. Renovar, 2008.

ENTRENA RUIZ, Daniel. *El empleo de información privilegiada en el mercado de valores: un estudio de su régimen administrativo sancionador*. Navarra: Editorial Arazandi, 2006.

ESTELLITA, Heloísa. *Integração regional e direito penal*. Tese de doutorado apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo em 2004.

FERRAJOLI, Luigi. *A questão do embrião entre direito e moral*. Trad. Eduardo Maia Costa. Revista do Ministério Público n.º 94. Lisboa: SMMP, abr-jun. 2003.

FERREIRA, Eduardo Paz. *A informação no Mercado de Valores Mobiliários. Direito dos Valores Mobiliários.* Coimbra, vol. 3, 2001.

FERREIRA, Renata Rodrigues Abreu, *Insider Trading: A Repressão Penal do Uso de Informação Privilegiada no Mercado de Valores Mobiliários*, Dissertação de Mestrado na Área de Especialização em Ciências Jurídico-Criminais, apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, sob a orientação do Prof. Doutor José Faria Costa, Setembro, 2014.

GUTIERREZ, José Zamyr Vega. *El delito de uso de información privilegiada em el mercado de valores, especialmente em Derecho Penal Español (Artigo 285 CP)* Alcalá de Henares, 2010. Tese de Doutorado defendida na Faculdade de Direito de Alcalá (Espanha) sob a orientação do Prof. Diego-Manuel Luzón Peña.
GOMES. Mariângela Gama de Magalhães: *O princípio da proporcionalidade no direito penal.* São Paulo: Revista dos Tribunais, 2003.

GONZALEZ CUSSAC, Jose Luis. *El abuso de información privilegiada. In* Cuadernos de Política Criminal, n°. 37, 1989, Edersa: Madrid.

GRECO, Luis. *Modernização do Direito Penal, Bens Jurídicos Coletivos e Crimes de Perigo Abstrato.* Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2011.

_____; TÓRTIMA, Fernanda Lara (org.). *O bem jurídico como limitação do poder estatal de incriminar?* Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2011.

HASSEMER, *Derecho penal simbólico y protección de bienes jurídicos. Pena y Estado,* Barcelona, fasc. 1, 1991.

_____; BITENCOURT, Cezar Roberto (trad.). *Perspectivas de uma moderna política criminal.* Revista Brasileira de Ciências Criminais, São Paulo, v. 2, n.º8, pp. 41-51, out/dez 1994.

HEFENDEHL, Roland (Ed.). *La teoría del bien jurídico: fundamento de legitimación del derecho penal o juego de abalorios dogmático?* Madrid: Marcial Pons, 2007.

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

INIESTA, Diego José Gómez. *La utilización abusiva de información privilegiada em el mercado de valores*. Madri: McGraw-Hill. 1997.

JAKOBS, Günther; POLAINO NAVARRETE, Miguel. *Bien jurídico, vigência de la norma y daño social*. Lima, Ara, 2010.

JUSTEN FILHO, Marçal. Curso de Direito Administrativo. São Paulo: Saraiva, 2005.

LEÃES, Luis Gastão Pais de Barros. *Mercado de Capitais e Insider Trading*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1982.

MACIEL, Karina Teresa da Silva, MARTIN, Antônio. *Efetividade da repressão ao insider trading*. Revista A Barriguda, pp. 48-73, Campina Grande, 2016.

MACHADO, Marta Rodriguez de Asiss. *Sociedade de risco e direito penal: uma avaliação de novas tendências politico-criminais.* São Paulo, IBCCRIM, 2005.

MANNE, Henry G. *lnsider trading and the stock market*. ln:MCCHESNSY, Fred S. 711 e collected works of Henry G. Manne. Indianapolis: Liberty Fund, 2009. vol. 2.

MEIRELLES, Hely Lopes. *Direito Administrativo Brasileiro*. 28ª ed. São Paulo: Malheiros, 2002.

MIR PUIG, Santiago. *Direito Penal: Fundamentos e Teoria do Delito* (tradução de Cláudia Viana Garcia e José Carlos Nobre Porciúncula Neto). São Paulo: RT. 2007.

MONROY Antón, Antônio J. *El delito de abuso de información privilegiada en el mercado de valores.* Madrid: DIJUSA, 2006.

MUÑOZ CONDE, Francisco. *Edmund Mezger y el derecho penal de su tiempo: las orígenes ideológicas de la polémica entre causalismo y finalismo.* 2. Ed. Valencia: Tirant no Blanch, 2001.

MUSSNICH, Francisco Antunes Maciel. *O insider trading no Direito Brasileiro***.** São Paulo: Saraiva, 2017.

NEVES, Heidi Rosa Florêncio. *Direito Administrativo Sancionador e o Crime de* Insider Trading. 2013. Tese (Mestrado em Direito Penal) - Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo.

_____, *Bem jurídico protegido pelo crime de* insider trading. Boletim IBCCRIM n.º 252 de novembro de 2013.

NUCCI, Guilherme de Souza. *Princípios Constitucionais Penais e Processuais Penais.* 2ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2012.

PINTO, Frederico de Lacerda da Costa. *O Novo Regime dos Crimes e Contra-Ordenações no Código dos Valores Mobiliários*. Coimbra: Livraria Almedina, 2000.

PRADO, Luiz Regis. *Curso de Direito Penal Brasileiro: parte geral: artigos. 1º a 120º.* 3ª. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2002.

_____. *Bem jurídico-penal e constitucional.* 4. ed. revista, atualizada e ampliada. São Paulo: Ed. RT, 2009.

PRADO, Viviane Muller *Insider trading: normas, instituições e mecanismos de combate no Brasil*/ Viviane Muller Prado, Nora Rachman, Renato Vilela. – São Paulo: FGV Direito SP, 2016.

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

QUIROGA, Jacobo Lopez Barja de. *El abuso de información privilegiada*. In: Derecho penal económico. Enrique Bacigalupo (director), 1. ed., Buenos Aires: Hammurabi, 2004.

RAPOSO, Guilherme Guedes. *Teoria do bem jurídico e estrutura do delito. Uma reflexão sobre a legitimidade da antecipação da tutela penal como meio de proteção de bens jurídicos na sociedade contemporânea*. Porto Alegre: Editora Nuria Fabris, 2011.

REALE JÚNIOR, Miguel. *Ilícito administrativo e* jus puniendi *geral.* In: *Direito penal contemporâneo. Estudos em homenagem ao Professor José Cerezo Mir*. São Paulo: Ed. RT, 2007.

RODRIGUES, Ricardo Alexandre Cardoso. SOARES, João André de Almeida da Luz. *A (des)informação na dianteira do profano: o crime de abuso de informação privilegiada – uma reflexão inevitável.* Lisboa: Separata da Revista da Ordem dos Advogados Ano 75, III/IV, 2015.

ROXIN, Claus. *Política Criminal e Sistema Jurídico-Penal*. Tradução Luís Greco. Rio de Janeiro – São Paulo: Renovar, 2000.

_____. *A proteção de bens jurídicos como função do Direito Penal*. / Claus Roxin; org. E trad. André Luís Callegari, Nereu José Giacomolli – 2ª. Ed. – Porto Alegre: Livraria do Advogado, 2006.

_____. *Estudos de direito penal*. Rio de Janeiro: Renovar, 2006.

_____. *La teoría de la protección del bien jurídico como base del derecho penal en la época de la globalización.* In: SCHÜNEMAN, Bernd. *Obras*. Buenos Aires: Rubinzal-Culzoni, 2009.

_____. *O novo sistema jurídico-penal.* Trad. Luiz Regis Prado. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2001.

SALVADOR NETTO, Alamiro Velludo. *Tipicidade Penal e Sociedade de Risco.* São Paulo: Quartier Latin, 2006.

SANCTIS, Fausto Martin de. *Punibilidade no Sistema Financeiro Nacional*. Campinas: Millennium Editora, 2003.

SCHUNEMANN, Bernd: *Estudos de direito penal, direito processual penal e filosofia do direito.* Coord. Luís Greco. São Paulo: Marcial Pons, 2013.

SÁNCHEZ, Jesús-Maria Silva. *Aproximação ao direito penal contemporâneo.* Tradução Roberto Barbosa Alves. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011.

_____*La expansión del Derecho Penal – Aspectos de la política criminal em las sociedades postindustriales.* 2ª ed. Madrid: Civitas, 2001.

SILVEIRA, Renato de Mello Jorge. *Direito penal supra-individual: interesses difusos.* São Paylo: RT, 2003.

SUNDFELD, Carlos Ari. *Direito administrativo ordenador*. São Paulo: Ed. Malheiros, 2003.

TAVARES, Juarez. *Teoria do injusto penal.* Belo Horizonte: Del Rey, 2000.

TIEDEMANN, Klaus. *Derecho penal económico: introducción y parte general*. San José: Ed. Grijley, 2009.

VON LISZT, Franz.Direito penal alemão. Rio de Janeiro: F. Briguiet & C. Editores. 1899.

YAZBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais.* 2. Ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

WELZEL, Hans.*O novo sistema jurídico-penal: uma introdução à doutrina da ação finalista*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2001.

ZAFFARONI, Eugenio Raúl et al. *Direito penal brasileiro*. 3. ed. Rio de Janeiro: Ed. Revan, 2003.