

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE ALAGOAS – UFAL**  
**Faculdade de Direito de Alagoas – FDA**

**MARCELO GOMES DE OLIVEIRA**

**O USO INDEVIDO DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA NO MERCADO DE  
CAPITAIS (*INSIDER TRADING*) ENQUANTO CRIME DO COLARINHO BRANCO:  
UM OLHAR SOB O ASPECTO CONDENATÓRIO DESDE O ADVENTO DA LEI N°  
10.303/01**

**Maceió/AL**

**Julho/2022**

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE ALAGOAS – UFAL**  
**Faculdade de Direito de Alagoas – FDA**

MARCELO GOMES DE OLIVEIRA

**O USO INDEVIDO DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA NO MERCADO DE  
CAPITAIS (*INSIDER TRADING*) ENQUANTO CRIME DO COLARINHO BRANCO:  
UM OLHAR SOB O ASPECTO CONDENATÓRIO DESDE O ADVENTO DA LEI Nº  
10.303/01**

Trabalho de conclusão de curso, apresentado à Faculdade  
de Direito de Alagoas (FDA/UFAL) como requisito  
parcial para a obtenção do grau de Bacharel em Direito.

Orientador: Prof. Me. Maurício André Barros Pitta

Maceió/AL

Julho/2022

**Catlogação na fonte**  
**Universidade Federal de Alagoas**  
**Biblioteca Central**  
**Divisão de Tratamento Técnico**  
Bibliotecária: Taciana Sousa dos Santos – CRB-4 – 2062

O48u Oliveira, Marcelo Gomes de.  
O uso indevido de informação privilegiada no mercado de capitais (*insider trading*) enquanto crime do colarinho branco: um olhar sob o aspecto condenatório desde o advento da lei nº 10.303/01 / Marcelo Gomes de Oliveira. – 2022.  
59 f. : il.

Orientador: Maurício André Barros Pitta.  
Monografia (Trabalho de Conclusão de Curso em Direito) – Universidade Federal de Alagoas. Faculdade de Direito de Alagoas. Maceió, 2022.

Bibliografia: f. 55-59.

1. Insider trading. 2. Crime de colarinho branco. 3. Informação privilegiada. 4. Mercado de capitais. I. Título.

CDU: 343.35: 336.76

## RESUMO

O *insider trading* pode ser caracterizado como um crime do colarinho branco, considerado o *enforcement* a partir do advento da Lei nº 10.303/01? A par dessa indagação, objetiva-se desenvolver reflexões sobre a possibilidade de conferir-se roupagem de *white-collar crime*, segundo bibliografia correlata e pontuais precedentes administrativos e judiciais. Inaugurando-se o desenvolvimento do trabalho, o segundo capítulo busca trazer algumas breves considerações acerca do significado do abuso de informação privilegiada no mercado de capitais e os requisitos pra a sua caracterização. Em seguida, é realizada sucinta abordagem do delito sob a perspectiva da criminologia de Edwin Sutherland atinente aos crimes do colarinho branco. No terceiro capítulo, seguindo-se a metodologia até então utilizada, trata-se da tipologia penal do delito, considerado o advento da Lei nº 13.506/17, e também da diferenciação entre os tipos de *insiders*. Na sequência discorre-se a questão de ser ou não razoável a transposição da teoria do domínio do fato à apuração do ilícito. No quarto capítulo, o *enforcement* a partir da Lei nº 10.303/01 é cautelosamente analisado considerando-se pontuais aspectos da persecução penal em termos quantitativos. Na sequência são trazidos alguns casos concretos de *insider trading* com especial ênfase ao caso paradigmático Sadia-Perdigão. Por sua vez, o quinto capítulo intenta firmar uma melhor compreensão acerca do bem jurídico tutelado pelo delito de *insider trading*, apontando possível solução para uma maior proteção da ordem econômica. Acredita-se que o presente estudo se mostra apto a auxiliar na compreensão de alguns dos principais aspectos que envolvem o delito de *insider trading* no Brasil, principalmente a partir do ano de 2001. Noutro giro, a presente incursão aparenta-se útil a introduzir e a estimular o desenvolvimento de discussões qualificadas de tópicos referentes ao combate do abuso de informação privilegiada no mercado de capitais na contemporaneidade.

**Palavras-chave:** *insider trading*; informação privilegiada; crime do colarinho branco; ordem econômica.

## ABSTRACT

Is it correct to say that an insider trading can be characterized as a white-collar crime, considered enforcement since the advent of Law n° 10.303/01? Along with this question, there is an aim to bring about reflections on the possibility of giving the white-collar crime, according to the bibliography and specific administrative and judicial precedents. Opening the body of the work, the second chapter seeks to bring summarily into account the meaning of the abuse of privileged information in the capital market and the requirements for its characterization. Then, a brief approach to the crime is carried out from the perspective of Edwin Sutherland's criminology regarding white-collar crimes. In the third chapter, following an identical methodology, it regards the criminal typology of the crime, considering the advent of Law n° 13.506/17, as well as differing insiders types. In addition it is discussed if it is worthy to transpose the theory of the domain of fact to the investigation of the illicit is discussed. In the fourth chapter, enforcement from Law n° 10.303/01 is carefully analyzed considering specific aspects of criminal prosecution in quantitative terms. Then, some specific cases of insider trading are presented, with special emphasis on the paradigmatic Sadia-Perdigão case. The fifth chapter has the aim to establish a better understanding of the legal interest protected by the crime of insider trading, pointing out a possible solution for greater protection of the economic order. It is believed that the present study is able to help understanding some of the main aspects of insider trading crime in Brazil, mainly from the year 2001. Furthermore, the present incursion is favorable to introduce and to encourage the development of qualified discussions on topics related to the fight against the abuse of privileged information in the capital market in the contemporary world.

**Keywords:** insider trading; privileged information; white collar crime; economic order.

## SUMÁRIO

|   |           |
|---|-----------|
| <b>1 INTRODUÇÃO.....</b>  | <b>5</b>  |
| <b>2 BREVES CONSIDERAÇÕES ACERCA DO <i>INSIDER TRADING</i> NO MERCADO CAPITAIS.....</b>                                   | <b>8</b>  |
| 2.1 O SIGNIFICADO DO ABUSO DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA NO MERCADO DE CAPITAIS E OS REQUISITOS PARA SUA CARACTERIZAÇÃO..... | 8         |
| 2.2 LIMITE CONCEITUAL DO PRINCÍPIO DA TRANSPARÊNCIA E A DEFINIÇÃO JURÍDICO-PENAL DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA.....          | 10        |
| 2.3 A CARACTERIZAÇÃO DO <i>INSIDER TRADING</i> ENQUANTO CRIME DO COLARINHO BRANCO.....                                    | 16        |
| <b>3 TIPOLOGIA PENAL E TEORIA DO DOMÍNIO DO FATO NO CRIME DE <i>INSIDER TRADING</i>.....</b>                              | <b>24</b> |
| 3.1 O SUJEITO ATIVO E A TIPOLOGIA PENAL NO DELITO: CRIME COMUM OU PRÓPRIO?.....   | 24        |
| 3.2 TRANSPOSIÇÃO DA TEORIA DO DOMÍNIO DO FATO À APURAÇÃO DO CRIME DE <i>INSIDER TRADING</i> : ALGO RAZOÁVEL?.....         | 30        |
| <b>4 <i>ENFORCEMENT</i> A PARTIR DA LEI Nº 10.303/01 E ANÁLISE DE CASO CONCRETO.....</b>                                  | <b>34</b> |
| 4.1 A CONDENAÇÃO PENAL, A PARTIR DO ADVENTO DA LEI Nº 10.303/01.....  | 34        |
| 4.2 EXEMPLOS DE <i>INSIDER TRADING</i> E O <i>LEADING CASE</i> SADIA-PERDIGÃO .....                                       | 37        |
| <b>5 BEM JURÍDICO TUTELADO PELA PROIBIÇÃO DE <i>INSIDER TRADING</i> NO CONTEXTO PROTETIVO DA ORDEM ECONÔMICA.....</b>     | <b>41</b> |
| 5.1 O BEM JURÍDICO PROTEGIDO ATRAVÉS DA PROIBIÇÃO DO DELITO.....  | 41        |
| 5.2 POSSÍVEL SOLUÇÃO PARA UMA MAIOR PROTEÇÃO DA ORDEM ECONÔMICA PELO DIREITO PENAL.....                                   | 45        |
| <b>6 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....</b>  | <b>52</b> |
| <b>REFERÊNCIAS.....</b>   | <b>55</b> |

## 1. INTRODUÇÃO

As relações econômicas mundiais ao longo dos últimos séculos foram marcadas, ao menos em algum nível, pela intervenção estatal, apresentando algumas variações, principalmente no que diz respeito à intensidade e às formas de atuação. Passou-se de um Estado marcado por quase completo abstencionismo a um Estado fortemente interventor, sendo que, nos últimos anos do século passado, foi possível verificar certa flexibilização nessa interferência. Atualmente, entretanto, observa-se que muitos posicionamentos acerca de tal temática estão sendo revistos

Assim, percebe-se que alguns indicativos estão sendo revelados, no sentido de que, apesar de o Estado não dever atuar diretamente na economia – como Estado-empresário – não pode furtar-se de, no mínimo, manter órgãos reguladores, definindo marcos que não devem ser ultrapassados, sob pena de colocar em risco não só as instituições diretamente envolvidas, mas também toda a economia interna. Além disso, não se pode deixar de lado o fato de que, atualmente, com o fenômeno da globalização econômica, os fluxos de informações e de capital não respeitam fronteiras geográficas, permitindo que crises se expandam, facilmente, por diferentes países em curto espaço de tempo.

Nesse compasso, cabe referir, a informação - sob um determinado prisma - sempre consistiu num anseio e numa busca por parte da humanidade, seja para a vida cotidiana, desenvolvimento tecnológico, científico e até mesmo místico. E é justamente em função da grande evolução na área das comunicações que ela pode fluir com muita agilidade causando considerável impacto nas sociedades modernas. Em tal conjuntura, verifica-se a necessidade da legislação que rege o mercado de capitais ocupar-se em garantir que informações indispensáveis – claras, de boa qualidade, verídicas e completas -, estejam à disposição e ao alcance do público.

Vale lembrar que ao aplicar suas economias no mercado de capitais, o investidor encontra-se potencialmente exposto a impasses semelhantes aos que se apresentam perante o consumidor diante do fornecedor de bens e serviços, geralmente uma organização, deduzida como a parte mais forte da transação.

A importância da regulação da informação no mercado de capitais justifica-se, assim, no sentido de ser esta um meio eficaz de proteção do investidor, já que o habilita a tomar conscientemente, ao menos, em tese, as suas decisões de investimento tendo garantido em seu favor, entre outros, o princípio da transparência (*full disclosure*). Quando ocorre assimetria informacional, a eficiência informativa – imprescindível para a existência de um ambiente de

concorrência perfeita – resta comprometida, de modo que tal falha de mercado coloca em risco a proteção de um bem jurídico complexo e poliédrico, de caráter supraindividual, que não se esgota tão somente na igualdade dos investidores.

Assim, buscando conferir maior proteção dos investidores, em 2001, por meio da Lei nº 10.303, foi concluída a reforma da legislação societária e de mercado de capitais, com a criminalização do *insider trading* para as pessoas com obrigação de manter sigilo da informação ainda não divulgada ao mercado, com previsão de pena de reclusão e multa. Posteriormente, por meio da lei nº 13.506/17, nova reforma promoveu alterações ao tipo penal, modificando novamente o art. 27-D da lei nº 6.385/76.

Porém, quando analisa-se o panorama criminal atinente à conduta de *insider trading* sob o aspecto do *enforcement*, percebe-se que houve o acionamento do Poder Judiciário em diversas ocasiões, no entanto a primeira denúncia pela prática do delito foi oferecida apenas em 2009, pelo Ministério Público de São Paulo, único caso criminal em que houve trânsito em julgado da sentença condenatória – no ano de 2016. O processo mencionado tratou da operação na qual a Sadia fez uma oferta pública pra aquisição voluntária das ações da Perdigão em circulação no mercado, evento que movimentou órgãos reguladores de dois países – *Securities and Exchange Commission* – SEC, nos Estados Unidos e CVM – Comissão de Valores Mobiliários, no Brasil, bem como a estrutura institucional penal brasileira.

Diante de impactante constatação, qual seja a de que, desde a criminalização da conduta de *insider trading*, positivada em 2001, apenas uma vez houve condenação penal por tal delito, vislumbra-se como profícua uma análise que intente ressaltar, mesmo que de forma sucinta – sob o viés criminológico dos *white-collar crimes* –, os possíveis obstáculos encontrados para o efetivo ingresso do delito de *insider trading* no sistema penal pelas agências estatais de controle, tendo em vista que o sistema como um todo – não raras vezes – ainda encontre dificuldade em lidar com casos envolvendo criminosos de altas cifras.

De outro ângulo, o perfil da persecução penal atinente ao delito de uso indevido de informação privilegiada no mercado de capitais não deve tornar-se agente de prescindibilidade da obrigação de provar a ocorrência de tal ilícito. Daí a importância de trazer-se à baila uma abordagem do tema que analise – mesmo que de forma discreta – a utilização da teoria do domínio do fato, para, em razão da quantidade insuficiente de provas, responsabilizar penalmente os acusados de incorrer no crime de uso indevido de informação privilegiada no mercado de capitais.

Pois bem. Para o desenvolvimento da pesquisa que originou o presente trabalho, foram selecionados, conhecidos e analisados criticamente conceitos, através da metodologia pesquisa bibliográfica e precedentes judiciais, os quais possibilitaram a produção de reflexões acerca do objeto proposto. Lakatos (1992, p. 43) dispõe que “toda pesquisa implica levantamento de dados de variadas fontes, quaisquer que sejam os métodos ou técnicas empregadas”, de modo que no presente trabalho, através de cuidadoso levantamento da bibliografia correlata, buscou-se a todo momento ressaltar as principais nuances da temática proposta, contribuindo, assim, para o ideal de construção de respostas (ou de reflexões) para algumas indagações que nortearam este trabalho, firmando, de certo modo, seu objeto.

A seguir, elenca-se parte desses questionamentos basilares: **(i)** o *insider trading* pode ser considerado um crime do colarinho branco? **(ii)** a prática de *insider trading* vem mesmo sendo combatida no Brasil? **(iii)** de que maneira poder-se-ia aumentar a proteção da ordem econômica, enquanto bem jurídico social?

Por se tratar de uma problemática ainda pouco explorada, porém de grande relevância no contexto atual, a pesquisa em comento se propõe a considerar os principais aspectos do *insider trading*, sob o aspecto conceitual de informação privilegiada no âmbito do mercado de capitais e também sob as características desse ilícito enquanto crime do colarinho branco, debruçando-se em marcos normativos específicos e suas principais disposições, abordando especialmente o aspecto condenatório a partir do ano de 2001.

Assim, dividiu-se o trabalho da seguinte forma: inicialmente a análise será pautada na apresentação do conceito de *insider trading* e de informação privilegiada no mercado de capitais. Em um segundo momento, o foco será redirecionado à sutil análise do delito sob a perspectiva criminológica do grupo dos *white-collar crimes*, abordando, em uma terceira etapa, a tipologia penal correlata, com sucinta abordagem da teoria do domínio do fato.

Ato contínuo, a pesquisa retomará questões referentes à legislação específica - especialmente as leis n<sup>os</sup> 10.303/01 e 13.506/17, que alteraram significativamente as leis n<sup>os</sup> 6.385 e 6.404/76 -, mas desta feita com especial foco no aspecto ligado ao *enforcement* respectivo desde ano de 2001, com vistas a possibilitar análise de pontuais casos concretos.

Ao final, será abordado o efetivo bem jurídico protegido através da proibição do *insider trading*, e este enquanto manifestação do Direito Penal Econômico, apontando, despretensiosamente, possível solução para uma maior proteção da ordem econômica pelo Direito Penal.

## 2. BREVES CONSIDERAÇÕES ACERCA DO *INSIDER TRADING* NO MERCADO DE CAPITAIS

### 2.1 O SIGNIFICADO DO ABUSO DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA NO MERCADO DE CAPITAIS E OS REQUISITOS PARA SUA CARACTERIZAÇÃO

No mercado de capitais, algumas pessoas ligadas aos emissores de títulos e valores mobiliários, como os administradores e prestadores de serviços, têm acesso a informações relevantes antes dos demais investidores e do público em geral. O uso indevido dessa informação privilegiada – conhecido como *insider trading* – afeta a confiança dos investidores e do público em geral na lisura e no bom funcionamento do mercado, sendo considerado um ilícito penal, cuja previsão foi incorporada ao nosso ordenamento jurídico pela lei nº 10.303/2001, que alterou o art. 155 da lei nº 6.404/76 e também a lei que criou o órgão regulador da Comissão de Valores Mobiliários (CVM)<sup>1</sup>, acrescentando a este diploma o art. 27-D. O artigo assim previa<sup>2</sup>:

Art. 27-D. Utilizar informação relevante de que tenha conhecimento, ainda não divulgada ao mercado, que seja capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiros, de valores mobiliários:

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.

Ao abordar o assunto, Nusdeo (1997) exemplifica e conceitua:

Em uma empresa dedicada a empreitadas públicas, os diretores e principais assessores podem ficar sabendo a respeito de um grande contrato a ser por ela celebrado, por exemplo, para a construção de um trecho de metrô de uma grande cidade. Estes personagens poderão ir à Bolsa de Valores e adquirir grande quantidade de ações daquela companhia, para revendê-las com substancial lucro, logo depois, quando a notícia do contrato chegar ao mercado bursátil elevando o preço daqueles papéis. O mesmo poderá se dar, em sentido inverso, se o contrato vier a ser cancelado. A isso chama-se “informação privilegiada” ou em inglês *insider trading*, isto é, a negociação por aqueles de dentro – em muitas legislações capitulado como crime –, caso não feita ao mercado a competente comunicação (NUSDEO, 1997, p. 169).

Para um melhor compreensão acerca do conceito de *insider trading*, traz-se as palavras de Proença (2005), que nos lembra:

---

<sup>1</sup> Lei 6.385, de 7 de dezembro de 1976, Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários.

<sup>2</sup> Posteriormente, por meio da Lei 13.506/17, o art. 27-D da Lei 6.385/76 foi alterado.

A expressão *insider trading*, pela qual designado o tema deste trabalho, é originária do direito americano e, hoje, internacionalmente conhecida e consagrada para nomear transações desleais, porque insidiosas, realizadas, no âmbito do mercado de capitais, pelos detentores de informações privilegiadas, desconhecidas dos demais investidores. Verdadeira cilada para a comunidade do mercado de capitais, o comportamento do *insider trading* (negociação por aquele que está “por dentro”) consiste no efetivo aproveitamento de informações coonfidenciais, ou reservadas, acerca do estado e dos negócios de determinada companhia, por parte de administradores, principais acionistas e outros que a elas têm acesso, para negociar com investidores que a tanto se recusariam, pelo menos pelas bases estabelecidas, caso conhecedores das mesmas informações (PROENÇA, 2005, p. 41).

Na mesma linha, Smanio (2021), assim dispõe:

Pois bem, é de se verificar que a utilização de informações privilegiadas (*Insider*) traz desequilíbrio para o mercado de capitais, dado que os os “*Insiders*” possuem informações que não são conhecidas pelo investidores comuns, causando uma certa vantagem perante os demais investidores “comuns” (SMANIO, 2021, p. 143).

Cumprе salientar, o uso indevido de informação privilegiada no mercado de capitais apresenta-se claramente enquanto falha de mercado, afetando seus pressupostos de funcionamento, tornando-o inoperacional. No que concerne às falhas de ação do Estado<sup>3</sup>, Proença (2005), ao discorrer sobre elas, refere:

Esse choque de visão de interesses econômicos (ativos e restritivos) é comum, dando origem ao que se chama de falhas de sistema de mercado ou falhas de sistema econômico, pois às deficiências do mercado juntam-se os defeitos da ação estatal. (PROENÇA, 2005, p. 156).

Tem-se, portanto, que o *insider trading* reflete uma vulnerabilidade do sistema econômico, e para que reste caracterizado, tais requisitos fazem-se necessários, a saber: a) existência de informação privilegiada não divulgada ao mercado; b) acesso à informação privilegiada; e c) intenção de negociar tirando proveito da informação privilegiada.

---

<sup>3</sup> As falhas de ação do Estado podem ser desenhadas da seguinte maneira: **a)** juridificação, ou seja, instituição de um grande número de comandos legais e regulamentares, verdadeira construção de uma babel normativa, geradora de crises de absorção, de má adaptação e de rejeição do mercado **b)** princípios motores distintos, inerentes à forma lógica sistema dual, onde se encontram, e não raro se chocam as lógicas próprias do funcionamento do Estado e do mercado [...]; **c)** captura, originária do relacionamento entre regulados e reguladores, que deve ser estreito, sobretudo em razão de dados e informações a serem necessariamente transmitidos pelas unidades reguladas às agências estatais [...]; **d)** interesses próprios dos órgãos reguladores, na verdade, dos seus membros e dirigentes que, à procura de prestígio social, ascensão na carreira, poder, etc., os desviam das finalidades pra as quais foram instituídos; **e)** grupos de pressão, também chamados de grupos de interesse ou *lobbies*, não representativos de uma mal em si mesmos, tornando-se preocupantes a depender das causas que patrocinam; **f)** poder da burocracia, que pode conduzir à propositura de medidas harmonizadas com as suas preferências ou de grupos de pressão influentes, produzindo resultados não plenamente atingidos.

Em um mercado que tem como objetivo a disseminação simétrica da informação, o *insider trading* pode ser visto como um dos maiores ilícitos a serem combatidos.

## 2.2 LIMITE CONCEITUAL DO PRINCÍPIO DA TRANSPARÊNCIA E A DEFINIÇÃO JURÍDICO-PENAL DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA

Atualmente, a questão do direito à informação tem levantado discussões nos mais variados fóruns. Nas palavras de Ferreira (1997) apud Proença (2005):

[...] a necessidade de informação é mais básica das necessidades humanas, consituindo-se o direito a ela num direito fundamentalíssimo, porquanto pressuposto de todos os demais. Deter informação é questão de sobrevivência tanto individual (física, emocional e psíquica) quanto social e política. [...] na verdade, não é apenas o homem atual que se acha condicionado pela necessidade de conhecimento ou informação. O homem sempre esteve a isso condicionado e não poderá jamais deixar de assim estar. Para existir e coexistir, em qualquer lugar e época os seres humanos sempre necessitaram e continuarão necessitando orientar-se, e esta necessidade será tanto mais intensa e complexa quanto mais dotadas de complexidade forem as relações intersubjetivas que tenham de manter ou os desafios ambientais que tiverem de enfrentar (PROENÇA, 2005, p. 130).

Importante lembrar, o Código Brasileiro de Defesa do Consumidor<sup>4</sup>, nos moldes estabelecidos pelo art. 170 da Constituição Federal, também garante ao consumidor o direito à informação “adequada e clara”. É justamente esse mesmo princípio que deve mover regulação da informação e seu fluxo no mercado de capitais.

Nesse contexto, o princípio da transparência (*full disclosure*), o qual consiste na ampla e transparente divulgação de informações ao mercado, apregoa que a divulgação da informação deve ser feita em tempo hábil, refletindo aspectos positivos e negativos da companhia, universal e simultaneamente a todos os participantes do mercado. No entanto, em contraposição à evidenciada importância da informação, faz-se imprescindível destacar a definição de seus limites, na medida em que a obrigação de informar – o dever de transparência – deve cessar no momento em que se ponha em causa o desenvolvimento do referido mercado, fato de interesse público porque enseja o desenvolvimento econômico.

Cabe referir, no mercado existem as denominadas “informações básicas”, as quais são reguladas por instruções editadas pela CVM, em constante mutação considerada a dinamicidade do mundo financeiro, com a colaboração dos demais agentes de mercado, a

---

<sup>4</sup> Lei 8.078, de 11 de setembro de 1990, art. 6º, III - São direitos básicos do consumidor: [...] a informação adequada e clara sobre os diferentes produtos e serviços, com especificação correta de quantidade, características, composição, qualidade, tributos incidentes e preço, bem como sobre os riscos que apresentem.

exemplo da APIMEC – Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais – e a B3 – Brasil, Bolsa, Balcão – entre outros. Em classe diversa, encontram-se outras informações que podem não estar incluídas no escopo das referidas anteriormente: são os “fatos relevantes”, responsáveis por mudar a vida da empresa para melhor ou para pior.

Oportuno conceituar, previamente, o dever de lealdade (*standard of loyalty*) e, na sequência, informações privilegiadas enquanto fatos relevantes. O dever de lealdade, no ordenamento societário brasileiro, foi trazido pela primeira vez através da Lei nº 6.404/76, conforme aponta Prado (2020):

[...] a lei acionária de 1976, trouxe, pela primeira vez, norma vedando o uso de informação privilegiada. No ordenamento societário, praticamente transcreveu-se o dever de lealdade (*standard of loyalty*) do direito norte-americano, que consiste na obrigação do administrador em servir a companhia com lealdade, representando uma norma de conduta que confirma o caráter fiduciário de sua função, e que proíbe ao administrador a satisfação, em primeiro lugar, de seus interesses pessoais (PRADO, 2020, p. 13).

Ressalta-se que os primeiros a manusear informações de tal ordem, em regra, são os próprios administradores diretos da empresa e, diante disso, mostra-se imperioso que o administrador sirva com lealdade à companhia e respeite igualmente os direitos de todos os acionistas.

Na medida em que há um evidente desequilíbrio entre as posições dos administradores de companhias abertas que têm acesso a determinada informação relevante ainda não divulgada e os demais participantes do mercado, que a desconhecem, faz-se necessário que sua divulgação se dê simultaneamente para todos os participantes do mercado, de forma ampla e equitativa. Conforme aponta Eizirik (1983) *apud* Proença (2005):

Este aventado fundamento advém do “dever de lealdade”, do qual estão investidos os administradores, de acordo com o art. 155 da LSA. Os deveres de lealdade, urge sublinhar, não se impõem apenas junto à própria empresa, “mas também junto aos seus acionistas, aos empregados, ao mercado de capitais e à própria comunidade. Tais deveres decorrem em grande medida da posição privilegiada em que se encontram, principalmente face ao acesso às informações vitais da companhia, as quais muito seguidamente não são de conhecimento do público” (PROENÇA, 2005, p. 145).

Por informações privilegiadas tem-se que são aquelas atinentes a matérias relevantes, pois, de outro modo, não seria privilégio algum conhecê-las. Proença (2005), assim expõe:

A título exemplificativo de informações sigilosas, tomem-se as que, se extemporaneamente divulgadas ao público, acarretariam males irreparáveis à empresa, como o cancelamento de negócios de expressão ou a ação predatória de um

concorrente. São informações relativas ao lançamento de novos produtos, a uma simples campanha publicitária, a um acordo operacional com outra empresa, local ou estrangeira, à entrada de novo sócio, a uma fusão. Enfim, é notório que qualquer empresa pode passar por momentos decisivos em que o sigilo é essencial. Além de prejudicar a própria empresa, a publicidade de uma informação sigilosa pode também induzir investidores ao erro, uma vez que a mesma pode achar-se incompleta, estando a empresa à espera de sua confirmação ou complementação para divulgá-la ao público (PROENÇA, 2005, p. 145).

Nas palavras de Corsetti (2013):

O objeto material do delito, ou seja, a informação privilegiada, deve ser objetivamente qualificada para que possa ser considerada capaz de produzir alguma vantagem econômica indevida em operações nas bolsas de valores. Somente a informação que serve de base para as operações dos *insiders* são, antes de qualquer coisa, informações relevantes para o mercado de capitais. Diante disso, é importante a identificação, da forma mais precisa possível, das características dessas informações (CORSETTI, 2013, p. 113).

Tal concepção naturalmente nos direciona à definição de fato relevante, que - nas palavras de Proença (2005, p. 144) -, é “todo aquele acontecimento com o poder de mudar, de pronto, o julgamento dos investidores em relação a determinado ativo, alterando, ato contínuo, o seu preço”.

Assim, sendo aquele acontecimento que possui capacidade de influir de modo ponderável nas cotações dos valores mobiliários e até na decisão dos investidores de exercer seu direito, seja ele de compra ou venda daqueles valores mobiliários, nos dias atuais, encontra-se definido no art. 2º da Resolução nº 44/21, que assim dispõe, *in verbis*:

Art. 2º. Considera-se relevante, para os efeitos desta Resolução, qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembleia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável: I – na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados; II – na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários; ou III – na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados

Ainda, seu parágrafo único elenca 22 exemplos que podem ser considerados fatos relevantes<sup>5</sup>, diretamente ligados a empresa emitente dos valores mobiliários, não sendo tal

<sup>5</sup> Resolução CVM nº 44/21, art. 2º, parágrafo único. Observada a definição do caput, são exemplos de ato ou fato potencialmente relevante, dentre outros, os seguintes: I – assinatura de acordo ou contrato de transferência do controle acionário da companhia, ainda que sob condição suspensiva ou resolutive; II – mudança no controle da companhia, inclusive por meio de celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas; III – celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas em que a companhia seja parte ou interveniente, ou que tenha sido averbado no livro próprio da companhia; IV – ingresso ou saída de sócio que mantenha, com a companhia, contrato ou colaboração operacional, financeira, tecnológica ou administrativa; V – autorização para negociação

enumeração *numerus clausus*, podendo ser verificadas outras informações capazes de ser assim caracterizadas.

Ainda em busca de um maior detalhamento acerca do significado de informação privilegiada, traz-se as palavras de Corsetti (2013), que assim refere:

[...] a informação para ser considerada privilegiada, deve apresentar outras características específicas que necessitam ser identificadas para que tenhamos maior rigor na análise do objeto do nosso estudo, quais sejam: a) caráter não público da informação; b) capacidade para influenciar de maneira sensível o preço das ações; e c) caráter concreto (preciso) da informação (CORSETTI, 2013, p. 115).

Em relação ao caráter não público da informação, faz-se necessário, primeiramente, definir o que é uma informação pública. Faria Costa e Ramos (2006), nos lembram:

Numa primeira aproximação podemos começar a dizer que é pública uma informação que, interessando a todos, fica disponível para todos – é suscetível de ser conhecida por todos. Não há dúvida que, tendo sido disseminada pelo público certa informação (por exemplo, em jornal de divulgação nacional, o emitente informa o público em geral sobre determinado facto relevante), cessa o caráter privilegiado da informação e, por conseguinte, não alcançam relevo jurídico-penal as condutas que incorporem essa informação nas decisões de investimento ou de desinvestimento (FARIA COSTA; RAMOS, 2006, p. 43).

Em consonância, traz-se as palavras da Relatora Diretora Norma Jonsen Parente, em precedente da CVM:

Quanto ao sigilo, são menores as dificuldades em caracterizá-lo. Haverá sigilo quando a informação não puder ser obtida por meio acessíveis ao público em geral. Via de regra, a informação de ser sigilosa através da publicação imediata que deve ser promovida pelos administradores. [...] A informação disseminada, ainda que de forma irregular e por mais relevante que seja, já será uma informação de mercado que, portanto, pre-seume-se refletida nas expectativas dos agentes que negociam valores

---

dos valores mobiliários de emissão da companhia em qualquer mercado, nacional ou estrangeiro; VI – decisão de promover o cancelamento de registro da companhia aberta; VII – incorporação, fusão ou cisão envolvendo a companhia ou empresas ligadas; VIII – transformação ou dissolução da companhia; IX – mudança na composição do patrimônio da companhia; X – mudança de critérios contábeis; XI – renegociação de dívidas; XII – aprovação de plano de outorga de opção de compra de ações; XIII – alteração nos direitos e vantagens dos valores mobiliários emitidos pela companhia; XIV – desdobramento ou grupamento de ações ou atribuição de bonificação; XV – aquisição de valores mobiliários de emissão da companhia para permanência em tesouraria ou cancelamento, e alienação de valores mobiliários assim adquiridos; XVI – lucro ou prejuízo da companhia e a atribuição de proventos em dinheiro; XVII – celebração ou extinção de contrato, ou o insucesso na sua realização, quando a expectativa de concretização for de conhecimento público; XVIII – aprovação, alteração ou desistência de projeto ou atraso em sua implantação; XIX – início, retomada ou paralisação da fabricação ou comercialização de produto ou da prestação de serviço; XX – descoberta, mudança ou desenvolvimento de tecnologia ou de recursos da companhia; XXI – modificação de projeções divulgadas pela companhia; e XXII – pedido de recuperação judicial ou extrajudicial, requerimento de falência ou propositura de ação judicial, de procedimento administrativo ou arbitral que possa vir a afetar a situação econômico-financeira da companhia.

mobiliários. [...] Desse modo, sendo a informação de domínio público, não há como considerá-la privilegiada e, por consequência, é impossível cogitar acerca do suposto uso indevido desta informação (Processo Administrativo Sancionador CVM n. RJ 06/2003, j. em 14-9-2005. Rio de Janeiro: CVM, 2005. Caso Itaú BBA).

Assim, depreende-se que a informação só pode ser considerada pública quando está acessível a qualquer investidor, ou seja, quando há a possibilidade real de obtê-la, quando o seu acesso é viável. Em relação à identificação do momento preciso em que a informação perde seu caráter reservado e passa a ser de domínio público, cumpre destacar o conteúdo disposto no art. 157, § 4º, da Lei nº 6.404/76, *in verbis*:

Art. 157. [...] § 4º Os administradores da companhia aberta são obrigados a comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembléia-geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou fato relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia.

No que concerne à idoneidade para influenciar de maneira sensível o preço dos valores mobiliários no mercado, tal caracterização dá-se em face do tipo penal brasileiro exigir que – para que seja qualificada como privilegiada, também deve tal informação ser capaz de proporcionar, para o autor ou para terceiros, vantagem indevida. Ou seja, para que seja possível a obtenção de tal vantagem, a informação deve ser capaz de influenciar o preço das ações no momento em que for divulgada ao público.

Nesse passo, Corsetti (2013), menciona “para que uma informação seja qualificada como privilegiada, é necessário que possamos estabelecer uma relação causal, hipotética, pela qual seja possível afirmar que, a partir do momento de sua divulgação ao mercado, causou um efeito sensível sobre o preço das ações”. Diante disso, surge o seguinte questionamento: qual critério utilizar para que a análise da capacidade de influenciar o preço das ações seja efetuada? Faria Costa e Ramos (2006), novamente apontam um caminho:

Como pode o juiz, imerso em uma outra circunstância histórica, apurar se determinada informação, se publicada, era idónea para influenciar, de maneira sensível, o preço do valor mobiliário no mercado? Tem sido salientado que a valoração da idoneidade deverá ser feita por intermédio de um *juízo ex ante*, ou seja, deve tal juízo reportar-se a momento anterior ao da publicação da informação privilegiada. Dito de outro modo: “Se tal informação quando publicitada fosse, num juízo de previsibilidade reportado ao momento *ex ante* da operação, susceptível de gerar apetência pela compra ou venda dos activos, tal informação revela idoneidade para influenciar a evolução da cotação (FARIA COSTA; RAMOS, 2006, p. 53).

A terceira e última característica a ser identificada é importante no sentido de que, para ser considerada privilegiada, no âmbito do direito penal, tal informação deve possuir um grau de concretização (*material information*) que permita concluir sobre eventual impacto no preço das ações da empresa, quando esta for publicada, utilizando-a, assim, como base para negociar com as ações de determinada companhia.

Nesta seara, Müssnich (2017), assim refere:

A noção de informação relevante (*material information*), pode ser extraída do art. 157, § 4º, da Lei das S.A., sendo assim considerada a informação “que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia” (MÜSSNICH, 2017, p. 36).

A aferição de tal relevância tem sido desafiadora e seu intuito é permitir melhor caracterização das informações relevantes. Aqui, importante trazer à baila, sucintamente, a experiência desenvolvida nos Estados Unidos, baseada em parametrização aplicada pela jurisprudência, a qual deu origem a uma forma de teste, com vistas a aferir relevância. Nesse sentido, merece destaque o que destaca Eizirik (2011),

A partir de decisões dos tribunais norte-americanos, estabeleceu-se um “teste de relevância”, com base em juízo de probabilidade e magnitude, que considera os seguintes fatores: (i) a probabilidade de um acordo final; (ii) se já existem decisões dos órgãos de administração aprovando a operação ou relatórios e pareceres elaborados por consultores; e (iii) o possível impacto da operação sobre os negócios da companhia e a cotação de suas ações. Assim, se é provável que a operação será concluída e ela trará impacto significativo sobre os negócios da companhia, afetando a cotação de seus títulos no mercado, já existe uma informação relevante (EIZIRIK, 2011, p. 374).

Diante do sumariamente exposto, partindo da definição de informação privilegiada depreendida do conteúdo constante no art. 155 da LSA, qual seja a de que é a “informação relevante ainda não divulgada”, e paralelamente trazendo o entendimento doutrinário de Faria Costa e Ramos (2006, p. 43) que apontam para tais requisitos típicos atinentes a sua definição legal – a saber, “*a*) carácter não público; *b*) precisão; *c*) referência a entidades emitentes de valores mobiliários; *d*) influência sensível sobre o preço” –, consta-se a existência de características típicas que revestem a informação privilegiada. Os supracitados autores ainda alertam: “porosidade, abertura e indeterminação que só através do esforço hermenêutico poderão ser adequadamente superadas”.

### 2.3 A CARACTERIZAÇÃO DO *INSIDER TRADING* ENQUANTO CRIME DO COLARINHO BRANCO

Considerando o conteúdo até aqui exposto, tem-se que para que seja caracterizado o delito de *insider trading*, não basta tão somente a presença de uma informação privilegiada. É necessária a existência de um sujeito com acesso a tal informação, com capacidade de utilizá-la na negociação de valores mobiliários com o propósito de auferir vantagem indevida. Está-se falando da figura do *insider trader*, representante do mercado financeiro, muitas das vezes do mais alto status pessoal e profissional, especialmente no que se refere ao dever de confiança – tido também como figura de alta performance perante a sociedade – e que será o agente causador de um crime com acentuada lesividade.

Preliminarmente, traz-se sucintamente um enfoque que diferencia os crimes do colarinho branco de outros tipos de delitos, segundo dispõe Green (2002) *apud* Avolio (2006):

[...] três dimensões que diferenciam os *white-collar crimes* (w.c.c.) dos demais crimes: (i) a **acentuada lesividade** que aqueles causam (pensando-se, por exemplo, em corrupção, evasão de divisas e *insider trading*), aliada à frequente dificuldade em dizer quem (ou o que, no caso das instituições governamentais ou corporações) foi vitimada; (ii) os w.c.c. tendem a envolver certas **violações morais que não ocorrem nos crimes praticados nas ruas**, não apenas deslealdade ou abuso de confiança, mas também trapaça, manipulação, coerção, quebra de compromisso e desobediência; (iii) **a consciência do ilícito (*mens rea*)** tem um papel distinto nos w.c.c., pois em certos casos de crimes de perigo não se exige sua configuração, enquanto em outras ofensas não é possível prescindir da sua prova (TORQUATO AVOLIO, L. F. A.. Criminalização do *insider trading* no Brasil, seu contributo para o direito penal econômico. Revista dos Tribunais, São Paulo, SP, v. 850, p. 441-461, 2006). (Grifouse).

Pergunta-se então: o *insider trader* pode ser considerado um criminoso do colarinho branco? Em busca de um potencial caminho elucidativo frente a tal questionamento e com vistas a uma singela tentativa de enquadramento do delito ora tratado sob o viés criminológico, cumpre, inicialmente, fazer referência ao importante estudo de Edwin Hardin Sutherland, da Universidade de Indiana, em um artigo denominado “*White Collar Criminality*”, publicado na *American Sociological Review* em 1940.

Mister que se ressalte, antes de prosseguir em busca de uma resposta, o crime de colarinho branco não é um conceito cujo significado é fixado por lei, mas sim uma categoria que abrange uma variedade de delitos. No entanto, essa variedade muda de autor para autor, dependendo de seus propósitos particulares a formação de conceitos com diferentes conteúdos.

Desta maneira, retomando a análise, traz-se as palavras de Corsetti (2013, p.43): “Em 1939, Sutherland publicou nos Estados Unidos a obra intitulada *White Collar Crime*, na qual fez importante análise criminológica sobre o tratamento diferenciado entre ladrão banal e o “cavalheiro da indústria”. Ao buscar um caminho conceitual para tais agentes, Sutherland (2021) refere:

Este conceito não pretende ser definitivo, mas meramente chamar a atenção aos crimes que não estão ordinariamente incluídos no escopo da criminologia. Crime de colarinho branco pode ser definido aproximadamente como um crime cometido por uma pessoa de respeitabilidade e alto status social no curso de sua atividade (SUTHERLAND, 2021, p. 33).

Contudo, acerca de tal disposição importante trazer a ressalva de Pala Veras (2010):

É certo que termos como “respeitabilidade” e “elevada classe social” não exprimem um conceito fechado e por vezes podem gerar dúvidas, por sua carga predominantemente valorativa. Por essa razão, são difíceis de serem convertidos em estatísticas ou até mesmo de serem trabalhados de modo objetivo na dogmática penal. [...] De fato, deve-se reconhecer a procedência das críticas realizadas ao conceito e à metodologia de Sutherland, sob a perspectiva do positivismo. Entretanto, se se considerar que ele partiu do vazio, da total ausência de pesquisas anteriores nessa área, há muito mais méritos do que defeitos em seu trabalho. E, considerando a crise pela qual a metodologia positivista iria passar na década de 1960, pode-se afirmar que Sutherland apenas anteviu a dificuldade de adaptar a complexidade da realidade social ao modo de observação empírica empregado para apreender objetos pelas ciências natural e exata (PALA VERAS, 2010, p. 43).

À época, a definição apresentada era sociológica, experimental e ainda estava em construção e, acerca do conceito trazido por Sutherland, importante lembrar, nas palavras de Mannheim (1984) *apud* Veras (2010):

[...] são quatro os elementos conceituais do *white collar crime* proposto por Sutherland: a) é um crime; b) cometido por pessoas respeitáveis; c) com elevado *status* social; d) **no exercício de sua profissão. Além disso, geralmente constituem uma violação de confiança** (PALA VERAS, 2010, p. 29). (Grifou-se).

Cabe lembrar, o professor da Universidade de Indiana pretendia comparar a criminalidade nas classes sociais superiores, que ele denominou *white collar class* com a criminalidade nas classes inferiores, de pessoas de mais baixo status social, a fim de desenvolver uma teoria geral adequada sobre a criminalidade. Cumpre frisar, Sutherland, antes mesmo de se debruçar sobre a questão dos crimes do colarinho branco, havia desenvolvido uma importante teoria sobre os crimes tradicionais: a teoria da associação diferencial. Conforme também nos lembra Pala Veras (2010):

A teoria é exposta na forma de nove proposições, que se referem ao processo pelo qual uma pessoa ingressa no crime. São as seguintes: 1) O comportamento criminoso é aprendido; 2) O comportamento criminoso é aprendido na interação com outras pessoas, num processo de comunicação; 3) O aprendizado se dá principalmente com as pessoas mais íntimas; 4) Tal aprendizado inclui: a) as técnicas de prática de crime, simples ou sofisticadas (aspecto objetivo) e b) a assimilação dos motivos, razões, impulsos, racionalizações e atitudes (aspecto subjetivo); 5) Os impulsos e os motivos são aprendidos por definições favoráveis e desfavoráveis; 6) A pessoa se torna delinquente porque é exposta a mais definições favoráveis à violação da lei do que a definições desfavoráveis; 7) A associação diferencial pode variar em frequência, duração e intensidade; 8) O processo de aprendizagem criminosa por associação com padrões criminosos e não criminosos envolve os mesmos métodos da aprendizagem de comportamentos ilícitos; e 9) O comportamento criminal expressa necessidades e valores semelhantes aos que se expressam pelos comportamentos lícitos (PALA VERAS, 2010, p. 37).

Percebe-se, assim, que para a teoria da associação diferencial o comportamento delituoso não é intrínseco às condições sociais nem à personalidade do indivíduo, mas resulta do aprendizado, da interação entre as pessoas, sobretudo íntimas. Porém, neste ponto, imprescindível trazer a indagação de Cruz Santos (2001):

A associação diferencial, todavia, parece apta a explicar apenas a transmissão individual da motivação e dos conhecimentos necessários a prática de infrações já existentes na comunidade. Como se explicará então, sob o ponto de vista da sociedade, a prévia existência de tais delitos (CRUZ SANTOS, 2001, p. 39)?

Buscando uma explicação hipotética da criminalidade – neste momento já não mais sob a perspectiva do processo de iniciação de uma pessoa no crime –, Sutherland, ao formular uma teoria complementar à associação diferencial, qual seja a teoria da organização social diferencial, procurou destacar as condições que favorecem a desorganização social no controle dos ilícitos negociais e, ao mesmo tempo, apontar a inexistência de um verdadeiro conflito entre os homens de negócios que desrespeitam a lei e a sociedade, aparentemente compreensiva em relação aqueles comportamentos. O caráter complementar entre as duas teorias merece destaque nas palavras de Cruz Santos (2001):

É que não podemos esquecer que a teoria da associação diferencial não deve ser analisada independentemente da teoria da organização social diferencial. A qual procura, como se viu, justificar o surgimento das infrações através da noção de diminuição dos controles sociais tradicionais, relacionados com um progresso económico desenfreado e mal gerido (CRUZ SANTOS, 2001, p. 95).

Cumprer ressaltar, o legado de Sutherland à criminologia não é a sua específica teoria da aprendizagem, mas sim seu argumento de que o comportamento criminoso é um comportamento normal e aprendido.

Neste ponto do presente trabalho, com vistas a um recorte ainda mais específico a fim de clarear a visão de uma possível correlação *white collar crime – insider trading* sob o enfoque proposto, dar-se-á atenção especial ao quarto elemento conceitual proposto por Sutherland – voltado para a característica do agente –, qual seja o exercício da profissão como fator facilitador para o cometimento do crime, inclusive enfatizando o aspecto de violação da confiança em detrimento do caráter fiduciário da respectiva função.

Pois bem, [na perspectiva do cometimento do delito de *insider trading* quando no exercício da profissão] percebe-se que as razões e as circunstâncias estão ligadas à obtenção de vantagem no campo profissional.

Um exemplo correlato é o caso envolvendo os “irmãos batistas”, executivos administradores das companhias integrantes do grupo JBS, que, dia antes de ser publicada a declaração do então Presidente Michel Temer, fizeram uma operação de dólar contra real, pois sabiam que tal declaração – se anunciada – traria instabilidade e incerteza ao mercado brasileiro, fazendo com que a valorização do dólar perante o real fosse eminente. O episódio conhecido popularmente como “Joesley Day” trouxe inestimado prejuízo aos investidores comuns e, diante de tal fato, os executivos foram denunciados pelo Ministério Público Federal – MPF – por prática de *insider trading*, conforme vê-se na ementa da decisão em que foi recebida a denúncia do MP, a saber:

[...] Diante do exposto, com fulcro nos artigos 41 e 395 do Código de Processo Penal, RECEBO A DENÚNCIA oferecida pelo Ministério Público Federal em face de JOESLEY MENDONÇA BATISTA portador do RG n, e inscrito no CPF/MF sob o n, e WESLEY MENDOÇA BATISTA portador do RG n, e inscrito no CPF/MF, por meio da qual se lhes imputa **a prática dos crimes estampados nos artigos 27-C e 27-D da Lei n 6.385/76.** (Grifou-se).<sup>6</sup>

No caso em comento, concomitantemente à prática do crime no exercício da atividade profissional ligada à função executiva da multinacional brasileira, observa-se também nítida violação de confiança. Nesse aspecto, relevante trazer a ressalva contida nas palavras de Sutherland (2021):

Executivos e diretores de uma empresa são curadores, as olhos da lei, e têm o dever de administrar os negócios da empresa no interesse dela como uma unidade. Ao mesmo

<sup>6</sup> Disponível em <https://www.conjur.com.br/dl/insider-trading-jbs.pdf>, acesso em 15/05/2022.

tempo, esses executivos preservam seus interesses pessoais e interesses de terceiros. Toda pessoa em uma posição de responsabilidade tem de lidar com essa situação, e muitos executivos fazem grandes esforços para conseguir posições com tais interesses múltiplos e conflitantes (SUTHERLAND, 2021, p. 236).

Igualmente relevante a observação de Shapiro (1990) *apud* Cruz Santos (2001) acerca do assunto:

[...] Identificando-se, portanto, o *modus operandi* destas infrações como uma violação de normas a que subjaz uma relação fiduciária urge desenvolver uma noção de *trust*, bem como especificar a natureza dos actos proibidos por aquelas regras (CRUZ SANTOS, 2001, p. 62).

Desta forma, pertinente destacar, mesmo que de forma discreta, a existência de uma coincidência conceitual de *white-collar crime* entre Sutherland e Shapiro, vislumbrada nas palavras Cruz Santos (2001):

[...] É que as posições de confiança cuja violação esta considera essencial serão, em regra, ocupadas pelos detentores do poder a quem aquele dirigiu a sua atenção. Assim, serão os sujeitos de maior respeitabilidade e estatuto social mais elevado a deter os lugares que propiciam as oportunidades para mais eficazmente violar a confiança. Todavia, ainda que esta seja a situação mais comum, as coisas podem passar-se de forma diversa, sendo configuráveis várias hipóteses em que o aproveitamento da posição fiduciária é imputável a meros empregados ou empresários de nível modesto (CRUZ SANTOS, 2001, p. 68).

Nesse compasso, enxerga-se a possibilidade do *insider trading* ser pensado de uma forma singularizada pelas particularidades do autor, na medida em que é cometido no exercício profissional e envolvendo violação de confiança enquanto *occupational crime*, no maior das vezes. Crimes ocupacionais, conforme leciona Cruz Santos (2001):

[...] por um lado, refere-se aos delitos praticados por funcionários contra os interesses das organizações públicas ou privadas, para as quais trabalham; por outro, engloba também as infrações cometidas por pessoas individuais no exercício da suas atividades (CRUZ SANTOS, 2001, p. 81).

Deveras pertinente, assim, vislumbrar o abuso de informação privilegiada enquanto manipulação financeira caracterizada por uma deturpação pública que não representa uma violação discreta e involuntária a regulamentos técnicos, mas algo deliberado e de unidade consistente. Nesse sentido, vale lembrar a caracterização geral proposta por Veblen (1912) *apud* Sutherland (2021), que assim retrata:

O “homem monetário ideal” é semelhante ao delinquente ideal na conversão inescrupulosa de pessoas e bens para seus próprios fins, além do desprezo pelos sentimentos e desejos dos outros e dos efeitos remotos de suas ações, mas a diferença é que o primeiro possui um senso mais agudo de seu status e trabalha com uma visão mais ampla visando um fim remoto (SUTHERLAND, 2021, p. 333).

Convém, então, dizer em breves palavras que o recorte subtemático proposto – trazendo foco a elementos comuns caracterizadores da conjuntura na qual está imersa a criminalidade ora abordada e que, do ponto de vista lançado, podem ser tidos como presentes no delito de *insider trading* –, busca mostrar sucintamente o *modus operandi* na base de tais crimes e que podem estar ligados a várias contendas, talvez motivadoras do não ingresso ou falha de consecução nas etapas de definição do sistema penal.

Um de tais elementos, grifa-se, está intimamente ligado ao fato de ter-se que lidar com uma conjuntura desafiadora de dispersão de responsabilidades no âmbito corporativo, advinda de uma maior racionalização do trabalho, com conseqüente divisão de tarefas em cadeia, com partilhamento de funções. Nas palavras de Cruz Santos (2001):

E como vários sujeitos intercedem, para além disso, relações hierárquicas complexas [...], dificilmente se determinará uma responsabilidade individualizada pelo resultado desvalioso. É que aquela surgirá, quase sempre, como uma responsabilidade partilhada, sem ser possível delimitar com precisão a quota parte que a cada sujeito se deve imputar. [...] Elementos que, em conjunto, tornam pouco eficaz a intervenção penal, cujo processo não pode prescindir quer das normas em matéria de participação, quer de elementos probatórios que outorguem uma certeza da responsabilidade para além da dúvida razoável (CRUZ SANTOS, 2001, p. 106).

Outro ponto que vale destacar está atrelado à dificuldade sentida pela justiça no sancionamento destas infrações, o que não deixa de influenciar a relativa impunidade de que ainda se beneficiam alguns agentes. Ainda conforme o que leciona Cruz Santos (2001):

Ao reconhecermos a indispensabilidade de conhecimentos muito específicos para a descoberta e a subsequente averiguação de tais condutas delituosas – que, para além disso, ocorrem em “espaços reservados” – estamos, conseqüentemente, a afirmar as particulares dificuldades das instâncias formais de controlo na reacção às mesmas. E não nos referimos apenas aos órgãos policiais, frequentemente acusados de impreparação e de falta de condições logísticas. O legislador revela, muitas vezes, problemas na regulamentação de matérias mais complexas, e as autoridades judiciárias sentem, também, particulares dificuldades na apreciação das mesmas (CRUZ SANTOS, 2001, p. 101).

Tais dificuldades evidenciam o contexto desafiador que se apresenta, e que pode ser indício de um resultado com potencial alarmante da diferença entre os crimes efetivamente praticados e os crimes punidos pelo sistema penal. Neste ponto do presente trabalho faz-se

menção, enquanto exemplo do vestígio suscitado, à única condenação penal por *insider trading* desde a criminalização do *insider trading* por meio da lei nº 10.303/01, referente à operação na qual a Sadia fez uma oferta pública para aquisição voluntária das ações da Perdigão em circulação no mercado – único caso criminal, até presente momento, em que houve trânsito em julgado da sentença condenatória.

De capital importância para a análise proposta, a informação estatística apresentada pode ser um indicativo de que os órgãos de controle estatal estão reagindo de forma diferente a determinados fatos e a determinadas pessoas e, deste modo, sob o viés da criminologia do *labeling approach*, poder-se-ia vislumbrar tal constatação enquanto uma cifra negra, e conforme nos lembra Pala Veras (2010):

As causas da existência da cifra negra se prendem às falhas dos próprios filtros pelos quais o crime é conhecido no processo de reação social. São eles, nesta ordem: a) crimes não observados mas praticados; b) crimes observados mas não registrados; c) crimes registrados mas não esclarecidos; d) crimes esclarecidos mas não denunciados; e) crimes denunciados mas que não resultam em condenação (PALA VERAS, 2010, p. 72).

Nesse caminho, reforça-se a ideia de que o delito de *insider trading* pode ser visto sob o aspecto de uma conduta que, embora prevista em lei como crime, não ingressa ou não chega até o fim das etapas de definição do sistema penal e cujos autores, portanto, não chegam a sofrer o estigma da rotulação de criminoso operada pelas instâncias penais. Diante de tal premissa, vale aqui destacar as palavras de Baratta (2002):

As pesquisas sob essa forma de criminalidade lançaram luz sobre o valor das estatísticas criminais e de sua interpretação, para fins de análise da distribuição da criminalidade nos vários estratos sociais [...]. De fato, sendo baseadas sobre a criminalidade identificada e perseguida, as estatísticas criminais, nas quais a criminalidade de colarinho branco é representada de modo enormemente inferior a sua calculável “cifra negra”, distorceram até agora as teorias da criminalidade, sugerindo um quadro falso da distribuição da criminalidade nos grupos sociais (BARATTA, 2002, p. 102).

O supracitado autor italiano, através da sua criminologia crítica, ao ter deslegitimado o sistema penal partindo de um conjunto de princípios que constitui o discurso oficial do direito penal da modernidade e, conforme nos lembra Pala Veras (2010):

A desconstrução de cada um desses princípios, segundo o autor, foi realizada no decorrer da evolução histórica das teorias criminológicas. São estes os princípios: a) Princípio do bem e do mal [...]. b) Princípio da culpabilidade [...]. c) Princípio da legitimidade [...]. **d) Princípio da igualdade** [...]. e) Princípio do do interesse social e

do delito natural [...]. f) Princípio do fim ou da prevenção [...] (PALA VERAS, 2010, p. 143-144). (Grifou-se)

O princípio da igualdade é oriundo de uma ideologia da defesa social que influenciou o sistema penal, a qual fez-se presente no imbricado quadro evolutivo da sociedade burguesa e que também delineou a passagem do estado liberal clássico ao estado social. Cumpre reiterar, foi refutado pela teoria do etiquetamento social e Baratta (2002, p. 42), assim o descreve: [...] “*Princípio de igualdade*. A criminalidade é violação da lei penal e, como tal, é o comportamento de uma minoria desviante. A lei penal é igual para todos. A reação penal se aplica de modo igual aos autores de delitos”.

A desconstrução de tal princípio por Baratta, essencial para o encaminhamento desta parte da análise ora apresentada, é traduzida nas palavras de Pala Veras (2010):

O princípio da igualdade foi contestado pelo *labeling approach*, que afirmou que a criminalidade não é o comportamento de uma minoria de pessoas, mas de quase todos os cidadãos, porém é uma definição conferida a determinados indivíduos pelos órgãos de reação social, operando de forma seletiva. A existência de cifra negra também revela que há certas condutas e pessoas que não são objeto do processo criminal, não integram as estatísticas dos tribunais e da polícia, embora realizem comportamentos descritos na lei como crimes. (PALA VERAS, 2010, p. 146).

A diferença de reação do sistema criminal a certos tipos de delito, dentre os quais o de abuso de informação privilegiada no mercado de capitais – pode-se salientar, na medida em que as estatísticas atinentes ao seu aspecto persecuório-penal apontam para tal – não estaria, então, baseada na gravidade social das condutas, mas em outros fatores, de caráter predominantemente político e social.

### **3 TIPOLOGIA PENAL E TEORIA DO DOMÍNIO DO FATO NO CRIME DE INSIDER TRADING**

#### **3.1 O SUJEITO ATIVO E A TIPOLOGIA PENAL NO DELITO: CRIME COMUM OU PRÓPRIO?**

Conforme já mencionado anteriormente, a lei nº 10.303/01 introduziu o delito de uso indevido de informação privilegiada em nosso ordenamento jurídico – acrescentando à lei nº 6.385/76 (Lei do Mercado de Capitais) o art. 27-D, constante no novo capítulo VII-B – e, concomitantemente, inseriu o § 4º ao art. 155 da lei nº 6.404/76 (Lei das Sociedades Anônimas).

Assim, a lei que criou a CVM e passou a disciplinar o mercado de valores mobiliários, com a alteração acima referida, em seu novo art. 27-D, ficou com a seguinte redação, *in verbis*:

Art. 27-D. Utilizar informação relevante ainda não divulgada ao mercado, **de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo**, capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiro, com valores mobiliários:

Pena – reclusão, de 1 (um) a 5 (cinco) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime.

Em relação à lei da Sociedades Anônimas, sua nova configuração passou a dispor:

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

Em suma, a reforma que por um lado criminalizou a conduta do uso de informação privilegiada para as pessoas obrigadas a guardar sigilo da informação – nos termos do art. 27-D da lei 6.385/76 – e, por outro, vedou a sua utilização [informação relevante] por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso – nos termos do § 4º do art. 155 da lei nº 6.404/76 –, acabou por ensejar uma celeuma jurídica em torno do sujeito ativo praticante do fato previsto como crime na norma penal incriminadora de 2001.

Neste ponto, importante trazer sucintamente o conceito de sujeito ativo enquanto elemento específico do tipo penal. Nas palavras de Greco (2022):

Sujeito ativo é aquele que pode praticar a conduta descrita no tipo. Muitas vezes o legislador limita a prática de determinadas infrações penais a certas pessoas e, para tanto, toma o cuidado de descrever no tipo penal o agente que poderá levar a efeito a conduta nele descrita (GRECO, 2022, p. 540).

Na mesma direção, Bitencourt (2020), assim define:

A conduta (ação ou omissão), pedra angular da Teoria do Crime, é produto exclusivo do Homem. A capacidade de ação, e de culpabilidade, exige a presença de uma vontade, entendida como faculdade psíquica da pessoa individual, que somente o ser humano pode ter. Sujeito ativo é quem pratica o fato descrito como crime na norma penal incriminadora. Para ser considerado sujeito ativo de um crime é preciso executar total ou parcialmente a figura descritiva de um crime (BITENCOURT, 2020, p. 675).

Assim, o delito quando analisado sob a perspectiva de seu agente, acabou por suscitar interpretações divergentes quanto a sua amplitude. Quem poderia ser reputado *insider*? Apenas os administradores de companhias abertas, bem como seus subordinados e terceiros de sua confiança? Ou o rol de possíveis *insiders* poderia ser ampliado? Essencial discorrer, então acerca da classificação da figura do *insider*.

Nessa direção, denota-se o papel que a CVM assumiu, especialmente em relação à edição da Instrução nº 31/84, exercitando a atribuição de agência reguladora e visando tentar resolver algumas insuficiências legais correlatas ao tema. Em 2002, ao publicar novo documento legal e revogar o ato editado no ano de 1984, por meio da resolução CVM nº 358, em seu art. 13, o órgão regulador de mercado contribuiu para uma melhor distinção entre os tipos de *insiders*<sup>7</sup>. Dispõe o artigo, *in verbis*:

Art. 13. Antes da divulgação ao mercado de ato ou fato relevante ocorrido nos negócios da companhia, é vedada a negociação com valores mobiliários de sua emissão, ou a eles referenciados, **pela própria companhia aberta, pelos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, ou por quem quer que, em virtude de seu cargo, função ou posição na companhia aberta, sua controladora, suas controladas ou coligadas**, tenha conhecimento da informação relativa ao ato ou fato relevante.

§ 1º A mesma vedação aplica-se a **quem quer que tenha conhecimento de informação referente a ato ou fato relevante**, sabendo que se trata de informação ainda não divulgada ao mercado, **em especial àqueles que tenham relação comercial, profissional ou de confiança com a companhia, tais como auditores independentes, analistas de valores mobiliários, consultores e instituições integrantes do sistema de distribuição**, aos quais compete verificar a respeito da divulgação da informação antes de negociar com valores mobiliários de emissão da companhia ou a eles referenciados. (Grifou-se).

<sup>7</sup> Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/300/inst358consolid.pdf>. Acesso em: 21/04/2022.

O dispositivo menciona categorias de sujeitos que revestem as características de *insider*. Para melhor compreensão da referida caracterização, traz-se aqui a classificação sugerida por Pedrosa Augusto (2004):

(i) “**Corporate insiders** – pessoas com relação de confiança com a sociedade e respectivos accionistas, como administradores, directores ou mesmo empregados, também designados como insiders primários”; (ii) “**Temporary insiders** – pessoas que adquirem informação privilegiada através de relação esporádica e ocasional com a sociedade, como advogados, analistas ou consultores”; (iii) “**Traders, tippers ou tippees** – pessoas que não se enquadram em nenhuma das outras categorias e que recebem, directa ou indirectamente, uma informação privilegiada, realizando com base nela operações sobre valores mobiliários”, também conhecidos como secondary insiders”. (PEDROSA AUGUSTO, perspectiva sobre o enquadramento jurídico-societário no ordenamento português. O direito, v. 136, n. 4, p. 999-1042, 2004). (Grifou-se).

Na mesma linha, Smanio (2021) assim discorre:

Entende-se que o “*Insider*” Primário é o que está dentro da companhia e acompanha a operação, enquanto o Secundário seria o que recebe a dica do Primário, ou seja, o secundário depende do primário. Portanto, pode se considerar que esta diferença é fundamental e brutal, uma vez que a estrutura probatória é bastante diversa daquela aplicável aos chamados *Insiders* primários ou a eles equiparados (SMANIO, 2021, p. 146).

Por fim, contribuindo para uma melhor conceituação de *insider*, Müssnich (2017) assim refere:

Os *insiders* primários, também conhecidos como institucionais são aquelas pessoas que possuem acesso direto à informação privilegiada, em razão de sua função ou cargo, isto é, que estão no interior da companhia (*corporate insiders*). Essa categoria incorpora administradores, acionistas, controladores e empregados da sociedade [...]. Os *insiders* secundários, por sua vez, não possuem acesso direto à informação privilegiada, obtendo tal informação por meio de outra pessoa, normalmente ou *insider* – seja ele primário seja secundário. Por não fazerem parte companhia, são também chamados de *insiders* de mercado (*market insiders*) ou mesmo de *outsiders*. Como recebem a informação de outras pessoas, é comum o emprego da expressão *tippers* para referir a essa espécie de *insider*, sendo aqueles que transmitem a informação denominados *tippers* (MÜSSNICH, 2017, p. 45).

Diante disso, verifica-se que os *insiders* primários são aqueles – em razão de sua condição de controladores – possuem acesso à informação que pessoas comuns não detém, dado que ocupam cargo na administração ou ainda no exercício de uma função, podendo até ser pública, de uma profissão ou de um ofício, ainda que temporário<sup>8</sup>, porém que permita o

---

<sup>8</sup> “Concebeu-se a figura do *insider* temporário (*temporary* ou *constructive insider*), para designar a categoria de profissionais que, muito embora não sejam empregados ou administradores, possuam uma relação de fidúcia

acesso direto a uma informação privilegiada. Os *insiders* secundários – *tipees* –, por sua vez, são aqueles que recebem a informação privilegiada, direta ou indiretamente dos *insiders* primários.

Como dito anteriormente, foi no âmbito dos *insiders* secundários que a problemática estabeleceu-se, pois a depender da perspectiva, o entendimento atinente à reforma poderia conferir um contorno de menor ou maior amplitude concernente ao sujeito ativo do delito, e, por conseguinte, determinando, por conseguinte, seu tipo penal. De Grandis (2011), ao reportar-se pontualmente ao art. 27-D da Lei do Mercado de Capitais, assim entende:

[...] Deveras, tendo em vista as balizas impostas pelo tipo penal estampado no art. 27-D da Lei n. 6.385/76 somente aquelas pessoas que tenham o *dever de manter o sigilo* sobre a informação relevante é que podem figurar como o sujeito ativo do delito de *insider trading*. Trata-se de um *crime próprio ou especial*, pois pressupõe no agente uma particular qualidade ou condição pessoal (DE GRANDIS, Rodrigo. **Aspectos penais do uso de informação privilegiada (insider trading) no direito brasileiro** p. 163-170, 2011).

Neste caso, depreende-se da posição do ilustre autor, incidem no tipo penal de *insider trading* tão somente os administradores, conselheiros e diretores da companhia, os membros de conselho fiscal, os acionistas controladores, diretos e indiretos, e aqueles que tenham alguma relação comercial, profissional ou de confiança com a companhia (auditores independentes, analistas de valores mobiliários, advogados, consultores, entre outros). Trata-se, portanto, de uma visão que pressupõe que tais sujeitos – na qualidade de *insiders* primários – possuem presunção relativa de que efetivamente detinham as informações privilegiadas, tendo em vista possuírem acesso direto a elas.

De outro ângulo, Requião (2012), aponta entendimento sob uma perspectiva mais ampla de caracterização, qual seja:

A Lei nº 10.303/2001, acentuando a importância de se impedir o uso de informações reservadas e relevantes a respeito da companhia e seus negócios, estendeu a proibição de utilização de tais informações a qualquer pessoa, com finalidade de obter vantagem pessoal ou favorecer terceiros. Ocorre-nos que este será o caso, v. g., de advogados, contadores, auditores, avaliadores que eventualmente prestem serviços à companhia na fase de tratativas ou organização de fusões, incorporações, impetração de pedido de recuperação ou confissão de falência etc. Tais informações poderão ser preciosas tanto para a aquisição como para a venda de ativos, influenciando nas cotações do mercado (REQUIÃO, 2012, p. 147).

---

com a companhia, derivada do exercício de função ou desempenho de atividade que lhes confira acesso direto às informações. Constituem, portanto, uma categoria especial de *insiders* primários em razão do acesso direto à informação privilegiada e da especial relação de confiança estabelecida com a companhia. São exemplos elucidativos os advogados, consultores, contadores e executivos de bancos de investimento que prestam serviços à companhia (MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. *O insider trading no Direito Brasileiro*. São Paulo: Saraiva, 2017, p. 45).

Em consonância à uma concepção mais ampliada dos possíveis sujeitos ativos, Corsetti (2013), assim refere:

Quanto ao sujeito ativo, o delito de uso indevido de informação privilegiada é crime comum, podendo ser praticado por qualquer pessoa, desde que saiba estar na posse de informação privilegiada. O elemento normativo: “deva manter sigilo”, em uma leitura rápida, poderia levar a crer, equivocadamente, que estamos diante de crime próprio, uma vez que o art 155 da Lei das Sociedades Anônimas elenca algumas das pessoas que têm tal dever e, portanto, somente elas poderiam praticá-lo. No entanto, a nosso juízo, não é essa a melhor interpretação. A Lei 10.303, de 2001, que introduziu o delito de uso indevido de informação privilegiada no nosso ordenamento jurídico, também inseriu o §4º ao art. 155 da Lei 6.404/76. A partir dessa alteração qualquer pessoa pode ser autora do delito, uma vez que este parágrafo proíbe a “*utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso*” (CORSETTI, 2013, p. 123).

Diante de tal contextualização, buscou-se evidenciar, até aqui, a evolução do enquadramento legal do sujeito ativo do delito, bem como as correntes doutrinárias correlatas. No entanto, mesmo que o legislador tenha pretendido ampliar o escopo de atuação da lei – fazendo com que a proibição fosse estendida a qualquer pessoa, desde que sabendo tratar-se de informação privilegiada, ainda que não divulgada ao mercado –, verificou-se, como demonstrado, que o tipo penal permaneceu sendo objeto de amplo debate doutrinário, resultando em diversas teses e questionamentos acerca do seu alcance e da sua aplicabilidade.

Assim, nova reforma veio em 2017 com a edição da Lei nº 13.506/17, promovendo equalização do tipo penal, com alteração do art. 27-D da Lei nº 6.385/76, cuja redação atual assim dispõe, *in verbis*:

Art. 27-D. Utilizar informação relevante de que tenha conhecimento, ainda não divulgada ao mercado, que seja capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiros, de valores mobiliários:

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.

§ 1º Incorre na mesma pena quem repassa informação sigilosa relativa a fato relevante a que tenha tido acesso em razão de cargo ou posição que ocupe em emissor de valores mobiliários ou em razão de relação comercial, profissional ou de confiança com o emissor.

§ 2º 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.

Nesta senda, tem-se que o tipo penal não mais possibilitou leitura no sentido de estar-se diante de um crime próprio – o qual restringia o círculo de possíveis autores do delito aos detentores de dever de sigilo –, na medida em que a prática da conduta por titular de dever de sigilo não é mais pressuposto do tipo, mas causa de aumento da pena aplicável (art. 27-D, §2º).

Vê-se, portanto, que com a tipologia penal mais bem sedimentada, o delito passou a efetivamente ser considerado crime comum, cujo conceito pode ser delineado reportando-se ao ensinamentos de Hungria (1972):

Crimes comuns e especiais (ou próprios, *Sonderverbrechen*, *Standesverbrechen*) : **comuns são os que podem ser praticados por qualquer pessoa**; especiais os que pressupõem na agente uma particular qualidade ou condição pessoal, que pode ser de cunho social (ex.: funcionário público, militar, comerciante, empregador, empregado, médico) ou natural (mulher, mãe, ascendente, descendente). (HUNGRIA, 1972, p. 53). (Grifou-se).

Na mesma direção, Greco (2022), leciona:

**Crime comum é aquele que pode ser praticado por qualquer pessoa, não exigindo o tipo penal nenhuma qualidade especial para que se possa apontar o sujeito ativo.** A qualidade de comum também poderá ser considerada levando-se em consideração o sujeito passivo. Isso quer dizer que pode ocorrer, em algumas situações, que o crime, por exemplo, seja comum com relação ao sujeito ativo e não o seja com relação ao sujeito passivo, cuja qualidade especial é exigida pelo tipo (GRECO, 2022, p. 418). (Grifou-se).

Por fim, cabe lembrar, em 1º de setembro de 2021, entrou em vigor a Resolução CVM de nº 44, que em seu art. 13, dispõe, *in verbis*: “É vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, mediante negociação de valores mobiliários”. (Grifou-se).

O objetivo da nova resolução foi alinhar a regulamentação do órgão regulador com a própria jurisprudência da agência e, concomitantemente, com os principais diplomas legais correlatos, conferindo maior clareza ao regime de presunções<sup>9</sup> em casos de insider trading. As

---

<sup>9</sup> Resolução CVM de nº 44/21, art.13, § 1º. **Para fins da caracterização do ilícito de que trata o caput, presume-se que: I** – a pessoa que negociou valores mobiliários dispondo de informação relevante ainda não

principais alterações envolveram presunções de uso, de acesso e de ciência da relevância da informação privilegiada, e vedações autônomas a negociações de insiders, antes da divulgação de informações contábeis.

### 3.2 TRANSPOSIÇÃO DA TEORIA DO DOMÍNIO DO FATO À APURAÇÃO DO CRIME DE *INSIDER TRADING*: ALGO RAZOÁVEL?

Em relação à teoria ora tratada, inicialmente mostra-se relevante destacar que seu autor, Claus Roxin, a desenvolveu quando os crimes do nazismo começaram a ser julgados, com a intenção de evitar que aqueles que comandavam o partido fossem condenados como meros partícipes. Nas palavras do referido autor:

Esta figura jurídica foi desenvolvida por mim, pela primeira vez, no ano de 1963. Ela se baseia na tese de que em uma organização delitiva os homens de trás, que ordenam fatos puníveis com poder de mando autônomo, também podem ser responsabilizados como autores mediatos, se os executores diretos igualmente forem punidos como autores plenamente responsáveis. Esses homens de trás são caracterizados, na linguagem alemã corrente, como ‘autores de escritório’ (*Schreibtischtäter*) (ROXIN, Claus. O domínio por organização como forma independente de autoria mediata. *Panóptica, Law E-Journal*, n. 4, p. 69-70, 2009)<sup>10</sup>.

Importante dizer, a teoria do domínio do fato, como toda teoria jurídica – direta ou indiretamente o deve ser – é uma resposta a um problema concreto. Nas palavras de Greco (2013, p. 65): “ O problema que a teoria se propõe a resolver, como já se insinuou, é o de distinguir entre *autor* e *partícipe*. Em geral, assim, não se trata de determinar se o autor será punido ou não punido e, sim, se o será como autor ou como partícipe<sup>11</sup>.

Em semelhante caminho descritivo, Müssnich (2017) assim refere:

---

divulgada fez uso de tal informação na referida negociação; **II** – acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração e do conselho fiscal, e a própria companhia, em relação aos negócios com valores mobiliários de própria emissão, têm acesso a toda informação relevante ainda não divulgada; **III** – as pessoas listadas no inciso II, bem como aqueles que tenham relação comercial, profissional ou de confiança com a companhia, ao terem tido acesso a informação relevante ainda não divulgada sabem que se trata de informação privilegiada; **IV** – o administrador que se afasta da companhia dispondo de informação relevante e ainda não divulgada se vale de tal informação caso negocie valores mobiliários emitidos pela companhia no período de 3 (três) meses contados do seu desligamento; [...]. (Grifou-se).

<sup>10</sup> Disponível em: <https://periodicos.ufn.edu.br/index.php/disciplinarumSA/article/view/1554>. Acesso em: 20/05/2022.

<sup>11</sup> Greco, Luis; LEITE, Alaor. **O que é e o que não é a teoria do domínio do fato sobre a distinção entre autor e partícipe no direito penal**. Revista dos Tribunais, São Paulo, SP, v. 933, p. 61-92, 2013.

Assim, de acordo com a teoria do domínio do fato, autor será aquele que, consciente, domina a realização do fato típico por meio do poder de determinar o seu modo e, inclusive, de interrompê-lo; é a figura central na realização do delito. Por outros termos, a autoria do crime não se limita àquele que realiza a conduta típica, mas engloba, também, aquele que se utiliza de uma pessoa (autoria mediata). Por outro lado, o partícipe limita-se a colaborar com o fato, dominado pelo autor (MÜSSNICH, 2017, p. 123).

Diante do exposto, necessário abordar as manifestações concretas da ideia do domínio do fato, quais sejam: (i) domínio da ação; (ii) o domínio da vontade; e (iii) o domínio funcional do fato. Traz-se foco para a segunda manifestação, a qual está ligada à autoria mediata e, igualmente, triparte-se nas seguintes razões: domínio da vontade sob coação; domínio da vontade sob erro; e domínio por meio de um aparato organizado de poder. Este último, vale lembrar, nas palavras de Roxin (2009), está calcado em quatro pressupostos, a saber:

O domínio do fato em virtude de aparatos organizados de poder baseia-se concretamente em quatro dados: no **poder de mando**, na **desvinculação do direito pelo aparato de poder**, na **fungibilidade e na disposição essencialmente elevada do executor ao fato**. Como estes pressupostos existem apenas no injusto do sistema estatal, no “Estado criminoso dentro do Estado”, assim como a máfia e formas semelhantes de manifestação da criminalidade organizada, **não se pode transferir esta figura jurídica aos fatos puníveis em empresas econômicas [...]. Aqui é necessária uma regulamentação especial referente à responsabilidade do dirigente por fatos puníveis que foram cometidos na empresa**. A responsabilidade penal das pessoas que controlam ou decidem é reduzida a um dever de garantidor que fundamenta uma forma independente de autoria (ROXIN, Claus. O domínio por organização como forma independente de autoria mediata. *Panóptica, Law E-Journal*, n. 4, p. 93-94, 2009).<sup>12</sup> (Grifou-se).

Atinente ao segundo pressuposto, acima mencionado, merecem destaque as palavras de Greco (2013), que sublinha a temática fazendo o seguinte apontamento:

Roxin, desde sua primeira manifestação até a última, e Schünemann, insistem nesse critério. Apenas organizações de natureza criminosa, que se encontrem, nesse sentido, *dissociadas, apartadas da ordem jurídica*, como máfias, grupos terroristas ou ditaduras, conferem ao superior que emite ordens o domínio sobre a atuação concreta e responsável dos executores de suas ordens (GRECO, Luis. O que é e o que não é a teoria do domínio do fato sobre a distinção entre autor e partícipe no direito penal. *Revista dos Tribunais*, São Paulo, SP, v. 933, p. 74, 2013).

Assim sendo, quando analisa-se a possibilidade de transposição da presente teoria à apuração do delito de *insider trading*, mostra-se de capital importância pensar a problemática

---

<sup>12</sup> Disponível em: <https://periodicos.ufn.edu.br/index.php/disciplinarumSA/article/view/1554>. Acesso em: 20/05/2022.

fazendo-se a seguinte indagação: o mero fato de alguém desempenhar uma função de importância ou de ter um cargo de comando numa empresa, pode funcionar como uma presunção de que o acusado teve acesso a determinadas informações, ou de que deva ser responsabilizado pela prática de fraudes perpetradas pela entidade que comanda?

Nesta etapa da análise, impende trazer à baila posicionamentos importantes correlacionados à aplicação da teoria, a exemplo do julgamento pelo STF da Ação Penal nº 470, conhecida “por alguns” de “caso mensalão”. Naquela oportunidade, conforme as palavras da Ministra Rosa Weber:

Do mesmo modo nos crimes empresariais a imputação, em regra, deve recair sobre os dirigentes, o órgão de controle, que traça os limites e a qualidade da ação que há de ser desenvolvida pelos demais. Em verdade, a teoria do Domínio do Fato constitui uma decorrência da teoria finalista de Hans Welzel. O propósito da conduta é de quem exerce o controle, de quem tem o poder sobre o resultado. Desse modo, no crime com utilização de empresa, autor é o dirigente ou dirigentes que pode evitar que o resultado ocorra.<sup>13</sup>

De outro ângulo, o revisor da ação penal acima mencionada, Ministro Ricardo Lewandoski, ao emitir análise acerca da aplicação da teoria pelos seus colegas de Tribunal, assim dispôs:

Existem, ainda aqueles que restringem a utilização da referida teoria a casos muito específicos, na linha, aliás, da formulação inicial de Roxin, tal como fazem Zaffaroni e Pierangeli. [...] O próprio Claus Roxin, autor que criou a citada teoria em 1963, a proferir aula inaugural na Universidade de Lucena, na Suíça, em 21 de junho de 2006, manifestou preocupação com o alcance indevido que alguns juristas e certas cortes de justiça, em especial o Supremo Tribunal Federal alemão, estariam dando a ela, especialmente ao estendê-la aos delitos econômicos [...]<sup>14</sup>

Destaca-se igualmente, as importantes observações de Alaor Leite e Luiz Greco, alunos de Roxin que bem explicam a teoria do domínio do fato. Segundo os autores:

Na prática: a teoria do domínio do fato não condena quem, sem ela, seria absolvido; ela não facilita, e sim dificulta condenações. Sempre que for possível condenar alguém com a teoria do domínio do fato, será possível condenar sem ela. Passemos aos mitos. A teoria não serve para responsabilizar um sujeito apenas pela posição que ele ocupa. No direito penal, só se responde por ação ou por omissão, nunca por mera posição.<sup>15</sup>

<sup>13</sup> Ação Penal n. 470, Relator Min. Joaquim Barbosa, j. em 17-12-2012. Brasília: STF, 2012. p. 1.160-1.161. Disponível em: <http://s.conjur.com.br/dl/ap470.pdf>. Acesso em: 06/06/2022.

<sup>14</sup> *Ibidem*. p. 4.952-4.953.

<sup>15</sup> <https://www.conjur.com.br/2013-out-18/luis-greco-alaor-leite-fatos-mitos-teoria-dominio-fato>. Acesso em: 06/06/2022.

É de frisar-se, nesta senda, as palavras de Müssnich (2017) ao abordar a aplicação da teoria do domínio à apuração do crime de abuso de informação privilegiada no mercado de capitais. Leciona o autor:

Igualmente essencial é registrar a absoluta impossibilidade de transpor a teoria do domínio do fato à apuração de ilícitos de *insider trading*, de natureza empresarial, tanto mais da forma “elástica” em que foi aplicada pelo Supremo Tribunal Federal no julgamento do “Caso Mensalão” (MÜSSNICH, 2017, p. 130).

O enfrentamento da questão, como se nota, exige cuidado, pois a depender do caminho a ser trilhado, conforme Müssnich (2017, p. 130) “[...] seu impacto sobre o funcionamento e o desenvolvimento do mercado financeiro e de capitais parece mais que potencial; pode mesmo determinar o destino de parte da atividade das instituições financeiras”.

---

## 4 ENFORCEMENT A PARTIR DA LEI Nº 10.303/01 E ANÁLISE DE CASO CONCRETO

### 4.1 A CONDENAÇÃO PENAL, A PARTIR DO ADVENTO DA LEI Nº 10.303/01

Conforme já mencionado, em 2001 o uso indevido de informação privilegiada passou a ser considerado – além de ilícito administrativo – uma conduta criminoso, com o advento da Lei nº 10.303/01, que acrescentou o art. 27-D à Lei nº 6.385/76. Em 2017, a Lei nº 13.506/17 promoveu alterações ao tipo penal, cuja amplitude não foi ainda devidamente mensurada. Partindo dessa informação basilar, pergunta-se: a prática de *insider trading* vem mesmo sendo combatida no Brasil?

Na medida em que analisa-se a evolução da atividade persecutória, nota-se que houve importante alteração em relação ao aspecto investigativo e julgador atinente ao delito em comento, que pode estar relacionado com o termo de cooperação entre CVM e MPF, firmado em 2008, objetivando troca de informações. O objeto do referido instrumento – cujo último termo aditivo o prorrogou até 08/05/2023 -, vale lembrar, assim dispõe:

São objeto o estreitamento do relacionamento institucional entre os convenentes, de modo a imprimir maior agilidade e efetividade nas ações de prevenção, apuração e repressão às práticas lesivas ao mercado de capitais; o fornecimento e o intercâmbio de informações, documentos, estudos e trabalhos técnicos relacionados à regulação e à fiscalização do mercado de valores mobiliários; ampla cooperação técnica e científica por meio do desenvolvimento conjunto de estudos e pesquisas; comunicações entre os convenentes para adoção de medidas legais cabíveis em defesa dos interesses do mercado de valores mobiliários e dos seus respectivos investidores.<sup>16</sup>

Importante trazer à colação, tem-se notícia da existência, até o momento atual, de, ao menos, dez ações penais relativas ao delito, envolvendo as seguintes empresas: Sadia, Randon, Mundial, Brasil Ecodiesel, Codesa, Klabin, OGX, OSX e JBS. Nas palavras de Prado (2020, p. 64) “ [...] essas ações correm ou correram na Justiça Federal, dado o entendimento consolidado no Superior Tribunal de Justiça acerca da competência federal para o julgamento do delito”. Em relação ao *decisum* emanado daquele Egrégio tribunal, cabe destacar:

RECURSO EM HABEAS CORPUS. CRIMES CONTRA O MERCADO DE CAPITAIS. MANIPULAÇÃO DE MERCADO E INSIDER TRADING.

<sup>16</sup> Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/convenios/mpf.html>. Acesso em: 31/05/2022.

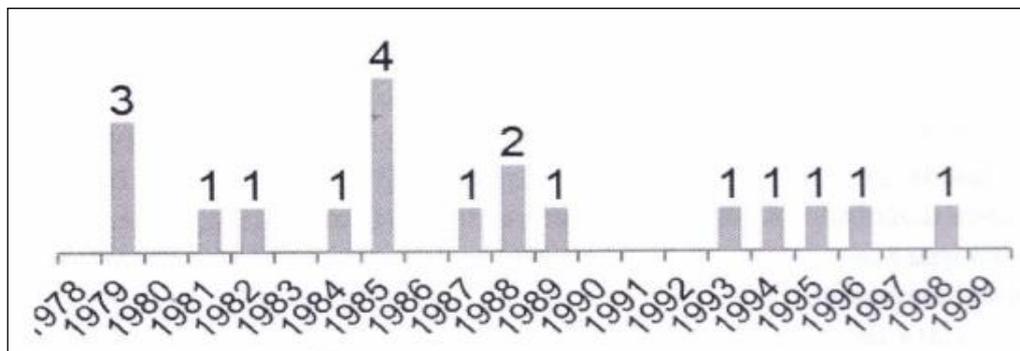
COMPETÊNCIA DA JUSTIÇA FEDERAL. MAGNITUDE DA LESÃO. INTERESSE DA UNIÃO. CRIME CONTRA O SISTEMA FINANCEIRO. DISTRIBUIÇÃO. VARAS ESPECIALIZADAS. SUPOSTA ILEGALIDADE. INEXISTÊNCIA. RECURSO EM HABEAS CORPUS NÃO PROVIDO. [...] A Lei n. 6.385/1976, ao dispor sobre os crimes contra o mercado de capitais - os quais, ao menos em tese, poderiam atingir o complexo sistema financeiro -, nada previu a respeito da competência. [...] É necessário verificar se o delito, como se depreende na espécie, se enquadra em alguma das hipóteses previstas no art. 109, IV, da CF. [...]. 6. No caso, a denúncia foi recebida pelos crimes de manipulação de mercado e insider trading. A conduta, tal como descrita, foi capaz de movimentar, no mercado, quantia que totalizou um volume de R\$ 33.700.460,00. Segundo o Parquet, pela dimensão das perdas, houve reflexo no sistema financeiro, sobretudo pelo prejuízo suportado pelo mercado investidor, da ordem de R\$ 70.326.802,80. **Em razão disso, os crimes imputados ao recorrente tiveram o condão de afetar ou, ao menos, expor concretamente a lesão a própria credibilidade do sistema financeiro, com possíveis prejuízos a um número elevado de investidores, a justificar a competência federal.** [...]. 8. Recurso em habeas corpus não provido (STJ - RHC: 82799 RJ 2017/0074762-0, Relator: Ministro ROGERIO SCHIETTI CRUZ, Data de Julgamento: 27/11/2018, T6 - SEXTA TURMA, Data de Publicação: DJe 06/12/2018). (Grifou-se).

A primeira denúncia na esfera criminal pela prática do delito de *insider trading*, ressalta-se, somente foi oferecida em 2009 pelo Ministério Público Federal de São Paulo, com a ocorrência de apenas um trânsito em julgado condenatório até o momento. Nas palavras de Prado (2020):

Esse primeiro caso criminal – e o único que houve trânsito em julgado da sentença condenatória – refere-se à operação na qual a Sadia fez uma oferta pública para aquisição voluntária de ações da Perdigão em circulação no mercado. Trata-se de caso que movimentou reguladores de dois países – Securities and Exchange Commission – SEC, nos Estados Unidos e CVM, no Brasil, bem como a estrutura institucional penal brasileira (PRADO, 2020, p. 65).

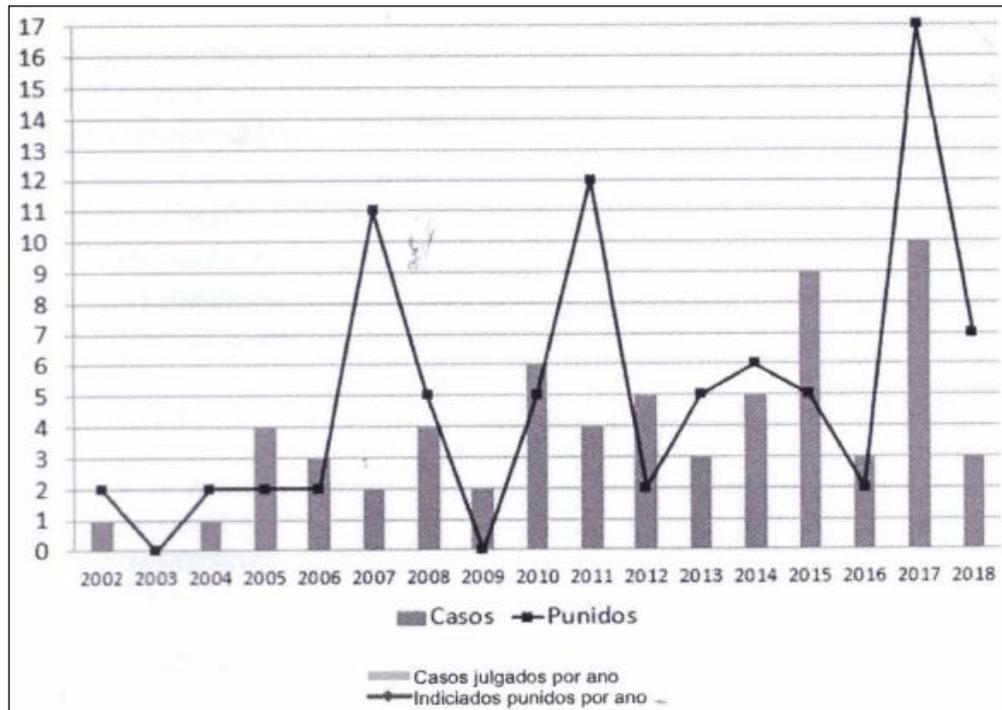
Paralelamente, imprescindível demonstrar a evolução persecutória na seara administrativa através de casos julgados por ano no âmbito da CVM – antes e após o advento da Lei nº 10.303/01 –, frente às informações trazidas até aqui.

**Gráfico 01 - Casos de *insider trading* julgados por ano, no período de 1978-1999**



**Fonte: Comissão de Valores Mobiliários.**

**Gráfico 02 - Distribuição das punições por *insider trading*, no período de 2002-2018**



**Fonte: Comissão de Valores Mobiliários.**

Conforme infere-se dos dados constantes no gráfico 02, entre 2002 e 2018, foram julgados 56 processos pela CVM, com 85 autores punidos. Nota-se, pois, que após a criminalização do delito em 2001, houve relevante atuação julgadora do órgão regulador, na medida em que o hodierno dispositivo legal também trouxe uma nova norma sobre o uso de informação privilegiada fora do âmbito criminal.

Ressalta-se, tal mudança de paradigma punitivo na seara administrativa adveio da nova legislação que enfatizou o mandato legal da CVM de proteger os investidores contra o uso de informações privilegiadas, quando acrescentou a letra “c” no item IV do art. 4º da Lei 6.385/76, determinando de forma expressa que cabe à CVM, *in verbis*:

Art . 4º O Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários exercerão as atribuições previstas na lei para o fim de: [...] IV - proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra: [...] c) o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários.

Apesar da evolução no conteúdo de regras e decisões jurisprudenciais, uma das dificuldades encontradas pode estar intimamente relacionada à falta de homogeneidade na tomada de decisão por parte de quem propõe medidas judiciais e da parte de quem julga. Conforme nos alerta Prado (2020):

Não se conhece nenhum afrouxamento evidente por parte das instituições responsáveis pelo combate desse ilícito. [...] é possível afirmar que o arsenal de ferramentas e mecanismos jurídicos disponível não sinaliza necessariamente punição exemplar e repressiva co relação ao uso de informações privilegiadas. A diversidade de procedimentos e respectivas soluções pode levar a distintos resultados (PRADO, 2020, p. 74).

Assim, tomando por referencial o exposto até aqui, salienta-se que, neste ponto da pesquisa, a presente análise intenta registrar um momento histórico e, ao mesmo tempo, instigar novas reflexões e apontar discretamente possíveis conexões que ajudem a vislumbrar de uma maneira mais cristalina o aspecto condenatório atinente ao delito de *insider trading* – após o ingresso da Lei nº 10.303/01 no arcabouço normativo –, na medida que verifica-se modesto *enforcement* no âmbito dos julgados criminais, quando comparado com a execução realizada no âmbito administrativo, sem olvidar, por óbvio, das dificuldades que permeiam o aspecto punitivo na seara penal.

#### 4.2 EXEMPLOS DE *INSIDER TRADING* E O *LEADING CASE* SADIA-PERDIGÃO

Conforme dito precedentemente, tem-se notícia da existência de algumas ações penais relativas ao crime de abuso de informação privilegiada até o momento e, dentre essas, traz-se destaque aos casos que relacionam-se às empresas Random, Mundial e Sadia.

O primeiro deles faz menção ao episódio envolvendo o acionista controlador da empresa Random S.A, seus familiares (esposa e filhos) e alguns administradores da empresa, que atua no setor de transportes de cargas em caxias do Sul, Rio Grande do Sul. Ocorre que tais agentes adquiriram ações dois meses antes ao anúncio sobre a entrada – como sócia da companhia – da empresa norte-americana ArvinMerit, que foi formalizada em agosto de 2002, o que ocasionou um *upside* na ordem de 120% em relação à cotação do ativo da companhia negociado no mercado de capitais. Ao discorre sobre as peculiaridades do caso, Prado (2020), assim dispõe:

A denúncia pelo Ministério do Rio Grande do Sul contra seis acusados foi realizada no início de 2010 e, após longa discussão sobre competência, o processo foi parar na Vara Federal Criminal de São Paulo, especializada em crimes financeiros e de lavagem de dinheiro. **Em 2011, houve absolvição sumária de dois réus** em virtude de prescrição por idade (mais de setenta anos) e, **no final de 2012, foi extinta a punibilidade de outro réu por motivos de prescrição**. Ainda em 2012 houve suspensão do processo (art. 89 da Lei nº 9.099/1995), em razão da aceitação da proposta pelo Ministério Público Federal de que os réus pagassem multas individuais destinadas à CVM, mais prestação de serviços à comunidade e comparecimento à justiça. **Somente em 2014, houve extinção da punibilidade dos demais réus** (PRADO, 2020, p. 66). (Grifou-se).

O segundo caso – relacionado à Mundial S.A. – refere-se a uma denúncia apresentada pelo Ministério Público do Rio Grande do Sul em 30 de dezembro de 2012, no qual cerca de dez pessoas foram denunciadas formação de quadrilha e manipulação de mercado. Atinente ao exemplo trazido, Prado (2020) descreve:

Dois acusados foram condenados, em primeira instância, por manipulação de mercado e uso indevido de informação privilegiada, à pena de 3 (três anos) e nove 9 (nove) meses de reclusão, além de multas: o controlador, Presidente e Diretor de Relações com Investidores da companhia; e um agente autônomo de investimentos. O primeiro, detentor do dever de sigilo, teria repassado ao segundo dados sobre resultados financeiros da Mundial S/A e redução da dívida fiscal da companhia. Com base nessas informações, ainda não divulgadas ao mercado, o agente autônomo de investimentos negociou valores mobiliários. **No julgamento da apelação, o Tribunal Regional Federal da 4ª Região absolveu ambos os réus da prática do uso de informação privilegiada [...]** (PRADO, 2020, p. 67). (Grifou-se).

Convém sublinhar, em relação a essa ação penal, o STJ admitiu, ainda na redação anterior ao advento da Lei nº 13.506/2017, que, embora o crime somente pudesse ser praticado, na qualidade de autor, por pessoa detentora de dever de sigilo, era possível a participação de terceiros que, cientes da informação privilegiada repassada por titular do dever de sigilo, a utilizavam em negociação de valores mobiliários. Cabe destacar o conteúdo da ementa recusal, qual seja:

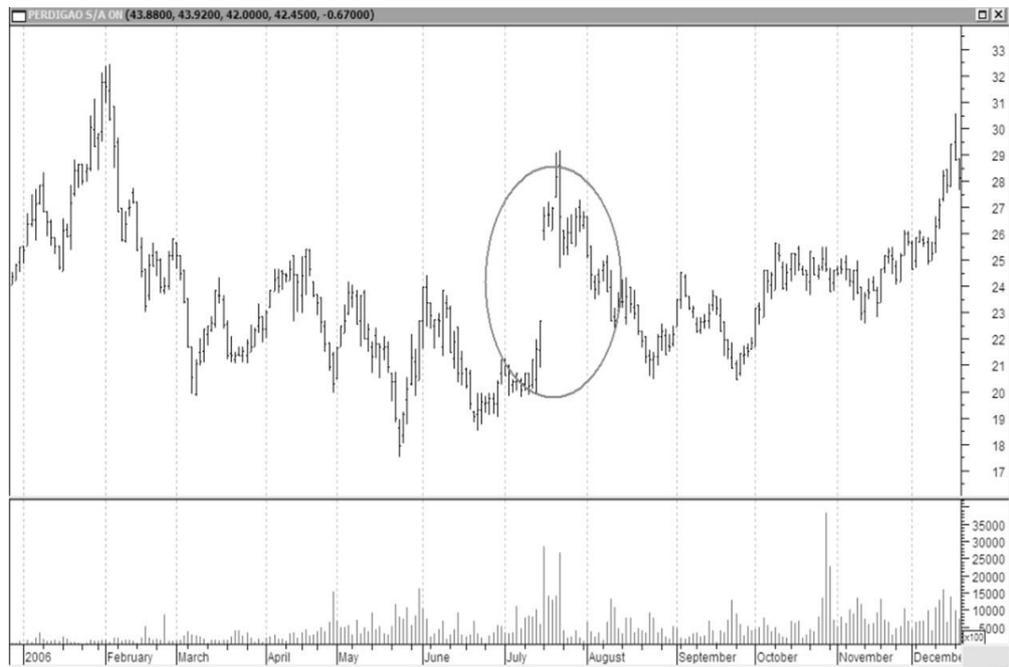
RECURSO ORDINÁRIO. HABEAS CORPUS. MERCADO DE AÇÕES. INFORMAÇÕES SIGILOSAS. LEI N. 6.385/1976. TRANCAMENTO DE AÇÃO PENAL. MEDIDA EXCEPCIONAL. [...] 2. Dever de sigilo previsto no art. 27-D da Lei n. 6.385/1976. Condição objetiva relacionada aos agentes em razão da função ou cargo exercidos. **Possibilidade de eventual punição a terceiros na forma do art. 29 do Código Penal. Elementares do tipo que se comunicam ao partícipe, desde que ele tenha delas conhecimento (art. 30 do CP)**. Precedentes. 3. Recurso ordinário em habeas corpus conhecido e improvido. Liminar cassada (STJ - RHC: 46315 RS 2014/0059633-4, Relator: Ministro SEBASTIÃO REIS JÚNIOR, Data de Julgamento: 25/08/2015, T6 - SEXTA TURMA, Data de Publicação: DJe 25/09/2015). (Grifou-se).

O terceiro evento, paradigmático, está associado ao episódio de uma oferta pública para aquisição voluntária pela Sadia, das ações da Perdigão em circulação no mercado. Em relação a esse caso, Prado (2020) minucia:

Com informações ainda não divulgadas ao mercado sobre a operação de oferta pública de aquisição pela Sadia de ações de emissão da Perdigão, o Diretor de relações com Investidores (DRI), mais um membro do Conselho de Administração da Sadia, e um funcionário da ABNAMRO, banco que assessorava a operação, negociaram *American Depositary Receipts* – ADRs (certificados de ações da companhia brasileira negociados no mercado americano) da Perdigão na Bolsa de Nova Iorque (NYSE). As negociações de compra e venda dos papéis foram realizadas em nome de empresa estrangeira localizada em paraíso fiscal (*offshore*). O primeiro teve um lucro de US\$ 58,5 mil, o segundo de US\$ 139,1 mil e o terceiro de US\$ 51,6 mil. (PRADO, 2020, p. 65).

Cumpra evidenciar, o impacto do anúncio de tal oferta hostil no âmbito da antiga BOVESPA, atual B3, pode ser analisado sob a perspectiva gráfica, na qual percebe-se um proeminente *gap* ascendente na cotação da ação ordinária da Perdigão – à época negociado sob codificação PRGA3 –, logo após a divulgação do fato relevante e antes da revogação da citada oferta pela Sadia. Na ilustração gráfica abaixo, observa-se a referida lacuna de alta atinente ao exemplo em tela:

**Gráfico 03 – Valorização do ativo PRGA3 após Fato Relevante em 2006**



Fonte: ANPAD

Descrevendo o ocorrido, noutras palavras, Martins (2020) pormenorizadamente explica:

**Entre os dias 05/07/2006 e 12/07/2006**, antes da divulgação pela Sadia da oferta pública de aquisição de mais de 50% das ações da Perdigão (16/07/2006), o administrador da Sadia à época, **adquiriu cerca de 18.000 ADR's** da Perdigão (correspondentes a 36.000 ações ordinárias). Logo em seguida ele **se desfez dessa posição, em 21/07/2006**, antes da divulgação pública da revogação da oferta pela Sadia, tendo assim a auferir um ganho de aproximadamente US\$ 140.000,00. [...] **o administrador comprou as ações ainda em baixa e antes da revogação tornar-se pública, ele as vendeu por um preço altamente lucrativo.**<sup>17</sup> (Grifou-se).

<sup>17</sup> Disponível em <https://tico080970.jusbrasil.com.br/artigos/706006035/insider-trading-analise-sobre-o-caso-sadia-perdigao>, acesso em 10/05/2022.

A investigação desses fatos, vale lembrar, teve início na SEC em 2007, momento em que os envolvidos fizeram um acordo para encerrar os procedimentos nos Estados Unidos. Na CVM o processo sancionador respectivo iniciou-se em 2008 e que resta claro é que esse caso de *insider trading* movimentou órgãos reguladores de dois países, bem como a estrutura institucional penal brasileira. Em relação a esta última, Prado (2020) também conta em detalhes:

**Na esfera penal, a sentença de primeira instância foi proferida em 2011.** Os réus foram condenados e foi aplicada pena de (i) multa no valor de R\$ 349,7 mil ao DRI e pena privativa de liberdade de um ano e nove meses de reclusão, a qual foi substituída por prestação de serviços à comunidade e proibição do exercício do cargo de administrador e/ou conselheiro fiscal de companhia aberta pelo mesmo prazo da pena de reclusão e (ii) multa no valor de R\$ 374,9 mil ao membro do Conselho de Administração e pena privativa de liberdade de um ano, cinco meses e quinze dias de reclusão, a qual foi substituída por prestação de serviços à comunidade e proibição do exercício do cargo de administrador e/ou conselheiro fiscal de companhia aberta pelo mesmo prazo de cumprimento da pena. [...] **Mais tarde, a 5ª Turma do Superior Tribunal de Justiça – STJ decidiu pela punição do DRI e pela extinção da punibilidade do membro do Conselho de Administração, em razão de prescrição.** (PRADO, 2020, p. 65-66). (Grifou-se).

No rol apontado, depreende-se que o Poder Judiciário foi efetivamente acionado para atuar diante das denúncias atinentes ao delito ora analisado e, por conseguinte, os diplomas legais foram testados, bem como as instituições, verificando-se clara variação na modulação das condutas e considerada a concretude dos casos, denúncias, condenações e absolvições.

## 5 BEM JURÍDICO TUTELADO PELA PROIBIÇÃO DE *INSIDER TRADING* NO CONTEXTO PROTETIVO DA ORDEM ECONÔMICA

### 5.1 O BEM JURÍDICO PROTEGIDO ATRAVÉS DA PROIBIÇÃO DO DELITO

Em um passo relevante de sucinta abordagem da função do direito penal, é de se frisar que tal funcionalidade está – em uma conjuntura de crescente dependência do ser humano às realidades externas, como nos casos do meio ambiente e da economia – ainda mais atrelada a noção de proteção dos bens jurídicos estabelecidos como importantes dentro de uma sociedade em seu contexto histórico. Nas palavras de Roxin (2009):

A função do Direito Penal consiste 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 (ROXIN, 2009, p. 16).

Cabe ressaltar que, historicamente, o Direito Penal sofreu relevantes modificações, principalmente em face dos diferentes momentos vividos pela sociedade, fazendo com que, ao longo dos anos, fosse reconhecida a importância da garantia de alguns bens, supraindividuais, alçados a bens jurídico-penais, em razão, justamente de uma mudança de paradigma. Em relação à tal dinamicidade de pretensões, Bobbio (1992), nos lembra:

Finalmente, descendo do plano ideal ao plano real, uma coisa é falar dos direitos do homem, direitos sempre novos e cada vez mais extensos, e justificá-los com argumentos convincentes; outra coisa é garantir-lhes uma proteção efetiva. Sobre isso, é oportuna ainda a seguinte consideração: à medida que as pretensões aumentam, a satisfação delas torna-se cada vez mais difícil cidadãos (BOBBIO, 1992, p. 63).

De acordo com Corsetti (2013, p. 52): “Originariamente, o Direito Penal preocupava-se na tutela de interesses exclusivamente individuais e se deparou, principalmente nas últimas décadas, com a necessidade de tutelar interesses supraindividuais”.

Neste ponto, essencial trazer à baila o conceito de bem jurídico, que nas palavras Roxin (2009):

[...] podem definir os bens jurídicos como circunstâncias reais dadas ou finalidades necessárias para uma vida segura e livre, que garanta a todos os direitos humanos e civis de cada um na sociedade ou para o funcionamento de um sistema estatal que se baseia nestes objetivos (ROXIN, 2009, p. 18).

Porém, Capez (2020, p. 100), ressalta: “O conceito de bem jurídico é, atualmente, um dos maiores desafios de nossa doutrina, na busca de um direito protetivo e garantista, e, portanto, obediente ao Estado Democrático de Direito”.

Nota-se, pois, que enquanto o clássico direito penal patrimonial se desenvolve em um nível de ordenação dominial ligado ao indivíduo e ao gozo das utilidades que a ordenação dominial lhe potencia, um novo direito, qual seja o penal econômico, intenciona proteger bens jurídicos de dimensão supraindividual. Faria Costa e Ramos (2006), nos lembram:

Os bens jurídicos historicamente protegidos pelo direito penal são o resultado da decisão e da valoração do legislador. [...] E, assim, é certo que o direito penal, a ordem penal, nomeadamente através do direito penal econômico, pode responder autonomamente à necessidade de proteção que novos bens jurídicos reivindicam. Pese embora as diferenças entre o direito penal e o direito penal secundário (de que faz parte o direito penal económico), beneficiam ambos de um comum fundamento ético. Ambos protegem bens jurídicos (FARIA COSTA; RAMOS, 2006, p. 34).

Em tal contexto de desafios, deveras relevante salientar que inexistente uma unicidade de entendimento em relação ao bem jurídico que efetivamente o crime de *insider trading* protege. Nesse sentido, aponta De Grandis (2011):

Não existe consenso sobre qual seja o bem jurídico protegido pelo crime de *insider trading*, isto é, não há uma unanimidade acerca daquilo que efetivamente se protege por intermédio do delito de uso indevido de informação privilegiada. (DE GRANDIS, Rodrigo. **Aspectos penais do uso de informação privilegiada (insider trading) no direito brasileiro** p. 163-170, 2011).

Nessa mesma linha, Corsetti (2013), reverbera posição coadunando-se com o entendimento de que, realmente, não está pacificado o objeto material e seus contornos de proteção:

Não é pacífica a questão acerca do bem jurídico tutelado no crime de uso indevido de informação privilegiada no mercado de capitais. Os doutrinadores divergem, dividindo-se em dois grandes grupos. O primeiro, defende que a proibição da conduta visa tutelar o **correto funcionamento do mercado de valores mobiliários**, garantindo, desse modo, a igualdade de oportunidades entre os investidores e criando um ambiente transparente e merecedor de confiança aos investidores e poupadores [...]. O segundo, o **majoritário**, por sua vez, pactua da concepção de que o que está sendo tutelado é a **confiança dos investidores no regular funcionamento do mercado** (CORSETTI, 2013, p. 101). (Grifou-se).

Assim, na direção da corrente doutrinária dos que defendem ser o bem jurídico protegido o correto funcionamento do mercado, Castelar (2008, p. 104) refere que “a transparência dos mercados de valores, a correta formação dos preços e a proteção dos

investidores, quer dizer, a chave do bem jurídico gira ao redor de três elementos: a transparência, os preços e os investidores”.

Por outro lado, Bitencourt e Breda (2001, p. 382) lecionam que a regulação busca proteger “[...] as relações de confiança, transparência e lealdade entre todos os participantes do mercado de capitais, espaço que deve se qualificar pela igualdade de oportunidades oferecida aos investidores”.

No mesmo viés, o Tribunal Federal da 3ª Região ao manifestar-se no pioneiro – e já mencionado – *leading case* “Sadia-Perdigão”, apontou que o bem jurídico tutelado no delito de *insider trading* traduz-se, efetivamente, na:

[...] confiança depositada pelos investidores no mercado, a fim de assegurar o correto funcionamento do mercado de capitais. A credibilidade das operações no mercado de valores mobiliários se consubstancia na transparência das informações e na divulgação ampla de fato ou ato relevante a fim de garantir a igualdade de condições a todos os investidores para operar no mercado de capitais (Apelação Criminal 00051232620094036181, rel. Des. Luiz Stefanini, j. em 4-2-2013, São Paulo, TRF 3ª Região, 2013).

Nota-se, assim, que o bem jurídico tutelado pelo crime de *insider trading* pode ser vislumbrado a partir do regular funcionamento do mercado de valores mobiliários e, portanto, a estabilidade e a confiança nos mercados, mais precisamente o processo de *disclosure*, ou seja, da ampla e completa divulgação de informações como elemento essencial para a proteção aos investidores do mercado de capitais e a própria eficiência de tal mercado, assim como a atuação regulatória e fiscalizatória específicas.

Conforme os ensinamentos de Proença (2005):

[...] a ação do *insider* pode configurar em **violação simultânea dos preceitos legais** pertinentes ao dever de informar, de tornar públicos fatos hábeis para influir na decisão de compra e venda de títulos por parte dos investidores (artigo 157 § 4º da LSA). Infringindo o dever de informar e, ao invés, lançando mão das informações não divulgadas para negociar em posição vantajosa e, portanto, deslealmente, o *insider* desestabiliza o mercado, comprometendo-lhe, por conseguinte, a eficiência. Fere, o *insider*, a transparência, a ética, sem cuja preservação o mercado de capitais não levará a bom termo as metas para as quais direcionado pela nossa Lei Maior (PROENÇA, 2005, p. 319). (Grifou-se).

Assim, na medida que pode ser verificada uma simultaneidade de violação de preceitos legais quando da ocorrência do ilícito de *insider trading*, resta configurado o caráter

supraindividual do bem jurídico em comento. Cabe destacar, neste ponto, as palavras de Faria Costa e Ramos (2006), a saber:

A expressão supra-individual querendo ser uma superação do individual, deixa bem nítida a matriz donde arranca: os bens jurídicos são vistos a partir do indivíduo. [...] a afirmação da natureza supra-individual do bem jurídico protegido por este crime não equivale a uma qualquer intocabilidade de posições individuais. [...] O que se pretende salientar é que a incriminação do abuso de informação não visa proteger posições individuais, seja dos investidores lesados, seja dos emitentes envolvidos. O que está em causa é, justamente, a existência do próprio mercado de valores mobiliários enquanto “connected system” e não o mercado enquanto justaposição de posições individuais. É neste ponto que se integra a tutela penal do crime de abuso de informação [...] (FARIA COSTA; RAMOS, 2006, p. 35).

Nesse passo, convém reiterar que quando é cometido o crime de abuso de informação privilegiada, é possível que uma ou várias pessoas possam ter sido lesadas. Deste modo, tem-se que as pessoas atingidas por uma transação bolsista baseada em informação privilegiada não são apenas os acionistas da empresa sobre a qual gira a questão, mas antes todo o universo de investidores, efetivo e potencial, que procura o mercado de valores mobiliários. Convém novamente registrar os ensinamentos de Faria Costa e Ramos (2006), que assim dispõem:

[...] a infração existe não para proteger o direito daquela concreta pessoa a comprar os bens a um preço justo e não especulativo, mas antes proteger o bem jurídico supra-individual expresso no valor que a livre concorrência de mercado representa. [...] A percepção de que o bem jurídico protegido pela norma incriminadora do abuso de informação é uma *realidade polifacetada* ou *poliédrica* impõe-se em resultado da que julgamos ser, em princípio, a atitude analítica mais curial (FARIA COSTA; RAMOS, 2006, p. 37).

Destarte, a problemática acerca da tutela do bem jurídico protegido pela norma incriminadora em análise, pode ser vista sob um olhar que vislumbre uma composição diferenciada, qual seja a de que por um lado busca proteger a confiança e a igualdade entre os investidores, com vistas a um mercado competitivo, confiável e de regular operação, adquirindo, desta forma, um aspecto destacadamente inomogêneo. Mais uma vez, Faria Costa e Ramos (2006), leciona:

A norma incriminadora do abuso de informação visa tutelar um bem jurídico mais do que poliédrico, *heterogêneo*. Heterogeneidade que ressalta da sua diferenciada composição: *confiança e igualdade dos investidores*. Não obstante esta diversidade, ainda é possível divisar um denominador comum, um cimento agregador. O núcleo do bem jurídico que se quer defender prende-se, de modo inescapável, com a ideia de que a proibição penal do *insider trading* visa garantir que o *mercado de valores mobiliários se pautar pelas regras de mercado* (FARIA COSTA; RAMOS, 2006, p. 37).

Em resumo, a punição dos comportamentos delituosos próprios do abuso de informação direciona-se na tutela da confiança dos investidores no correto funcionamento do mercado e, por outro, protege a decisão econômica individual no sentido de que esta seja tomada em situação de igualdade de informação para todos os potenciais intervenientes no mercado.

## 5.2 POSSÍVEL SOLUÇÃO PARA UMA MAIOR PROTEÇÃO DA ORDEM ECONÔMICA PELO DIREITO PENAL

Após a superação doutrinária de um Direito Penal voltado para a exclusiva tutela de bens jurídicos individuais, resta clara a necessária e legítima tutela penal de interesses supraindividuais, passando-se a reconhecer que a ordem socioeconômica merece de tutela penal, na medida em que visa a garantia da ordem econômica do Estado, além do justo equilíbrio da produção, circulação e distribuição da riqueza entre os grupos sociais.

Oportuno, preliminarmente, fazer-se – entre outras observações – uma rápida diferenciação entre sistema econômico e regime econômico, essências para uma melhor conceituação de ordem econômica. Nas palavras de Nusdeo (2001, p. 114) sistema econômico quer significar “[...] um particular conjunto orgânico de instituições, através do qual sociedade irá enfrentar ou equacionar o seu problema econômico”, o que, por assim dizer, permite a qualquer grupo humano administrar seus recursos escassos com um mínimo de proficiência, com vistas a evitar o quanto possível o seu desperdício.

No que tange a concepção de regime econômico, tem-se que, nas palavras de Fonseca (2007, p. 92), diferencia-se do sistema na medida em que seria “[...] uma aplicação concreta do sistema que é uma organização-tipo ou um ideal-tipo”. Desta forma, o sistema capitalista, por exemplo, pode apresentar diversos tipos de regimes diferenciados, tais como o capitalismo comercial, capitalismo industrial, capitalismo liberal, neocapitalismo, entre outros.

Isso posto, cumpre trazer o conceito de ordem econômica, que nas palavras de Prado (2019):

[...] de natureza ambígua, como objeto da tutela jurídica, costuma ser expresso de forma estrita e ampla. Na primeira, entende-se por ordem econômica a regulação jurídica da intervenção do Estado na economia; na segunda, mais abarcante, a ordem econômica é conceituada como a “regulação jurídica da produção, distribuição e consumo de bens e serviços (PRADO, 2019, p. 35).

Diante dessa tríade conceitual – sistema, regime e ordem econômica –, também mostra-se importante discorrer acerca da significação de Constituição Econômica, cujos delineamentos de assim dispõem:

[...] é o conjunto de preceitos e instituições jurídicas que, garantindo os elementos definidores de um determinado sistema econômico, instituem uma determinada forma de organização e funcionamento da economia e constituem, por isso mesmo, uma determinada ordem econômica [...] (FONSECA, 2007, p. 93).

Portanto, sua finalidade seria estabelecer princípios e regras, informadores das normas que regerão as relações econômicas, em nível preventivo ou regulatório, conforme disposto em Constituição estatal. Acerca de tal disposição em nossa CRFB/88, Grau (2015, p. 173) assim nos lembra: “[...] além dos que já no seu Título VII se encontram, são transportados, *fundamentalmente*, os preceitos inscritos nos seus arts. 1º, 3º, 7º, a 11, 201, 202 e 218 e 21 [...]”.

Entretanto, Corsetti (2013) faz a seguinte ressalva:

A Constituição de 1988, a partir dos arts. 1º (“Fundamentos da República”) e 3º (“Objetivos Fundamentais da República”), assim como do art. 170 (“Princípios da Ordem Econômica”) e do art. 192 (“Sistema Financeiro Nacional”), busca a definição de um modelo econômico de bem-estar, ou seja, uma programação orientada a implementação da igualdade material. **Contudo, as revisões constitucionais realizadas a partir dos anos 90 mitigaram de sobremaneira a intervenção estatal programada, notadamente quanto à redução do espaço de estatização econômica e, conseqüentemente, pela promoção gradual da economia de mercado** (CORSETTI, 2013, p. 35). (Grifou-se).

Pode-se vislumbrar tal redução do espaço estatização como reflexo de um contexto de globalização econômica, a qual deveu-se, principalmente, ao desenvolvimento de novas tecnologias, em especial à tecnologia da informação. Abordando a temática, Corsetti (2013) prossegue:

Objetivando a abertura de novos mercados, conectando valiosos segmentos de cada país a uma rede global, o capital necessitou de extrema mobilidade, e as empresas precisaram de uma capacidade de informação significativamente maior. A estreita interação entre a desregulamentação dos mercados e as novas tecnologias da informação proporcionou essas condições. Os primeiros e mais diretos beneficiários dessa reestruturação foram os próprios atores da transformação econômica e tecnológica: empresas de alta tecnologia e empresas financeiras. Possibilitada pelas novas tecnologias da informação, a integração global dos mercados financeiros desde início da década de oitenta teve forte impacto na dissociação crescente entre fluxo de capital e as economias nacionais (CORSETTI, 2013, p. 58-59).

Chama-se a atenção, considerando-se os delineamentos feitos até aqui, para o surgimento de uma nova criminalidade, advinda de tais transformações tecnológicas e econômicas que a humanidade vem experimentando nas últimas décadas, cujo início deu-se – vale lembrar – após o encerramento da 2ª Grande Guerra e com o já mencionado incremento do comércio entre os países.

Em tal conjuntura, relevante destacar a constatação de uma nova lógica de produção e percepção de riscos na sociedade e que conduz a conformação de um potencial político muito grande, relacionado a expectativa da eliminação de tais riscos, bem como de imputação de responsabilidades aos causadores das situações perigosas. Nas palavras de Beck (2011):

O direito ajusta as suas velas – de modo algum voluntariamente, e sim com o vigoroso apoio das ruas e da política – na direção em que sopra o vento: sufrágio universal, direitos sociais, direitos trabalhistas, direitos de participação. Os paralelos com o presente são evidentes: o que era inofensivo acaba revelando-se como perigoso [...]. Os agentes de modernização – na economia, na ciência e na política – vêm-se colocados na desconfortável posição de um réu que pleiteia inocência diante de uma série de indícios que lhes fazem suar frio (BECK, 2011, p. 62).

Em decorrência, ganharam importância hodiernos bens jurídicos, tais como o meio ambiente, o consumidor, a engenharia genética, a ordem tributária e [fulcro da presente análise] a ordem econômica, proporcionando o aparecimento do que se entende por Direito Penal de Risco. Nas palavras de Assis Machado (2005):

Em no âmbito da política criminal que se encontra a abertura para que os fenômenos sociais ligados aos riscos sejam absorvidos e seja concebido um conjunto de respostas preventivas e de reação aos mesmos, que, *de lege ferenda*, influenciarão o sistema jurídico-penal. [...] Inicialmente, aduz-se que a gravidade e a dimensão dos novos riscos, capazes causar ondas de destruição massiva, justificam que se recorra o mais grave instrumento de tutela jurídica, qual seja, o direito penal (ASSIS MACHADO, 2005, p. 93).

Diante de tal perspectiva, ao vislumbrar-se o delito de *insider trading* sob o aspecto protetivo de um bem jurídico intrinsecamente atrelado a um interesse metaindividual e que merece a guarida do Direito Penal Econômico, oportuno salientar a necessidade de reconhecimento – atinente a uma tutela penal – da noção de ordem econômica em um sentido mais amplo, conforme depreende-se dos ensinamentos de Prado (2019):

Na verdade impõe reconhecer, para efeito de proteção penal a noção de ordem econômica *lato sensu*, apreendida com como ordem econômica do Estado, que abrange a intervenção estatal na economia, a organização, o desenvolvimento e a conservação dos bens econômicos (inclusive serviços), bem como sua produção, circulação, distribuição e consumo (PRADO, 2019, p. 35).

Tem-se, pois, que a manifestação criminógena relacionada ao abuso de informação privilegiada no mercado de capitais é capaz de produzir sujeitos passivos indetermináveis, na medida em que afeta também a sociedade em geral, no âmbito da qual estão, por exemplo, pessoas que, também em razão de tal delito, podem perder a confiança no mercado e deixar de nele investir, com nefastas consequências, inclusive para o desenvolvimento econômico do país. Nas palavras de Araújo Júnior (1995) *apud* Cerqueira (2006):

A essa nova categoria, que no Brasil, segundo Cernichiaro, tem conceito restrito, pertencem os bens jurídicos tutelados pelo Direito Penal Econômico e, em especial, os que são violados pelos delitos contra o sistema financeiro. Neles, a despeito da lesão ao patrimônio individual que possa causar, a tônica da reprovação social está centrada na ameaça ou dano que representam para o sistema financeiro, que se caracteriza como um interesse jurídico supra-individual e no qual se destacam os seguintes aspectos: a) organização do mercado; b) a regularidade dos seus instrumentos; c) a confiança neles exigida, e d) a segurança dos negócios (CERQUEIRA, 2006, p. 61).

Cabe frisar as palavras de Proença (2005), que assim nos lembra:

Quanto ao mercado de capitais, tanto financia o desenvolvimento nacional, *lato sensu*, quanto financia o desenvolvimento econômico: ao comprar títulos públicos o investidor financia o governo e, portanto, financia diretamente programas (políticas públicas) assistenciais, culturais, educacionais, etc., isto é, financia diretamente, o desenvolvimento nacional, *lato sensu*; comprando ações ou outros títulos mobiliários privados, o investidor financia as empresas e, por conseguinte, financia, simultaneamente, o desenvolvimento econômico e, por corolário, o desenvolvimento nacional (PROENÇA, 2005, p. 145).

Na medida em que o desenvolvimento equilibrado do País e os interesses da coletividade são imperativos constitucionais em matéria de sistema financeiro e de mercado de capitais, nos reportam a todo momento interesses metaindividuais, especialmente os interesses difusos. Conforme leciona Cerqueira (2006):

Pode-se afirmar, pois, que o ser humano, considerado como integrante da moderna sociedade, tanto é titular de interesses individuais quanto de interesses coletivos e difusos. Os últimos mencionados, os difusos, é que se constituem no alvo da moderna criminalidade que, através de práticas ilícitas, **atingem interesses de uma massa de indivíduos e, por isso, inomináveis** (CERQUEIRA, 2006, p. 56). (Grifou-se).

Neste trecho, relevante delinear, resumidamente, os aspectos que configuram uma sociedade de massa, tendo em vista a necessidade de levantar-se aspectos essenciais relativos ao denominado “dano de massa” na medida em que o *insider trading* enseja, conforme acima mencionado, uma vitimização de ordem difusa. Ferraz Júnior (1983) assim leciona:

[...] A sociedade de massa é uma sociedade de tutela; é uma sociedade onde mais do que aspectos éticos do justo e do injusto – neste sentido ético do direito e do não-direito, jurídico e do antijurídico – são substituídos por aspectos formalistas – do legal e do ilegal, do formalmente lícito e do formalmente ilícito – onde a tutela jurídica se transforma numa tutela de controle da uniformidade. O importante é saber controlar as massas, tendo em vista a persecução de certos fins. É nessa sociedade que mais vemos aparecer noções como essa de interesse difuso, é nessa sociedade que aflora de modo problemático a noção de responsabilidade [...].<sup>18</sup>

Desta forma, nas palavras de Cerqueira (2006, p. 60), tem-se que “o moderno Direito reconhece a existência do chamado “dano de massa”, que, ao ser praticado, atinge bens de um incontável número de pessoas, produzindo vítimas difusas”, na medida em que alcança interesses nitidamente difusos, a exemplo dos decorrentes do mercado financeiro, no qual atuam e do qual dependem milhões de brasileiros. Em relação a esse aspecto de vitimização difusa, o supracitado autor esclarece:

Tal “vitimização” decorre da prática de delitos como os cometidos contra as relações de consumo, os praticados pela criminalidade ambiental, pelo tráfico de drogas, pelos grandes atentados ao erário público, bem como os praticados com o emprego das mais modernas vias de comunicação [...]. A primeira característica da criminalidade contemporânea é que seu sujeito passivo compõe-se de vítimas de difícil ou impossível determinação, em função de seu elevado número (CERQUEIRA, 2006, p. 63).

Pode-se aventar, assim, que o delito de *insider trading*, enquanto possuidor de uma roupagem protetiva na mesma toada de outros delitos relacionados à vitimização difusa, tem por escopo defender algo de maior amplitude, neste caso a chamada economia popular, ou, – conforme ensina Nusdeo (1997 p. 169) – “o conjunto indistinto e não identificável diretamente de poupadores, consumidores, investidores e acionistas [...], e tantos outros que como um grupo nem sempre bem delimitado [...] estão a mercê da informação ou da desinformação que lhe queiram transmitir”.

Diante de tais apontamentos, traz-se aqui a seguinte indagação: de que maneira poder-se-ia aumentar a proteção da ordem econômica – enquanto bem jurídico social – em relação a falhas de mercado oriundas de externalidades negativas, tais como as que se refletem no *insider trading*? No intento de buscar um possível caminho elucidativo para a questão suscitada, traz-se preliminarmente outra interrogação, estando esta presente na doutrina de Figueiredo Dias (2001):

---

<sup>18</sup> Disponível em: <https://www.terciosampaioferrazjr.com.br/publicacoes/a-tutela-dos-interesses-difusos>. Acesso em: 05/05/2022.

[...] como poderão os “novos” ou “grandes” riscos – que ameaçam grupos indeterminados de pessoas, quando, quando não a generalidade delas ou mesmo a humanidade no seu todo, e têm origem em actuações profundamente diversificadas no espaço e no tempo, ocasionadas no âmbito de uma acentuadíssima repartição repartição de funções, de tarefas e competências – ser contidos ou obviados por um direito penal que continue a ter na individualização da responsabilidade o seu princípio precípua e cujo objecto de tutela seja constituído pro bens jurídicos individuais reais e tangíveis (e portanto “actuais”), quando o problema posto por aqueles riscos é por essência indeterminado no seu agente e na sua vítima (FIGUEIREDO DIAS, 2001, p. 160)?

Nesta senda, tem-se que o vislumbramento de um caminho capaz de apontar possível resposta para tal inquietude, perpassa por rigorosa definição do bem jurídico protegido pelo delito, mas sem residir na implementação de uma mudança brusca do paradigma penal. Nas palavras do supracitado autor

A tutela dos novos ou grandes riscos típicos da “sociedade do risco” **devem assim continuar a fazer-se (também e subsidiariamente) por intermédio do direito penal, para tanto não parecendo, em definitivo, que se torne necessária uma mudança radical do paradigma penal**, com uma nova política criminal e uma nova dogmática jurídico-penal (FIGUEIREDO DIAS, 2001, p. 173). (Grifou-se)

Uma via factível de resposta pode estar, então, calcada na busca de uma função para o direito penal que não seja minimalista na tutela de bens jurídicos, atribuindo-se a ele uma funcionalização promocional e propulsora de valores orientadores da ação humana na vida comunitária. No entendimento de Figueiredo Dias (2001, p. 160), “eis a única via que se revelaria adequada aos desafios formidáveis da sociedade de risco”.

Assim, quando analisa-se o aspecto de pluriofensividade atinente ao delito de *insider trading* – dado que protege mais de um bem jurídico –, sob o prisma da necessidade de uma melhor definição do que efetivamente do que se quer proteger, e paralelamente percebendo-o enquanto um delito que está a dar guarida a um bem jurídico social, qual seja a ordem econômica, evidentemente está-se o fazendo sem qualquer prejuízo ou mitigação da proteção conferida aos bens jurídicos individuais.

A expansão do direito penal que se pretende enaltecer, em verdade, não soa como algo hodierno para a dogmática jurídico-penal, no entanto apresenta-se como relevante estímulo a outra concepção que não a monista-pessoal atinente a bens jurídicos. Conforme nos ensina o já citado jurista português:

Claro que isto não constitui nenhuma novidade para a dogmática jurídico-penal; e se da dogmática passarmos ao direito legislado, é seguro que a maioria dos códigos penais [...] assume a construção *dualista* do bem jurídico [...]. Mas verdade é também que, sobretudo nos últimos tempos, cada vez mais a dogmática se centra (e progride) sobre os bens jurídicos individuais e cada vez menos sobre os colectivos. [...] Decerto:

tais bens apresentam-se, por sua própria natureza, como muitos mais vagos e carentes de definição precisa, de mais duvidosa corporificação ou mesmo de impossível tangibilidade (FIGUEIREDO DIAS, 2001, p. 175).

A solução de ordem protetiva, portanto, pode estar na evolução da dogmática penal, a qual deve fornecer ao aplicador critérios e instrumentos que certamente não podem ser os dos séculos passados como formas apropriadas de resolver os problemas do século XXI, mas – segundo Figueiredo Dias (2001, p. 185) – “sem por isso ceder a tentação de dogmáticas alternativas que podem, a todo momento, volver-se em “alternativas a dogmática”, incompatíveis com o Estado de direito e, como tal, democraticamente ilegítimas”. O renomado jurista finaliza enfatizando que “nisto reside a melhor proteção que o direito penal pode oferecer às gerações futuras, sem que tanto se precise de renunciar ao (ou modificar o) paradigma estabelecido pela modernidade”.

## 6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo geral da pesquisa que norteia este trabalho fora o de analisar, especialmnete sob a ótica da criminologia e do direito penal econômico, o avanço relativo à criminalização do *insider trading*, tendo em vista a necessidade incessantemente reflexão sobre o tema para a sociedade e para o meio jurídico, visto que esse tipo de crime representa uma grande violação à ordem econômica.

De início, soa oportuno lembrar que a pretensão analítica não fora a de descrever, taxativamente, conceito(s) e limites, mas a de discretamente buscar-se, sim, fornecer reflexões teóricas provenientes dos esforços consistentes em conhecer, descrever, explicar e refletir criticamente – utilizando-se das técnicas de pesquisa bibliográfica e documental – acerca do uso indevido de informação privilegiada no mercado de capitais, através de um olhar criminológico focalizado nos *white-collar crimes*, e que importam à discussão sobre seu aspecto condenatório a partir do advento da Lei nº 10.303/01.

Com fulcro nos questionamentos basilares que *ab initio* nortearam a evolução da abordagem temática, tem-se que o *insider trading* pode ser vislumbrado, sim, enquanto um crime do colarinho branco, quando analisado sob o aspecto condenatório desde a sua criminalização ocorrida em outubro de 2001. Tal afirmação está alicerçada no fato de que, numa perspectiva voltada para a característica do agente – qual seja o exercício da profissão como fator facilitador para o cometimento do crime, inclusive enfatizando o aspecto de violação da confiança em detrimento do caráter fiduciário da respectiva função – percebe-se que, em regra, as razões e as circunstâncias estão ligadas à obtenção de vantagem no campo pofissional.

Como restou claro no terceiro item do segundo capítulo do presente trabalho, há pelo menos duas consideráveis dificuldades para uma maior criminalização do delito em comento: a primeira advém da realidade contemporânea, a qual ocasiona elevada dispersão de responsabilidades no âmbito corporativo, comprometendo a responsabilização individualizada pelo resultado desvalioso e, concomitantemente, um segundo fator desafiante está na dificuldade sentida pela justiça no sancionamento destas infrações – que em grande parte das vezes exige conhecimentos muito específicos para a descoberta e a subsequente averiguação de tais condutas delituosas.

Tais osbtáculos acabam *de per si* influenciando as estatísticas atinentes ao aspecto condenatório, o que é corroborado quando traz-se a preocupante informação de que a única condenação penal pelo delito ora abordado, desde a criminalização no ano de 2001, refere-se

à operação na qual a Sadia fez uma oferta pública para aquisição voluntária das ações da Perdigão em circulação no mercado – vale reiterar, único caso criminal, até o presente momento, em que houve trânsito em julgado da sentença condenatória.

Exsurge, então, um segundo ponto de apoio ao presente caminho argumentativo de enquadrar o delito de *insider trading* no rol dos *white-collar crimes*, que pode ser analisado sob o viés estatístico-criminal, no qual a criminalidade de colarinho branco é representada de modo enormemente inferior a sua calculável “cifra negra”. Tal fato apresenta-se como forte indicativo de que os órgãos de controle estatal, conquanto existam dificuldades de espectros diferenciados, estariam a ocasionar reação de forma diferente a determinados fatos e a determinadas pessoas, neste caso os *insiders*.

Deste modo, apesar de considerar-se a possibilidade de estar ocorrendo uma seletividade pelos órgãos de reação social, calcada em tal diferença de reação do sistema, ferindo-se claramente o princípio da igualdade, a complexidade do tema demandaria um estudo pontual de maior profundidade para uma conclusão mais apurada. Isso posto, vale a todo momento alertar, devem ser consideradas as dificuldades enfrentadas pelo sistema persecutório-penal – o qual cada vez mais tem buscado implementar um quadro de melhor enfrentamento desse delito que acomete o mercado de capitais. A presente ressalva mostra-se oportuna, justamente para fugir-se do lugar-comum que ocupam aqueles que apenas dizem que o sistema pouco faz para promover uma maior persecução penal.

No entanto, é de observar-se que desde a criminalização houve uma mudança no quadro condenatório, mas que não repercutiu de forma intensa no paradigma punitivo, principalmente quando comparam-se os dados da área penal com os oriundos da seara administrativa, conforme abordou-se no quarto capítulo dessa pesquisa, denotando que a prática de *insider trading* vem sendo combatida no Brasil, mas com modesto *enforcement* advindo do sistema penal.

Ainda, em semelhante olhar, é possível afirmar que o arsenal de ferramentas e mecanismos jurídicos disponível não sinaliza necessariamente punição exemplar e repressiva com relação ao uso de informações privilegiadas, mas que não se conhece nenhum afrouxamento evidente por parte das instituições responsáveis pelo combate desse ilícito. Outra vez, algumas dificuldades podem estar sendo encontradas, desta feita intimamente relacionadas à falta de homogeneidade na tomada de decisão por parte de quem propõe medidas judiciais e da parte de quem julga.

Talvez um maior efetividade punitiva possa estar ligada à destacada necessidade de preliminarmente melhor definir-se o que se quer efetivamente proteger enquanto bem jurídico por meio do delito de *insider trading*. No quinto capítulo deste trabalho, aventa-se que um caminho protetivo factível pode estar calcado na busca de uma função para o direito penal que não seja minimalista na tutela de bens jurídicos, atribuindo-se a ele uma funcionalização promocional e propulsora de valores orientadores da ação humana na vida comunitária.

Na medida em que há o aspecto de pluriofensividade quando da afronta ao mercado de capitais, visto que está a falar-se da proteção de mais de um bem jurídico, qual seja um bem jurídico social, por assim dizer a ordem econômica, a dogmática jurídico-penal pode apontar um caminho para uma melhor definição do que se busca dar guarida coletivamente.

Por fim, impende dizer que o conteúdo deste trabalho mais se circunscreve numa ótica de ofertar reflexões para um conjunto de documentos, informações e leituras que receberam tratamento analítico do que apresentar verdades inatacáveis acerca da complexa conjuntura que envolve o crime de abuso de informação privilegiada no mercado de capitais.

## REFERÊNCIAS

### Artigos

GRECO, Luís; LEITE, Alaor. **Fatos e mitos sobre a teoria do domínio do fato**. Disponível em: <https://www.conjur.com.br/2013-out-18/luis-greco-alaor-leite-fatos-mitos-teoria-dominio-fato>. Acesso em: 06/06/2022.

GRECO, Luís; LEITE, Alaor. **O que é e o que não é a teoria do domínio do fato sobre a distinção entre autor e partícipe no direito penal**. Revista dos Tribunais, São Paulo, v. 933, p. 61-2, jul. 2013.

PEDROSA AUGUSTO, Ana Micaela, **Insider trading: perspectiva sobre o enquadramento jurídico-societário no ordenamento português**. O direito, v. 136, n. 4, p. 999-1042, 2004.

ROXIN, Claus. **O domínio por organização como forma independente de autoria mediata**. Panóptica: direito sociedade e cultura, n 04, p. 69-94, 2009. Disponível em: <https://periodicos.ufn.edu.br/index.php/disciplinarumSA/article/view/1554>. Acesso em: 20/05/2022.

### Livros

ASSIS MACHADO, Marta Rodriguez de. **Sociedade de Risco e Direito Penal: uma avaliação de novas tendências político-criminais**. São Paulo: IBCRIM, 2005.

BARATTA, Alessandro. **Criminologia Crítica e Crítica do Direito Penal: introdução à sociologia do direito penal**. 3. ed. Rio de Janeiro: Editora Revan, 2002.

BECK, Ulrich. **Sociedade de Risco: Rumo a uma outra modernidade**. 2. ed. São Paulo: Editora 34, 2011.

BITENCOURT, César Roberto. **Parte geral – Coleção Tratado de direito penal volume 1**. 26. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2020

BITENCOURT, César Roberto; BRENDA, Juliano. **Crimes contra o Sistema Financeiro Nacional e contra o Mercado de Capitais**. 2. ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2011.

BOBBIO, Norberto. **A Era dos Direitos**; Rio de Janeiro: Campus, 1992.

CAPEZ, Fernando. **Coleção Curso de direito penal. V. 1**. 24. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2020.

CASTELAR, João Carlos. **Insider Trading e os Novos Crimes Corporativos**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2008.

CERQUEIRA, Atilo Antonio. **Direito penal garantista & e nova criminalidade**. Curitiba: Juruá, 2006.

CORSETTI, Michelangelo. **Insider Trading: Informação Privilegiada - O Uso Indevido no Mercado de Capitais**. Curitiba: Juruá Editora, 2013.

CRUZ SANTOS, Cláudia Maria. **O Crime de colarinho branco : da origem do conceito e sua relevância criminológica à questão da desigualdade na administração da justiça penal**. Coimbra : Coimbra Editora, 2001.

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

EIZIRIK, Nelson. **Lei das S/A Comentada**. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

\_\_\_\_\_. **Questões de Direito Societário**. Rio de Janeiro: Forense, 1987.

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

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

FONSECA, João Bosco Leopoldino da. **Direito Econômico**. 5. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2007.

GRAU, Eros Roberto. **A Ordem Econômica da Constituição de 1988**. 17. ed. São Paulo: Maheiros, 2015.

GRECO, Rogério. **Curso de direito penal: volume 1: parte geral: arts. 1º a 120 do Código Penal**. 24. ed. Barueri: Atlas, 2022.

HUNGRIA, Nelson. **Comentários ao Código Penal, Volume I, tomo II: arts. 11 ao 27**. 5. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1972.

LAKATOS, Eva Maria. **Metodologia do Trabalho Científico: procedimentos básicos, pesquisa bibliográfica, projeto e relatório, publicações e trabalhos científicos**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 1992.

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

NUSDEO, Fábio. **Curso de economia: introdução ao direito econômico**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1997.

PRADO, Luis Regis. **Direito Penal econômico**. 8. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2019.

\_\_\_\_\_. **Direito penal contemporâneo: estudos em homenagem ao Professor José Cerezo Mir**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2007.

PRADO, V. M. et al. **Insider Trading: Normas, Instituições e Mecanismos de Combate no Brasil**. 2.ed. Belo Horizonte: Arraes Editores, 2020.

PROENÇA, José Marcelo Martins. ***Insider Trading: Regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais***. São Paulo: Quartier Latin, 2019.

SMANIO, Gianpaolo Poggio; SOUZA LIMA; Fernando Rister (Coordenadores). ***Proteção de dados, Compliance e Insider Trading***. Coimbra: Almedina, 2021.

REQUIÃO, Rubens. ***Curso de direito comercial, 2º volume***. 29. ed. São Paulo: Saraiva, 2012.

ROXIN, Claus. ***A proteção de bens jurídicos como função do direito penal***. Organização e tradução André Luis Callegari e Nereu José Giacomolli. 2. ed. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 2009.

SUTHERLAND, Edwin H.. ***Crime de colarinho Branco, Versão Sem Cortes***. Rio de Janeiro: Revan, 2021.

TORQUATO AVOLIO, L. F. A criminalização do *insider trading* no Brasil, seu contributo para o direito penal econômico. ***Revista dos Tribunais***, São Paulo, SP, v. 850, p. 441-461, 2006.

PALA VERAS, Ryanna. ***Nova criminologia e os crimes do colarinho branco***. São Paulo: WMF Martins Fontes, 2010.

### **Legislação**

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

\_\_\_\_\_. ***Lei nº 10.303 de 31 de outubro de 2001***. Altera e acrescenta dispositivos na Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/leis\\_2001/110303.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/leis_2001/110303.htm)> Acesso em 07 de novembro de 2021.

\_\_\_\_\_. **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976.** Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6404compilada.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404compilada.htm)> Acesso em 07 de novembro de 2021.

\_\_\_\_\_. **Lei nº 8.078, de 11 de setembro de 1990.** Dispõe sobre a proteção do consumidor e dá outras providências. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l8078compilado.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l8078compilado.htm)> Acesso em 08 de novembro de 2021.

\_\_\_\_\_. **Lei nº 6.385, de 07 de dezembro de 1976.** Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6385.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm)> Acesso em 08 de novembro de 2021.

\_\_\_\_\_. **Resolução CVM nº 44, de 07 de dezembro de 1976.** Dispõe sobre a divulgação de informações sobre ato ou fato relevante, a negociação de valores mobiliários na pendência de ato ou fato relevante não divulgado e a divulgação de informações sobre a negociação de valores mobiliários, e revoga as Instruções CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002, nº 369, de 11 de junho de 2002, e nº 449, de 15 de março de 2007. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol044.html>> Acesso em 11 de novembro de 2021.

\_\_\_\_\_. **Lei nº 13.506, de 13 de novembro de 2017.** Dispõe sobre o processo administrativo sancionador na esfera de atuação do Banco Central do Brasil e da Comissão de Valores Mobiliários; [...]. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2015-2018/2017/lei/L13506.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2017/lei/L13506.htm)> Acesso em 11 de novembro de 2021.