



Renata Rodrigues de Abreu Ferreira

**INSIDER TRADING:  
A REPRESSÃO PENAL DO USO DE INFORMAÇÃO  
PRIVILEGIADA NO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

Dissertação de Mestrado, na Área de Especialização em  
Ciências Jurídico-Criminais, apresentada à Faculdade de Direito  
da Universidade de Coimbra, sob a orientação do  
Professor Doutor José Francisco de Faria Costa.

Setembro/2014



UNIVERSIDADE DE COIMBRA

UNIVERSIDADE DE COIMBRA  
FACULDADE DE DIREITO  
2º CICLO DE ESTUDOS EM DIREITO



**INSIDER TRADING:  
A REPRESSÃO PENAL DO USO DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA  
NO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

**Renata Rodrigues de Abreu Ferreira**

Dissertação de Mestrado, na Área de Especialização em Ciências Jurídico-Criminais, apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, sob a orientação do Professor Doutor José Francisco de Faria Costa.

Coimbra  
2014

*“Wichtig ist, dass man nicht aufhört zu fragen”.*

Albert Einstein.

## **AGRADECIMENTOS**

Diversas são as pessoas as quais gostaria de emitir meus mais sinceros agradecimentos por terem, ao seu modo, contribuído para a realização dessa dissertação e dessa jornada.

Aos meus pais e a toda minha família, gostaria não só de agradecer – como também dedicar este estudo e todo meu afeto – pela oportunidade, por todo o apoio e força que me concederam em todo este tempo, bem como por terem estado toda vida ao meu lado, mesmo nos momentos mais difíceis.

Ao Professor Doutor José Francisco de Faria Costa, presto os meus mais sinceros agradecimentos, por ter me acolhido como sua orientanda e por compartilhar todo o seu vasto conhecimento jurídico.

Agradeço, ainda, gentilmente ao Professor Doutor Urs Kindhäuser, por ter me recebido no Instituto de Direito Penal da Universidade de Bonn, com a maior das gentilezas, e permitido que neste desenvolvesse parte do meu trabalho de pesquisa.

Gostaria de esboçar, ainda, minha imensa gratidão ao Doutor Marcelo Costenaro Cavali, por todo incentivo nos estudos e na busca eterna do conhecimento, assim como ao Doutor Fausto Martin De Sanctis, por todo o aprendizado.

Jamais poderia deixar de agradecer as amizades que sempre estiveram fielmente ao meu lado durante esta jornada: Maria Vaz, Mirra Mendes, Carlota Freire, Saulo Furquim, Luiz Stefanuto, Bruno Moura, Matheus Almeida, Teodoro Galvão, Gabriela Segarra, Vivian Morales, bem como a todos os demais que, de algum modo, me apoiaram.

Por fim, mas não menos importante, agradeço a todos os amigos que, apesar da distância, estiveram sempre presentes. Fica minha sincera gratidão pela força, incentivo e compreensão.

A todos, deixo o meu mais gentil muito obrigada.

# ÍNDICE

AGRADECIMENTOS .....	4
ÍNDICE .....	5
LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS .....	7
INTRODUÇÃO .....	8
CAPÍTULO I – PANÓTIPO GERAL DO ABUSO DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA ...	10
1. Da relevância dos mercados acionários à questão terminológica.....	10
2. Breve evolução histórico-teórica .....	14
2.1. Gênese e evolução histórica do surgimento da incriminação.....	14
2.2. Histórico da formulação das teorias que fundamentam a proibição ao <i>insider trading</i> na jurisprudência norte-americana .....	17
3. Possíveis efeitos positivos e negativos da utilização de informação privilegiada e fundamentos da sua repressão.....	21
4. Objetividade jurídica do delito de abuso de informação privilegiada .....	26
4.1. Tutela dos interesses da sociedade emissora do título.....	30
4.2. Tutela dos interesses patrimoniais dos investidores.....	33
4.3. Tutela da função pública da informação .....	36
4.4. Tutela da igualdade entre os investidores.....	37
4.5. Tutela do correto funcionamento do mercado X Tutela da confiança na capacidade de funcionamento do mercado.....	41
CAPÍTULO II – ANÁLISE DO TIPO INJUSTO .....	50
1. Objeto material da ação: informação privilegiada.....	50
1.1 Referência a um ou vários valores mobiliários ou a uma ou várias entidades emitentes (informação específica).....	52
1.2. Caráter não público da informação (informação não tornada pública) .....	56
1.3. Caráter concreto da informação (informação precisa) .....	60
1.4. Capacidade de influenciar de maneira sensível a cotação dos títulos (informação relevante) .....	63

2. Sujeitos do delito .....	69
2.1. Sujeito ativo.....	69
2.2. Sujeito passivo.....	78
3. Condutas .....	79
3.1. Condutas típicas.....	79
3.2. <i>Insider non-trading</i> .....	88
3.3. Análise do injusto em relação a intensidade do ataque ao bem jurídico .....	91
4. Tipo subjetivo .....	92
5. Consumação e tentativa .....	96
CONCLUSÃO .....	101
BIBLIOGRAFIA .....	104

## LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS

al. – alínea

art. – artigo

CEE – Comunidade Econômica Europeia

Cfr. – conforme

ed. – edição

CdVM – Código de Valores Mobiliários

CMF – *Code monétaire et financier*

CPbr – Código Penal brasileiro

CPes – *Código Penal español*

CPpt – Código Penal português

CVM – Comissão de Valores Mobiliários (Brasil)

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (Portugal)

DL – Decreto Legislativo

OPA – Oferta Pública de Aquisição

L – Lei

L.S.A. – Lei das Sociedades Anônimas (Brasil)

SEC – *Securities Exchange Commission* (Estados Unidos)

WpHG – *Wertpapierhandelsgesetz* (Alemanha)

## INTRODUÇÃO

Nos últimos anos o direito penal do mercado de capitais tem alcançado cada vez mais e mais significado<sup>1</sup>. Ênfase esta decorrente precipuamente da importância assumida hodiernamente por este segmento financeiro no âmbito das economias nacionais e mundial, em virtude do seu relevante papel na alocação de recursos e dos nefastos efeitos, já dantes experimentados pela sociedade, diante da quebra da confiança dos investidores neste setor.

Em uma economia global aumentam-se ainda mais as preocupações de possíveis manobras criminosas que podem colocar em causa todo o sistema, o que conduz à necessidade de repressão de diversas condutas antieconômicas, as quais, por vezes, dada a relevância do bem jurídico, atingem dignidade penal. É exatamente esse o caso do abuso de informação privilegiada.

O desvalor intrínseco dos comportamentos *insider trading* não são apreensíveis de imediato, uma vez que suas condutas recorrem a valorações específicas, bem como se relacionam às complexas regras de funcionamento dos mercados de valores mobiliários, normalmente, estranhas à experiência comum e ao cotidiano judicial. A estes fatores aliam-se o fato de tais práticas se sucederem em um contexto lícito e, também, por não ser a danosidade proveniente de tais ações direta e imediatamente sensível<sup>2</sup>.

Esta infração penal traduz-se na utilização – seja por meio de ordem ou negociação com valores, seja pela transmissão ou recomendação para que alguém negocie – de uma informação específica, concreta, relevante e não tornada pública<sup>3</sup>, no mercado de valores mobiliários.

Cuida-se de uma antecipação do comportamento, por um sujeito, antes que a generalidade do mercado possa imprimir qualquer movimento em relação àquela dada

---

<sup>1</sup> PARK, Tido. *Schwerpunktbereich – Einführung in das Kapitalmarktstrafrecht*. In *Juristische Schulung*, nº. 7, 2007, p. 621.

<sup>2</sup> PINTO, Frederico de Lacerda da Costa. *O novo regime dos crimes e contra-ordenações no Código dos Valores Mobiliários*. Coimbra: Almedina, 2000, p. 41.

<sup>3</sup> Como podemos observar, *ab initio*, o crime de uso indevido de informação privilegiada difere do crime de manipulação de mercado desde a natureza da informação com a qual lida, posto que no *insider trading* a informação obrigatoriamente tem de ser veraz. Entretanto, entendemos haver a partilha de um denominador comum entre estes: ambos minam a confiança dos investidores no correto funcionamento do mercado de valores mobiliários.



informação, já que – diferentemente do iniciado –, não a tem em sua posse. Assim, metaforicamente, poder-se-ia dizer que o *insider* “joga com cartas marcadas”<sup>4</sup>.

Tendo em vista que o delito de iniciados prevê um conjunto de condutas proibidas, em regra, na generalidade dos mercados acionários orientados pelo princípio da eficiência<sup>5</sup>, optou-se por uma abordagem mais ampla da temática, sem se limitar a uma legislação específica, entretanto, realizando comentários pontuais acerca do regramento mundial.

No primeiro capítulo, traçaremos um panótipo geral acerca da temática, discorrendo inicialmente sobre a relevância desempenhada pelo mercado de valores mobiliários – meio em que perpetradas as práticas de *insider dealing* –, passando pela análise etimológica da expressão, bem como delineando a origem e contexto histórico em que despontante a sua criminalização, sem descuidar de seu quadro evolutivo, inclusive no que respeita às construções jurisprudenciais norte-americanas.

Em seguida, traremos à baila o intenso debate ocorrido quanto aos possíveis efeitos positivos e negativos do uso indevido de informação privilegiada, concluindo sobre os aspectos que nos levam a um entendimento acerca da necessidade de sua repressão.

Por fim, estabelecidas as bases, analisaremos a composição da objetividade jurídica do uso indevido de informação privilegiada – âmbito envolto de profunda discussão e divergência doutrinária.

No segundo capítulo, versaremos sobre todos os demais elementos componentes do tipo injusto, passando pelas especificidades caracterizadoras de seu objeto material, pelos sujeitos do delito, pela análise das condutas constitutivas do chamado *insider trading* e do *insider non-trading*, até chegarmos à consumação e tentativa.

---

<sup>4</sup> Expressão empregada por Ana María Pietro del Pino *In El Derecho Penal ante el Uso de Información Privilegiada en el Mercado de Valores*. Pamplona: Aranzadi, 2004, p. 35. Tal assertiva dá-se pelo fato de a informação divulgada permitir o ajustamento do preço dos títulos. Ciente disso, o *insider trader* utiliza-se de sua vantagem cognoscitiva para negociar no mercado de capitais antes dos preços dos valores aumentarem ou diminuírem, consoante seja a informação favorável ou desfavorável, antecipando-se, deste modo, frente ao restante dos intervenientes do mercado.

<sup>5</sup> GOMES, Fátima. *Insider Trading*. Associação Portuguesa para o Desenvolvimento do Mercado de Capitais (APDMC). Valadares, 1996, p. 13-61.

# CAPÍTULO I – PANÓTIPO GERAL DO ABUSO DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA

## 1. Da relevância dos mercados acionários à questão terminológica

A relevância hodierna atribuída a esta temática se relaciona com o meio em que se insere, equivale dizer, resulta do fato de encontrar-se no mercado acionário o mais importante mecanismo de financiamento do investimento econômico.

A existência dos mercados financeiros dá-se com o fim de otimizar os recursos disponíveis na economia, dado haver agentes econômicos poupando mais do que investem e outros investindo mais do que poupam. Ao sistema financeiro, em uma economia de mercado, é incumbida a função de “prover os canais adequados mediante os quais os agentes econômicos deficitários obtêm os recursos necessários para seus projetos de investimento ao passo que os agentes superavitários têm a oportunidade de aplicar suas economias”<sup>6</sup>.

Nessa senda emerge o mercado de valores mobiliários, representando um dos subsistemas do sistema financeiro<sup>7</sup>, no qual não se desenvolvem operações de natureza creditícia, mas aquisições de participações societárias, com o intuito de canalizar recursos para as entidades emitentes, por meio de capital de risco<sup>8</sup>, através da emissão de valores mobiliários.

Hodiernamente, o mercado acionário parece estar ocupando um lugar de maior destaque no âmbito econômico, isso porque a maneira de investir dinheiro de forma rentável mudou ao longo dos anos. Parte da população parece ter afastado um pouco a ideia de investimento tradicional em cadernetas de poupança, destinando-se a investir em formas mais arriscadas de investimento. O incentivo é a oportunidade de obter um possível retorno mais lucrativo e em menor lapso temporal<sup>9</sup>.

---

<sup>6</sup> CORSETTI, Michelangelo. *Insider Trading. Informação privilegiada. O uso indevido no Mercado de Capitais*. Curitiba: Juruá Editora, 2013, p. 63.

<sup>7</sup> Sendo os demais o mercado de crédito, o mercado monetário e o mercado cambial.

<sup>8</sup> Este mercado é caracterizado como ‘de risco’, na medida em que os investidores não têm qualquer garantia quanto ao retorno de seus investimentos, que dependerão do resultado do empreendimento econômico desenvolvido pela sociedade. Cfr. EIZIRIK, Nelson. GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais: Regime Jurídico*. 2ª ed. Renovar, 2008, p. 6-8.

<sup>9</sup> WENDRICH, Lisa. *Anlegervertrauen in die Funktionsfähigkeit der Kapitalmärkte als geschütztes Rechtsgut des Kapitalmarktstrafrechtes*. In *Zeitschrift für das Juristische Studium*, n.º. 3, 2013, p. 238.

Este seguimento, além permitir a capitalização das empresas, possibilita a conciliação de interesses da sociedade emissora de obter recursos a médio e longo prazo e dos poupadores de investir seus aforros de modo a obter, em lapso temporal mais curto, retorno econômico favorável, não precisando imobilizar seus valores, tendo em vista que podem reavê-los quando quiserem.

Permite, ainda, a transformação das magnitudes de capital, pois, ao pensarmos isoladamente nas poupanças e capacidades de investimento dos pequenos e médios investidores, não mensuramos o montante que atingem tais valores quando reunidos, ou seja, o mercado de capitais propicia a transformação da composição de ativos, tornando isolados montantes de menor significância em um de consolidada e elevada importância.

Transformam-se, ainda, os riscos, na medida em que, apesar de haver o risco, principalmente no que tange à liquidez dos títulos e o retorno dos valores, este é diluído entre os demais investidores.

Não podemos olvidar, por fim, que outras das funções econômicas desempenhadas pelo mercado acionário, consistem na dinamização das transferências e atividades, no que concerne à poupança e investimentos; e, ainda, na elevação da transparência, ao passo que facilita o acesso às informações por meio do mercado<sup>10</sup>, aumentando o volume informativo.

O mercado de capitais divide-se em mercado primário e mercado secundário. Pelo primeiro permite-se a captação de recursos pelas companhias através da emissão de novos títulos<sup>11</sup>, enquanto pelo segundo, isso não mais ocorre, sendo as operações realizadas somente entre investidores, e não mais entre estes e as sociedades. No último, vislumbra-se conferir liquidez aos valores, permitindo aos adquirentes vendê-los quando quiserem, ou precisarem.

Diante da ausência de um mercado secundário ativo, a captação de recursos, através do mercado primário, poderia ser prejudicada dada a falta de atratividade para os poupadores, os quais se encontrariam em dificuldades para vender seus títulos<sup>12</sup>.

---

<sup>10</sup> EIZIRIK, Nelson. GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.*, p. 8. CORSETTI, Michelangelo. *op. cit.*, p. 64-66.

<sup>11</sup> Seja para financiar seus projetos ou quitar ou prolongar suas dívidas.

<sup>12</sup> EIZIRIK, Nelson. GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.*, p. 10-11; CORSETTI, Michelangelo. *op. cit.*, p. 65.

Considerando-se, assim, ser o crescimento e desenvolvimento econômico uma necessidade imperiosa a qualquer país, o mercado bursátil revela-se como portador de essencial função socioeconômica<sup>13</sup>.

É neste contexto que toma lugar o crime de abuso de informação privilegiada, o qual se configura pela transmissão a alguém de informação precisa, concreta, relevante e ainda não tornada pública; pela negociação ou pela recomendação a alguém que negocie com valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros com base nessa; ou, ainda, pela emissão de ordem de subscrição, aquisição, venda ou troca destes, valendo-se da vantagem cognoscitiva<sup>14</sup>.

A etimologia da palavra “*insider*” nos conduz à ideia de um sujeito que se encontra “dentro”. Desta forma, da expressão *insider trading* se infere a conduta do sujeito que, pertencendo à estrutura orgânica ou funcional de uma companhia – ou seja, estando “*inside*” (dentro) –, utiliza uma informação reservada em seu benefício. Definição esta que, por sinal, pertence aos *insiders* em sentido estrito<sup>15</sup>.

Não obstante, os termos *insider trading* – originário da doutrina anglo-saxônica – ou *insider dealing* – como designado no Reino Unido –, embora estejam profundamente já arraigados e internacionalmente assentadas, não nos brindam com a devida exatidão a definição do fenômeno, dirigindo-nos à noção falaciosa de que tais práticas sucederiam tão somente em um círculo estrito de sujeitos providos de uma qualificação especial de estreita conexão à sociedade.

Assim, a terminologia empregada pela doutrina francesa “*délit d’initiés* ou *opérations d’initiés*” (delito de iniciados ou operações de iniciados) – imposta por ocasião dos trabalhos do Conselho da CEE –, mais ampla, demonstra-se mais coerente com a atual visão e conceituação, por muitos países, do uso de informação privilegiada, considerando estarem abrangidos, como potenciais agentes típicos, sujeitos estranhos à entidade emissora, mas que, entretanto, tiveram

---

<sup>13</sup> CASTRO, Carlos Osório de. *A informação no direito do mercado de valores mobiliários*. In *Direito dos valores mobiliários*, Lisboa, 1997, p. 333.

<sup>14</sup> Por óbvio não se trata de definição linear, pois, como veremos mais adiante, subsistem consistentes distinções de incriminação nos diferentes países.

<sup>15</sup> Como membros do conselho administrativo ou do conselho fiscal, por exemplo.

conhecimento da *inside information*. Estes, por sua vez são comumente nomeados de *outsiders*<sup>16</sup>.

Em que pese o esclarecimento acerca da raiz terminológica, por uma questão didática, nos valeremos de modo indiscriminado da totalidade das expressões para designar o uso indevido de informação reservada.

Se pensarmos em um quadro de práticas *insider trading* em um contexto globalizado de superação de barreiras fronteiriças, crescente aumento da capacidade, ligeireza e volume informativo, notaremos que, este fenômeno, pode atingir nível mundial e colocar em causa a confiança e, conseqüentemente, o bom funcionamento dos mercados de capitais<sup>17</sup> – o que seria inadmissível, dada a reconhecida importância desempenhada por este setor financeiro na economia – imprescindível se torna a prevenção e repressão de tais comportamentos.

Assentados estes pontos, importa analisar não apenas o momento, como também os traços históricos em que se sucedeu a percepção da necessidade de criminalizar estes atos.

---

<sup>16</sup> GUTIÉRREZ, José Zamyra Veja. *Mercado de valores en derecho penal: abuso de información privilegiada bursátil : "Insider Trading"*. Madrid: Edisofer, 2013, p. 06-08; CABANA, Patricia Faraldo. *Algunos aspectos del delito de uso de información reservada en el mercado de valores en el proyecto de Código Penal de 1994*. In *Estudios Penales y Criminológicos XVIII*. Universidade de Santiago de Compostela, n.º. 18, 1994-1995, p. 52-53. Devemos atentar, nessa senda, não haver consenso doutrinário, fixando alguns que a esfera de potenciais sujeitos ativos deveria circunscrever-se tão somente aos *insiders stricto sensu*, enquanto outros se manifestam pela abrangência desta. A questão será abordada com mais profundidade num outro momento.

<sup>17</sup> Directiva do Conselho 89/592/CEE, de 13 de novembro de 1989.

## 2. Breve evolução histórico-teórica

### 2.1. Gênese e evolução histórica do surgimento da incriminação

O *crack* da Bolsa de Nova York de 1929 – cujos efeitos devastadores refletiram no mundo todo<sup>18</sup> – é assinalado como cerne desencadeador do exórdio regulador dos comportamentos relacionados ao uso de informação privilegiada em operações em mercado bursátil<sup>19</sup>, sendo os Estados Unidos considerados pioneiros na punição destas condutas<sup>20</sup>, possuindo previsões cíveis, comerciais, administrativas e penais, para além das construções teórico-jurisprudenciais<sup>21</sup>, cujo quadro evolutivo se observará mais adiante.

Dado que a *Section 16 (b)* da *Securities Exchange Act* não era “autoexecutável”, foi, em 1942, editada a *Rule 10b-5*, a qual passou a coibir as práticas do *insider dealing* com maior abrangência, proibindo a realização de qualquer operação em que uma das partes careça de informação que a contraparte deveria ter divulgado. A regra alcança os administradores, terceiros vinculados a estes – independentemente da origem do vínculo –, bem como qualquer pessoa, física ou jurídica, que possui a informação em razão de suas relações próximas com a companhia<sup>22</sup>.

---

<sup>18</sup> Considerado o período mais longo de recessão econômica, a Grande Depressão, levou a inadimplência das dívidas, gerando a quebra de diversas instituições financeiras, bem como do comércio. Foram registradas drásticas quedas do PIB em todo o mundo, dada a redução da produção, bem ainda elevadas taxas de desemprego.

<sup>19</sup> Entretanto, reportam alguns sua origem ao ano de 1723, data em que foi documentado o primeiro caso de denúncia, por John Barnard – um grande conhecedor dos negócios londrinos –, de indivíduos vinculados à Companhia das Índias Holandesas, os quais teriam se enriquecido às custas dos demais acionistas, dado que teriam vendido suas ações, com base em conhecimento antecipado da diminuição dos dividendos que esta sociedade iria outorgar, e, pouco tempo depois, quando a notícia tornou-se publicamente conhecida, o valor dos títulos havia sido reduzido em 50%. Cfr. GUTIÉRREZ, José Zamyra Veja. *op. cit.*, p. 10.

<sup>20</sup> Neste marco, o Congresso americano decidiu regular todos os tipos de operações de compra e venda de títulos, emanando o *Securities Act*, de 1933, e a *Securities Exchange Act*, de 1934. Enquanto o primeiro castiga apenas operações fraudulentas específicas por meio de assertivas inverídicas, o segundo denota a verdadeira raiz da repressão ao *insider trading (full and fair disclosure)*, encontrada precipuamente na *Section 16 (b)*. Cfr. CUSSAC, Jose Luis Gonzalez. *El abuso de información privilegiada*. In Cuadernos de Política Criminal, n.º. 37, 1989, Edersa: Madrid, p. 121.

<sup>21</sup> CIPRIÁN, Daniel Ferrandis. GARAY, Lúcia Martínez. *Tratamiento penal del abuso de información privilegiada en el mercado financiero*. In Estudios Penales y Criminológicos XXIII, n.º. 23, 2001, p. 105.

<sup>22</sup> PROENÇA, José Marcelo Martins. *Insider Trading. Regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 222.

Foi em 1982 que a *Securities and Exchange Commission* editou, sob influência do caso *Chiarella v. United States*, a *Rule 14e-3*, cujo avanço consistia em castigar o *tipping* (ato de dar informação, dar “dica”) sobre uma oferta pública de aquisição ainda não divulgada ao mercado, mesmo nos casos em que o *tippee* (receptor da “dica”) não procedesse a uma negociação, diferentemente do que ocorria até então. Consagrando-se, assim, a regra do sigilo absoluto.

Iniciada a década de 80, diversas medidas foram adotadas objetivando o combate aos abusos de mercado, sendo algumas das mais relevantes o *Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act*, assinado em 1988; e a proibição, emitida pela SEC em 2000, dirigida às empresas no sentido de não mais se admitir que estas selecionassem material especialmente para analistas e investidores institucionais antes que estas fossem divulgadas ao público em geral<sup>23</sup>.

Foi a partir da legislação estadunidense que o *insider trading* ganhou transcendência, contudo, os primeiros sinais de preocupação com tais práticas na Europa deram-se em 1967, através do *Informe do grupo de especialistas sobre a integração dos mercados de capitais*, cujo ponto de enfoque era a necessidade de aproximação dos controles e supervisão atinentes às informações relevantes para os mercados acionários<sup>24</sup>. Até então, as disparidades normativas eram notórias, pois enquanto alguns países já contavam com a criminalização do uso de *inside informations*, havia países outros que, ainda, se regiam por um sistema de autorregulamentação<sup>25</sup>.

Com a instituição da União Europeia pautada também no objetivo de harmonização das legislações nacionais, bem como em virtude das reivindicações criminalizadoras do direito comparado, assim como de origem doutrinária, emergiu a Directiva comunitária 89/592/CEE<sup>26</sup>, de 18 de novembro de 1989, desempenhando papel de extrema relevância na caracterização dos sujeitos ativos, na definição de informação privilegiada e dos comportamentos proibidos.

---

<sup>23</sup> CORSETTI, Michelangelo. *op. cit.*, p. 89-91.

<sup>24</sup> INIESTA, Diego José Gómez. *La utilización abusiva de información privilegiada en el mercado de valores*. Madrid: McGraw-Hill, 1997, p. 68.

<sup>25</sup> A França já contava com a incriminação desde 1967, seguindo-se da Grã-Bretanha (1980), Itália (1989), Espanha (1988). A Alemanha, por exemplo, manteve até 1994 um sistema baseado na autodisciplina dos próprios sujeitos intervenientes no mercado. Cfr. GOMES, Fátima. *op. cit.*, p. 21-51.

<sup>26</sup> BASOCO, Juan M. Terradillos. *Protección Penal del Mercado Financiero*. In I Congreso Hispanoitaliano de Derecho Penal Económico. Universidad da Coruña, 1998, p. 163.

Todavia, é iniludível que imposição de repressão de tais condutas, às quais era exigida transposição, podia se dar através de “sanções suficientes” para incitar o respeito às disposições<sup>27</sup>, o que equivale dizer: deixou-se ao arbítrio dos Estados a opção pela adoção de normas de natureza civil, administrativa ou penal<sup>28</sup>.

Naturalmente, procedeu-se a uma progressiva harmonização europeia em matéria de mercado de capitais, a expansão e integração dos mercados em alta escala, bem como a forte tendência mundial favorável à intervenção penal<sup>29</sup>, culminaram na determinação da repressão criminal do *insider dealing*, com o advento da Directiva 2003/4/CE, de 12 de abril, mormente face à importância adquirida pelos mercados de valores mobiliários no desenvolvimento e crescimento econômico.

As grandes e mais recentes fraudes, do início de 2000 – como os casos *Enron*, *WorldCom* e *Parmalat*, contribuíram para a modificação do pensamento<sup>30</sup> –, assim como as alegações de alguns fundos do terrorismo provêm de manobras financeiras realizadas nos mercados de capitais<sup>31</sup>, contribuíram na solidificação do pensamento hodierno.

Traçado este curto panótipo geral do surgimento e histórico de desenvolvimento do crime de abuso de informação privilegiada no mundo, torna-se imprescindível o exame do quadro evolutivo dos fundamentos esboçados pela jurisprudência estadunidense acerca da proibição deste.

---

<sup>27</sup> Consoante o artigo 13º da Directiva 89/592/CEE, de 18 de novembro de 1989.

<sup>28</sup> No âmbito penal, podemos observar que as primeiras regulações do abuso de informação fluíram para um delito enquadrado dentro da classe dos crimes societários, todavia, uma vez compreendido cuidar-se de delito dirigido contra o próprio mercado acionário em si – e notando-se a evidente diferenciação entre estes – passaram a enquadrá-lo no âmbito dos crimes contra o mercado de valores mobiliários. Cfr. CABANA, Patrícia Faraldo. *op. cit.*, p. 78.

<sup>29</sup> CORSETTI, Michelangelo. *op. cit.*, p. 92.

<sup>30</sup> D'URSO, Luiz Flávio Borges. *Proteção penal dos mercados financeiros: tipificação do insider trading*. In COSTA, José de Faria; SILVA, Marco Antônio Marques da. (Coords.) Direito penal especial, processo penal e direitos fundamentais. Visão luso-brasileira. São Paulo: Quartier Latin, 2006, p. 791.

<sup>31</sup> Nesse sentido, é de notar afirmarem alguns acerca da existência de intensas operações (de *short selling* e *put options*) feitas antes, durante e após os atentados terroristas de 11 de setembro de 2001, identificadas por autoridades japonesas, sobre as quais se suspeitavam estarem relacionadas àqueles atos. Para uma exposição mais detalhada sobre o assunto, vide AMARAL, Nuno Peixoto do. *Insider Trading ao serviço do terrorismo*. In COSTA, José de Faria; SILVA, Marco Antônio Marques da. (Coords.) Direito penal especial, processo penal e direitos fundamentais. Visão luso-brasileira. São Paulo: Quartier Latin, 2006, p. 1052-1084.



## 2.2. Histórico da formulação das teorias que fundamentam a proibição ao *insider trading* na jurisprudência norte-americana

No decorrer dos anos as legislações têm se alterado com o intuito de propiciar uma melhor regulação do mercado de valores mobiliários, supervisionando e controlando o fluxo de informações, bem como coibindo a utilização daquelas tidas por “privilegiadas”.

Considerando-se que os Estados Unidos, precursor das iniciativas anti-*insider*, tem seu ordenamento jurídico estruturado sob a *Common Law*, assumindo a jurisprudência demasiada relevância no desenvolvimento do Direito<sup>32</sup>, imperioso se faz a análise das construções decorrentes desta, não apenas para observar a evolução do pensamento jurídico quanto à proibição do uso de informação privilegiada, mas também do surgimento e interpretação de alguns conceitos necessários à configuração do delito<sup>33</sup>.

Com base na *Rule 10b-5*, editada pela SEC, sustentou-se o pensamento da *disclose or abstain theory*, consoante a qual, dada as relações de confiança entre as partes, aquele que possua uma informação privilegiada possui duas opções: divulgá-la ao mercado ou abster-se de utilizá-la<sup>34</sup>.

A concessão da alternativa entre divulgação ou abstenção apresentava-se, entretanto, um tanto inverídica, porquanto acabava por cingir-se, na maioria dos casos, a uma “sugestão forçosa” de abstenção, independente de qualquer escolha do agente. Isso porque, na generalidade dos casos, a informação reservada concerne à sociedade emissora, não sendo admissível ao seu detentor divulgá-la, uma vez que não possui legitimidade para tanto.

A normativa criava um conflito de deveres na medida em que se embasava na obrigatoriedade de cumprimento de um dever de divulgação, sendo que sobre aquele mesmo agente recairia um dever de sigilo, uma vez que grande parte dos países criminaliza a revelação

---

<sup>32</sup> Isso porque a “Seção 16(b) da *Securities Exchange Act*, de 1934, e a Regra 10b-5, baixada pela SEC em 1942, sofreram o alargamento de sua abrangência por força de construção jurisprudencial”. PROENÇA, José Marcelo Martins. *op. cit.*, p. 225-226.

<sup>33</sup> CORSETTI, Michelangelo. *op. cit.*, p. 92; GOMES, Fátima. *op.cit.*, p. 32.

<sup>34</sup> É de aclarar tratar-se de regra mais passível de ser aplicável em negociações *face-to-face*, nas quais o dever de esclarecer a contraparte seria um modo de não enganar, o que “nos remeteria para a simples tutela civil do patrimônio da pessoa enganada e, no plano criminal, para a burla comum”. Entretanto, não é “esta a realidade dos mercados de valores mobiliários de hoje em dia, que funcionam cada vez mais em circuito informático fechado e em que os comitentes se ignoram entre si”. Cfr. PINTO, Frederico de Lacerda da Costa. *op. cit.*, p. 54.

não autorizada de segredo. Desta forma, o fundamento da incriminação seria concomitantemente a sua causa de exclusão de responsabilidade, em razão de consubstanciar uma situação de inexigibilidade de conduta diversa<sup>35</sup>.

Os Tribunais estadunidenses formularam algumas teorias acerca da temática, dentre as quais: (1) *special facts*; (2) *breach-of-duty-to-shareholder theory* ou teoria clássica; (3) *breach-of-duty-to-source-of-information theory* ou *misappropriation theory*<sup>36</sup>.

À luz dos *special facts* obrigava-se a parte que detinha vantagem informativa que comunicasse à contraparte da aquisição ou cessão dos ativos que sua operação estaria realizando-se com base na posse de uma informação privilegiada<sup>37</sup>. Questiona-se essa teoria no mesmo sentido em que se questiona a possibilidade da burla, ou mesmo o engano, por omissão<sup>38</sup>.

Segundo a teoria clássica ou tradicional (*fiduciary duty theory*), esboçada majoritariamente nos casos *Chiarella v. United States*<sup>39</sup> e *Dirks v. SEC*<sup>40</sup>, o *insider dealing* caracteriza-se pela violação de um dever fiduciário, devido por um *corporate insider* aos acionistas de uma companhia, ao valer-se de informação confidencial que possui. Sua acepção foi sucessivamente sendo alargada, para dirimir lacunas de punibilidade, a fim de incluir as relações de “quase-confiança”.

Todavia, remanesceriam problemas quanto ao círculo de sujeitos ativos, dada a dificuldade na delimitação das relações de confiança entre o iniciado e a fonte informativa,

---

<sup>35</sup> *Ibid.*, p. 46-55.

<sup>36</sup> Há, ainda, aqueles que apontam a existência de um quarto pensamento, de cariz demasiado minoritário, designado de *fraud or deception theory*, nascido de uma dissidência teórica no caso *Chiarella v. United States*. Segundo esta, ao descumprir a obrigação de divulgar, o negociante engaja em uma espécie de deturpação análoga a uma “mentira” – decorrendo daí o termo “fraude” –, que interferiria no processo deliberativo das outras partes, infringindo sua autonomia. Cfr. GREEN, Stuart P. *Cheating*. Law and Philosophy. In *International Journal for Jurisprudence and Legal Philosophy*, vol. 23, n.º. 2, march 2004, p. 178-180.

<sup>37</sup> A Suprema Corte anulou uma transação em que não foi revelada a compra com base na informação reservada atinente a uma decisão governamental. Vide *Strong v. Repide*, 213 U.S. 419 (1909).

<sup>38</sup> PINTO, Frederico de Lacerda da Costa. *op. cit.*, p.46-48.

<sup>39</sup> *Chiarella v. United States*, 445 U.S. 222 (1980). A Suprema Corte fixou a impossibilidade de imposição do dever de informar àqueles que não são iniciados corporativos, dado que inexistente a imprescindível violação de uma relação de confiança.

<sup>40</sup> *Dirks v. SEC*, 463 U.S. 646 (1983). Foi neste caso em que se obrou tentativa de alargar o círculo de agentes, enunciando o Tribunal a regra de que aqueles que recebem uma informação reservada de um iniciado societário vinculam-se ao dever que sobre este recai de revelar a informação ou abster-se de negociar, caracterizando, ainda, sua violação quando transmite a informação a um terceiro que, com base nesta, atue. Considerou-se, assim, que estes também podem violar um dever fiduciário indiretamente “incorporado”.

especialmente no que pertine aos *outsiders*, cuja caracterização se compõe da ausência de qualquer relação de fidúcia, restando descartada a possibilidade de sua inclusão<sup>41</sup>.

A teoria peca, também, quando cogitamos sua aplicação na hipótese de venda dos ativos pelo iniciado, uma vez que o comprador não necessariamente será acionista.

A adoção desta concepção conduz, ademais, a uma tutela penal da confiança nas relações entre *insider* e acionista, a qual seria totalmente desprovida de dignidade penal, desfocando, assim, o real intuito protetivo da norma, qual seja: a proteção do mercado de capitais.

Nascida no caso *United States v. O'Hagan*<sup>42</sup>, a *misappropriation theory* é formulada a partir do abandono da concepção de *disclose or abstain*, passando a pautar-se o *insider trading* na quebra de um dever de lealdade para com a fonte originária da informação – e não mais para com os acionistas –, posto que o iniciado apropriar-se-ia indevidamente de uma informação que não lhe pertenceria<sup>43</sup>.

Ora, críticas diversas pairam sob tal construção, precipuamente porque desnatura o delito de iniciados transformando-o em uma mera infração de apropriação ou violação de segredos.

Outrossim, se a fonte originária da informação fosse, de fato, proprietária da informação – entendimento com o qual não nos coadunamos na medida em que partimos de uma concepção da informação como um bem público –, implicaria na possibilidade de uso lícito desta pelo suposto proprietário.

Despontam, ainda, problemas a nível probatório, posto que o pronunciamento judicial poderia estar dependente da manifestação de vontade da fonte informativa relativa à autorização ou não para utilização da informação. Em caso negativo, poderia o agente ser

---

<sup>41</sup> PINTO, Frederico de Lacerda da Costa. *op. cit.*, p. 59-60; LUCCHESI, Guilherme Brenner. *O objeto de tutela penal no delito de insider trading*. In Revista Brasileira de Ciências Criminais, ano 19, n.º. 90, 2011, p. 152-153.

<sup>42</sup> *United States v. O'Hagan*, 521 U.S. 642 (1997).

<sup>43</sup> Observe-se, contudo, que “a doutrina por vezes desagrega ou enfatiza cada um dos elementos que integram a *misappropriation theory* chegando a resultados algo diferentes. Assim, o primeiro aspecto é designado pela doutrina norte-americana como uma *fraud on the source* (em que a vítima é claramente a fonte da informação, isto é, o seu proprietário ou detentor inicial) e o segundo como uma forma específica de violação do *duty of disclosure* (em que a vítima, podendo continuar a ser o proprietário ou detentor da informação, é também o acionista que negocia com o insider). Esta segunda perspectiva tem modificado o enquadramento tradicional da construção, fazendo com que o crime (...) seja visto como uma *fraud on the market*, ou seja, como uma lesão objetivável nos investidores. Esta via ainda não se afirmou de forma consistente nos EUA, mas a doutrina manifesta uma notória simpatia”. Cfr. PINTO, Frederico de Lacerda da Costa. *op. cit.*, p. 57-58.

condenado; enquanto, caso tivesse sido autorizado, inconcebível seria a sua responsabilização penal.

Parece-nos, entretanto, que uma teorização nesse sentido acabaria por extirpar por completo a ideia de segurança jurídica, para além de deslocar o controle da punibilidade do judiciário para a pessoa da fonte informativa, o que seria inadmissível<sup>44</sup>.

Tais perspectivas são plenamente incompatíveis com a nossa visão da tutela penal atribuída ao delito de iniciados, pois pervertem a ratio ontológica e teleológica da incriminação, sendo insuficientes para fundamentá-la. Contribuem, no entanto, para a análise crítica da objetividade jurídica que será, posteriormente, examinada.

---

<sup>44</sup> *Ibid.*, p. 47-67; GREEN, Stuart P. *op. cit.*, p. 179.

### 3. Possíveis efeitos positivos e negativos da utilização de informação privilegiada e fundamentos da sua repressão

Ao longo dos anos, argumentos foram amealhados em ambos os sentidos<sup>45</sup>, sendo possível encontrar opiniões vetorialmente opostas, desde a afirmação acerca da existência de efeitos benéficos oriundos desta prática – e, portanto, favoráveis à sua liberalização –, até fundamentos respaldados nos prováveis males incutidos nestas condutas – visando a sua criminalização.

Foram vastas as assertivas aduzidas, principalmente nos Estados Unidos a partir dos anos 60, pelos partidários das teorias que vislumbram uma utilidade no uso de informações privilegiadas.

Fincando suas bases argumentativas, por um lado, no funcionamento do *insider trading* como um mecanismo de revelação de informação de interesse para o mercado<sup>46</sup>, porquanto refletiriam melhores informações (novas, mais completas e úteis) aos preços dos valores mobiliários<sup>47</sup>, promovendo, assim, a antecipação da cotação dos títulos<sup>48</sup> (o que também poderia ser benéfico aos acionistas<sup>49</sup>) e colocando os investidores em condições de se aperceberem das informações desfrutadas pelos iniciados, tornando, desta forma, o mercado mais eficiente<sup>50</sup>.

Doutro lado, afirmam que tais comportamentos seriam capazes de reduzir os riscos na tomada de decisão do investidor<sup>51</sup>, uma vez que preveniriam oscilações bruscas nas cotações,

---

<sup>45</sup> Neste diapasão, importa observar que o debate possui raízes tanto nas ciências jurídicas quanto nas ciências econômicas. Por ora, abordaremos ambas indistintamente, por entendermos não ser possível desvincularmo-nos da compreensão dos efeitos econômicos gerados por tais práticas.

<sup>46</sup> QUIROGA, Jacobo López Barja de. § 17. *El abuso de información privilegiada*. In BACIGALUPO, Enrique. Curso de Derecho Penal Económico. Marcial Pons, 1998, p. 336.

<sup>47</sup> GREEN, Stuart P. *op. cit.*, p. 176-177.

<sup>48</sup> SEMINARA, Sergio. *Insider Trading e Diritto Penale*. Giuffrè, 1989, p. 31.

<sup>49</sup> QUIROGA, Jacobo López Barja de. *op. cit.*, p. 336.

<sup>50</sup> GOMES, Fátima. *op. cit.*, p. 12.

<sup>51</sup> LELAND, Hayne E. *Insider Trading: Should it be prohibited?* In *Journal of Political Economy*, n°. 4, vol. 100, August, 1992, p. 860.

bem como aumentariam a liquidez do mercado, findando por se tornar um estímulo ao investimento de capital<sup>52</sup>.

Outros se posicionam no sentido de que a possibilidade de utilização de informação privilegiada funcionaria como uma espécie de “recompensa justa”, um “incentivo adicional”, para a classe dos empreendedores<sup>53</sup>, responsáveis por ações inovativas na sociedade e pelo seu sucesso, autorizando a utilização no mercado destas informações – a fim de evitar a burocracia – criadas por estes sujeitos<sup>54</sup>.

Extensas dúvidas pairaram quanto a este posicionamento, mormente tendo-se em observância que a grande maioria das ações inovadoras desenvolvem-se no âmbito de colaboração mútua entre uma série de indivíduos, não se devendo atribuí-las tão somente a uma parcela. Ademais, entendemos que tal privilégio, caso concedido, poderia desencadear uma provável desconfiança dos investidores no mercado<sup>55</sup>.

MANNE<sup>56</sup>, por sua vez, argumentava que a possibilidade de utilização de informação privilegiada apenas criaria o incentivo certo para os gestores/administradores, tal e qual um “empreendedor independente”, considerando o *insider trading* como uma espécie de ferramenta perfeita de remuneração<sup>57</sup> que propicia esta atuação como um “empresário”, tornando-os mais inovadores<sup>58</sup>.

Todavia, com esta teoria o autor desconsidera a possibilidade de existirem entre o(s) gestor(es) e os acionistas eventuais interesses colidentes, em prol do benefício de uma minoria.

---

<sup>52</sup> SEMINARA, Sergio. *op. cit.*. Giuffrè, 1989, p. 31.

<sup>53</sup> Não se confundindo aqui com a classe dos dirigentes.

<sup>54</sup> *Ibid.*, p. 32.

<sup>55</sup> BANDEIRA, Gonçalo Nicolau Cerqueira Sopas de Melo. *Abuso de mercado e “responsabilidade penal” das pessoas (não) colectivas – contributo para a compreensão dos bens jurídicos colectivos e dos “tipos cumulativos”, na mundialização*. Dissertação de doutoramento em ciências jurídico-criminais pela Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, 2008, p. 214-215.

<sup>56</sup> Para uma exposição melhor acerca de algumas de suas ideias, vide MANNE, Henry G. *Insider Trading and Property Rights in New Information*. In *CATO Journal*, vol. 4, n.º. 3, 1985, pp. 933-957.

<sup>57</sup> Neste sentido, note-se que DEMSETZ vê o lucro do *insider*, dos gerentes e acionistas majoritários – uma vez que, para ele, os acionistas majoritários implicam um “nível eficiente de monitoramento” – “como uma compensação pelo maior risco específico da empresa suportado por eles”, razão pela qual a informação privilegiada seria uma espécie de forma de retribuição a certos serviços. Cfr. DENNERT, Jürgen. *Insider Trading*. *Kyklos*, vol. 44, fasc. 2, 1991, p. 193. Todavia, isso também poderia incorrer em conflitos de interesses, sendo preferível se valerem de outros mecanismos de recompensa, tais como promoções ou participação nos lucros, a fim de não elevar os níveis de desconfiança no mercado.

<sup>58</sup> *Ibid.*, p. 182-193.

Ademais, este raciocínio permitiria que os administradores se beneficiassem não apenas com o seu bom, mas também com o seu mau desempenho<sup>59</sup> – uma vez que poderiam se desfazer dos valores mobiliários anteriormente, diante de más notícias<sup>60</sup> – e, para além disso, colocar-se-ia em risco a própria economia.

De ver-se, ainda, ser MANNE um tanto contraditório, pois, ao passo que profere tais afirmações, advoga dever existir uma maneira de evitar condutas manifestamente abusivas dos *insiders*, tendo por isso sua teoria sido criticada com base na dificuldade ou até impossibilidade de formular o estabelecimento de distinção entre uma utilização lícita e outra abusiva<sup>61</sup>.

Em um plano diverso, há quem defenda a existência de direitos de propriedade sobre a informação (*property rights*), embasados em um direito real justificado pelos custos despendidos em sua captação<sup>62</sup>, da qual emanaria a total possibilidade de uso, que por sua vez seria visto como benéfico, porquanto provocaria um “*plus* concorrencial” entre os investidores<sup>63</sup>. Segundo esta corrente, as vantagens percebidas pelo iniciado procederiam de seu trabalho e agudez<sup>64</sup>, o que nos parece, no mínimo, descabido, precipuamente se tivermos em conta que supostamente a informação pertenceria – consoante o entendimento teórico esboçado por aqueles que assim se manifestam – à empresa e que o conhecimento desta, pelo *insider*, se dá em razão de sua posição ou atividade, e, por isso, estaria este se apropriando indevidamente de algo que não lhe pertenceria<sup>65</sup>.

---

<sup>59</sup> Consubstanciando o fenômeno denominado de “*moral hazard*” ou risco moral – como é traduzida por alguns – cuja consideração remonta, historicamente, à análise das relações entre seguradores e segurados. Note-se que “o problema do risco moral pode trazer efeitos ainda mais graves para o funcionamento dos mercados, desestimulando determinados vínculos ou relações contratuais que poderiam trazer benefícios à coletividade”. Cfr. YAZBEK, Otávio. *Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais*, 2ª ed., Rio de Janeiro: Campus Jurídico, 2008, p. 40-41.

<sup>60</sup> COSTA, José de Faria. RAMOS, Maria Elisabete. *O crime de abuso de informação privilegiada*. Coimbra: Coimbra Editora, 2006, p. 23.

<sup>61</sup> GOMES, Fátima. *op. cit.*, p. 12.

<sup>62</sup> Outros afirmam que tal propriedade decorreria não só de quem possui tal informação privilegiada, como também de quem a produz. Cfr. PINTO, Frederico de Lacerda da Costa. *op. cit.*, p. 44.

<sup>63</sup> BANDEIRA, Gonçalo Nicolau Cerqueira Sopas de Melo. *op. cit.*, p. 202 e 226.

<sup>64</sup> QUIROGA, Jacobo López Barja de. *op. cit.*, p. 337.

<sup>65</sup> DENT, George W. *Why Legalized Insider Trading Would be a Disaster*. In *Delaware Journal of Corporate Law*, vol. 38, 2003, p. 270. Argumentação esta que deu origem à *Misappropriation Theory*, do direito americano, já supra analisada. QUIROGA, Jacobo López Barja de. *op. cit.*, p. 337.

Por fim, alguns, por crerem não haver prejuízos econômicos aos demais intervenientes<sup>66</sup> do mercado, pela atuação do *insider trader*, não vislumbram razão para a sua proibição<sup>67</sup>, o que, como veremos mais adiante, não condiz com os dados da realidade.

Estes argumentos foram veementemente contestados pela doutrina majoritária, atualmente defensora da repressão ao abuso de informação privilegiada, a qual se fundamenta em sentido diametralmente oposto, expondo que a utilização destas coloca em perigo a confiança dos investidores no mercado de capitais<sup>68</sup> – podendo comprometer o seu funcionamento e, até mesmo, a sua subsistência<sup>69</sup> –, propiciando uma retração deste<sup>70</sup> e a consequente perda de sua eficácia<sup>71</sup>.

Note-se que, com a liberalização do *insider trading*, a liquidez dos mercados reduzir-se-ia<sup>72</sup>, bem como a cotação das ações seria mais volátil, prejudicando ainda mais aqueles negociantes com necessidade de liquidez<sup>73/74</sup>.

---

<sup>66</sup> Existem, ainda, teses no sentido da inexistência de vítimas no delito de *insider trading*. Cfr. LEE, Ian B. *Fairness and Insider Trading*. In *Columbia Business Law Review*, n.º. 1, 119, 2002, p. 159.

<sup>67</sup> QUIROGA, Jacobo López Barja de. *op. cit.*, p. 337.; CIPRIÁN, Daniel Ferrandis; GARAY, Lúcia Martínez. *op. cit.*, p. 106.

<sup>68</sup> Relevante atentar ao fato de que, embora em sua origem tenha havido, no mercado de valores mobiliários, uma maior atuação de profissionais, hodiernamente encontramos um cenário diverso, em que atuam particulares que o buscam como fonte de aforro e, em virtude disso, torna-se imprescindível a confiança destes num sistema justo e transparente, com mecanismos de proteção às condutas que possam afetar estas características. Cfr. QUIROGA, Jacobo López Barja de. *op. cit.*, p. 337.

<sup>69</sup> CIPRIÁN, Daniel Ferrandis; GARAY, Lúcia Martínez. *op. cit.*, p. 106-107; CUSSAC, Jose Luis Gonzalez. *op. cit.*, p. 122-123.

<sup>70</sup> Tal retração implicaria que as empresas recorressem a outros mecanismos de financiamento bem mais dispendiosos, como, por exemplo, financiamentos bancários. Cfr. GOMES, Fátima. *op. cit.*, p. 12.

<sup>71</sup> SEMINARA, Sergio. *op. cit.*, p. 89.

<sup>72</sup> Pode evocar-se aqui, ainda, o clássico exemplo de AKERLOF o qual – apesar de referir sua teoria ao mercado de carros usados (*The Market for Lemmons*), possui aplicação em diversos âmbitos econômicos, sendo possível emoldurar a observância dos mesmos efeitos no seio do mercado mobiliário em que presente um *insider*–, denota a existência de um preço médio na indústria de carros usados, em que carros de qualidade superior findam por ser “subpreçados”, sendo que esta redução do valor atribuído ao bem conduziria a um afastamento dos proprietários de veículos de melhor qualidade, conduzindo, consequentemente, a uma retração dos potenciais compradores interessados neste mercado, face à queda da qualidade representativa deste mercado. Cfr. AKERLOF, George A. *The Market for Lemmons: Quality, Uncertainty and the Market Mechanism*. In *Quarterly Journal of Economics*, n.º. 84, 1970, p. 488. Ademais, afirma SEMINARA que “o perigo que representa o *insider trading* para a liquidez do mercado” é o real fundamento da incriminação em questão. In *Insider Trading e Diritto Penale*. Milano, 1989, Dott. A. Giuffrè Editore, p. 89.

<sup>73</sup> Isso porque o seu retorno esperado seria reduzido, uma vez que estariam negociando com investidores melhor informados. Cfr. LELAND, Hayne E. *op. cit.*, p. 884.

<sup>74</sup> LELAND alega que tais pontos podem ser simultaneamente verdade tanto no caso de liberalização do uso de informação privilegiada como nos casos de repressão, exceto um: “os favoráveis ao *insider* arguem que o preço



Sustentam a possibilidade de haver eventuais prejudicados concretos<sup>75</sup> em operações de *insider trading*. E mais, manifestam-se no sentido desta caracterizar uma violação ao princípio da igualdade de oportunidades – de modo a terem os investidores o mesmo acesso às informações e poderem operar com as mesmas possibilidades<sup>76</sup> –, bem como alegam alguns poder a própria empresa, eventualmente, ter seus interesses negativamente afetados pelo uso de informação privilegiada praticado por seus diretores, por representar um abuso de confiança com relação à empresa<sup>77</sup>.

Outrossim, os efeitos da globalização<sup>78</sup> trouxeram consigo a necessidade da existência de garantias e tratamentos similares nos mercados internacionais, de molde a aparecerem as precauções, estabelecidas em um deles, também nos demais<sup>79</sup>.

Assim, ainda que possam existir eventuais aspectos positivos do uso de informação privilegiada, estes são dominados pelos intensos e avassaladores efeitos negativos decorrentes deste, o que explica, em grande parte – e sem desconsiderar as questões de política criminal intrínsecas aos Estados –, a proibição da conduta<sup>80/81</sup> por vários países, nomeadamente ao nível da *ultima ratio* criminal<sup>82</sup>.

---

dos ativos subirá quando o *insider trading* é permitido; os anti-*insiders* mantêm que o preço dos ativos cairá”. *Ibid.*, p. 860.

<sup>75</sup> SEMINARA afirma que tais condutas ocasionam “um dano econômico ao sujeito que opera como contraparte na transação realizada por *insiders*”. SEMINARA, Sergio. *op. cit.*, premissa.

<sup>76</sup> QUIROGA, Jacobo López Barja de. *op. cit.*, p. 337; CIPRIÁN, Daniel Ferrandis. GARAY, Lúcia Martínez. *op. cit.*, p. 106-107.

<sup>77</sup> CIPRIÁN, Daniel Ferrandis. GARAY, Lúcia Martínez. *op. cit.*, p. 106-107.

<sup>78</sup> Fenômeno que possibilitou a integração econômica, social, cultural e política, intensificando a comunicação dos países – entre o final do século XX e início do XXI – oriundo da necessidade do capitalismo de formar um sistema integrado caracterizado pela permissão de ampliação dos mercados, gerando expansão capitalista, bem como tornando possível, dentre outras atividades, a realização de transações financeiras com maior facilidade.

<sup>79</sup> Neste ponto incluem-se as Directivas do âmbito europeu.

<sup>80</sup> Houve a necessidade de incriminação até porque outros tipos legais não conseguiriam abarcar grande parte das modalidades de conduta do “*insider*” em delitos tais como a falsidade documental, o estelionato, violação de segredos, entre outros. Cfr. CUSSAC, Jose Luis Gonzalez. *op. cit.*, p. 147 e ss.

<sup>81</sup> É de mencionar haver, também, quem afirme que ainda que os fundamentos econômicos fossem conclusivos no sentido benéfico do fenômeno, argumentos morais poderiam potencialmente conceder uma razão independente para a proibição do *insider trading*. (Cfr. GREEN, Stuart P. *op. cit.*, p. 177). Todavia, não nos compaginamos com este entendimento, até porquanto é curial não ser o direito penal (e tampouco dever ser) – “pois a razão jurídica não o permite, nem a razão moral o pretende - um instrumento de reforço da moral”. (Cfr. FERRAJOLI, Luigi. *A questão do embrião entre direito e moral*. Tradução Eduardo Maia Costa. In Revista do Ministério Público, n.º. 94, 2011, p. 11). Embora afirme SEHER ter sido este entendimento alterado na atualidade, fundamentando que em uma democracia o direito é “a positivação de um setor da moral social” e que “a habitual oposição entre liberalismo e moralismo, baseada em que o primeiro pretende evitar danos e o segundo proteger valores, é fruto de

#### 4. Objetividade jurídica do delito de abuso de informação privilegiada

O Direito penal encontra a sua razão de ser, bem como o seu fundamento “na dimensão onto-antropológica de uma relação de cuidado-de-perigo”, cuja ruptura ou perversão manifesta uma ilicitude material<sup>83</sup>.

Tendo em vista ser a proteção de interesses a essência do direito<sup>84</sup>, emerge a noção de bem jurídico (*Rechtsgut*<sup>85</sup>) – o qual representa um elemento constitutivo do fato criminalmente relevante<sup>86</sup> – estabelecendo um dos *topoi* essenciais à sua interpretação<sup>87</sup>.

Panoramicamente avistado sob uma dúplici perspectiva – atuando não apenas como eixo condutor para a fundamentação<sup>88</sup> e sistematização do tipo penal<sup>89</sup>, como também na forma de princípio negativo limitador da disciplina criminal<sup>90</sup> –, vislumbra a dogmática, neste

---

um mal entendido”, restando “evidente que o liberalismo também aspira a proteger valores (autonomia individual, livre persecução de interesses legítimos, etc.). A questão, então, não é se tem de se proteger valores, mas quais. Um moralista não haveria de colocar reparos nas normas fundadas no princípio do dano, se bem proporia normas adicionais”. Dentre tais valores, o autor menciona o princípio de exploração, “ideia de que ninguém pode obter vantagens de uma situação de necessidade alheia ou de uma debilidade organizativa do sistema social”, enquadrando o *insider trading* dentro deste. Cfr. SEHER, Gehard. La Legitimación De Normas Penales Basada Em Principios Y El Concepto De Bien Jurídico. In HEFENDEHL, Roland (ed.). La teoría del bien jurídico. ¿Fundamento de legitimación del Derecho penal o juego de abalorios dogmático? Marcial Pons. Ediciones Jurídicas y Sociales, S.A., 2007, Madrid, p. 87-88.

<sup>82</sup> Tal circunstância deu-se, principalmente, em virtude das “crises bolsistas a que temos vindo a assistir nas últimas décadas”. Cfr. BANDEIRA, Gonçalo Nicolau Cerqueira Sopas de Melo. *op. cit.*, p. 202 e 235.

<sup>83</sup> COSTA, José de Faria. *Direito Penal Especial (Contributo a uma sistematização dos problemas “especiais” da parte especial)*, Coimbra: Coimbra Editora, 2004, p. 36.

<sup>84</sup> VON LISZT, Franz. *Tratado de Direito Penal Alemão*. Tradução por José Hygino Duarte Pereira, Tomo I, 1899, p. 93.

<sup>85</sup> Conceituado primeiramente, em 1834, por BIRNBAUM. Cfr. CORREIA, Eduardo. *Direito Criminal*, vol. I, Coimbra: Almedina, 2007-2008, p. 278.

<sup>86</sup> MARINUCCI, Giorgio. DOLCINI, Emilio. *Manuale di Diritto Penale. Parte Generale*. 3ª ed. Giuffrè Editore, Milano, 2009, p. 190.

<sup>87</sup> HIRSCH, Andrew von. *El concepto de bien jurídico y el “principio del daño”*. In HEFENDEHL, Roland (ed.). La teoría del bien jurídico. ¿Fundamento de legitimación del Derecho penal o juego de abalorios dogmático? Marcial Pons. Ediciones Jurídicas y Sociales, S.A., 2007, Madrid, p. 37.

<sup>88</sup> Como bem nos ensina FARIA COSTA, “a comunidade politicamente organizada só se sente na necessidade de intervir penalmente quando a repercussão socialmente relevante – que varia, é óbvio, conforme os momentos históricos – do rompimento da relação de cuidado-de-perigo é tida como insustentável”. In *Direito Penal Especial (Contributo a uma sistematização dos problemas “especiais” da parte especial)*, Coimbra: Coimbra Editora, 2004, p. 36.

<sup>89</sup> KAHLO, Michael. *Sobre la relación entre el concepto de bien jurídico y la imputación objetiva en el derecho penal*. In HEFENDEHL, Roland (ed.). La teoría del bien jurídico. ¿Fundamento de legitimación del Derecho penal o juego de abalorios dogmático? Marcial Pons. Ediciones Jurídicas y Sociales, S.A., 2007, Madrid, p. 53.

<sup>90</sup> No sentido não de fundamentar a incriminação, mas de obstar e extrair do âmbito penal as condutas que não lesionem ou coloquem em perigo um bem jurídico (limite da legitimidade do direito penal). Cfr. HASSEMER, Winfried. *Puede haber delitos que no afetem a un bien jurídico penal?* In HEFENDEHL, Roland (ed.). La teoría

conceito, fixar o critério de uma interpretação teleológica, bem como o fundamento da ilicitude material<sup>91</sup>.

Observe-se que o despertar do Direito penal econômico remonta à primeira guerra mundial – pelos conflitos sociais que a acompanharam e pela necessidade de redirecionar e mobilizar a economia<sup>92</sup> –, em que, dado o novo contexto, reclamava a intervenção estatal.

A forma de seu despontar aliada à sua dinamicidade, justificaram a não percepção imediata de sua autonomia, tampouco a compreensão da eleição e forma de proteção dos bens tutelados, levando a uma confusão com as sanções de cariz administrativo.

Até poucas décadas atrás, reduzida parcela doutrinária se manifestava no sentido de que o Direito penal econômico buscava tão somente reforçar, com a “intimidação penal, o direito econômico administrativo”<sup>93</sup>.

Entretanto, reconhecida a necessidade de atuação do Direito penal como instrumento para fazer *jus* as consequências negativas de parte dos novos ou grandes riscos<sup>94</sup>, decorrentes da “sociedade do risco”<sup>95</sup> – provenientes da consagração das novas tecnologias e intensificados pelos processos de interação mundial –, conduziu ao avanço do Direito penal, repensando

---

del bien jurídico. ¿Fundamento de legitimación del Derecho penal o juego de abalorios dogmático? Marcial Pons. Ediciones Jurídicas y Sociales, S.A., 2007, Madrid, p. 97.

<sup>91</sup> SOUSA, Susana Aires. *Direito Penal das Sociedades Comerciais*. In Revista Portuguesa de Ciência Criminal, ano 12, n.º. 1, 2002, p. 51.

<sup>92</sup> DIAS, Jorge de Figueiredo. ANDRADE, Manuel da Costa. *A problemática Geral das Infrações contra a Economia Nacional*. In Direito Penal Económico e Europeu: Textos Doutrinários, vol. I, p. 323.

<sup>93</sup> SOUSA, Susana Aires. *op. cit.* p. 54. É de observar, por exemplo, o pensamento de SILVA DIAS, para quem a tutela penal do delito de insider trading incluiria-se dentre os “*delicta mere prohibita*”, possuindo um bem jurídico construído, cuja punibilidade visaria tão somente “a resolução de problemas de ‘moralização dos negócios’ ou de acreditação das regras do jogo financeiro”. Cfr. DIAS, Augusto Silva. “*Delicta in Se*” e “*Delicta Mere Prohibita*”. *Uma Análise das Descontinuidades do Ilícito Penal Moderno à Luz da Reconstrução de uma Distinção Clássica*. Coimbra: Coimbra Editora 2008, p. 277.

<sup>94</sup> DIAS, Jorge de Figueiredo. *O Direito penal entre a “sociedade industrial” e a “sociedade do risco”*. In Revista Brasileira de Ciências Criminais, São Paulo, n.º. 33, ano 9, 2001, p. 55.

<sup>95</sup> Este conceito originário do pensamento de Ulrich Beck impõe como a modernização bem sucedida proporciona a criação de riscos, por vezes transfronteiriços e transgeracionais. O autor traz à baila o efeito “*boomerang*” destas ações, em que, mais cedo ou mais tarde, autor e vítima se confundem. BECK explica que o potencial catastrófico dos riscos poderia apresentar cenários imprevisíveis e incalculáveis, bem como que haveria não apenas uma desterritorialização do social, como um colapso das distâncias, perdendo sentido a distinção entre local e global. Cfr. BECK, Ulrich. *Risikogesellschaft. Auf dem weg in eine andere Moderne*, Suhrkamp Verlag, 1986, p. 30-48.

acerca dos modelos anteriormente consagrados e valendo-se de previsões típicas de perigo – principalmente abstrato –, em defesa de bens jurídicos de dimensão supraindividual<sup>96</sup>.

Assim, o Direito penal econômico, afastando-se da perspectiva iluminista – de viés mais individualista–, apresenta uma maior plasticidade na definição das condutas típicas e expõe uma apreensão formal dos seus discursos diferenciada<sup>97</sup>.

É inegável, todavia, que, apesar das distinções existentes entre o Direito penal clássico e o Direito penal secundário, ao qual pertence o Direito penal econômico, ambos se valem de um fundamento ético comum: a proteção de bens jurídicos<sup>98</sup>, no mesmo nível de exigência tutelar autônoma<sup>99</sup>.

As razões que imprimiriam argumentos cada vez mais favoráveis à criminalização em matéria econômica seriam, não apenas as transformações que enaltecem a primeiro plano os valores da igualdade e da solidariedade, como também o impacto da crise econômica dos últimos anos<sup>100</sup>.

Note-se, derivarem as especificidades contidas nos bens jurídicos tutelados pelo Direito penal econômico<sup>101</sup> de “sua relevância direta para o sistema econômico, cuja sobrevivência, funcionamento ou implementação se pretende assegurar”<sup>102</sup>.

Desde o surgimento da incriminação emergiram diversas teorias acerca da objetividade jurídica protegida pela norma proibidora do *insider trading*, não encontrando a doutrina consonância na conceituação do bem resguardado pela norma, tampouco em sua natureza jurídica.

---

<sup>96</sup> Como bem nos explicam José de Faria Costa e Maria Elisabete Ramos, “a expressão supraindividual, querendo ser uma superação do individual, deixa bem nítida a matriz donde arranca: os bens jurídicos são vistos a partir do indivíduo”. Cfr. COSTA, José de Faria. RAMOS, Maria Elisabete. *op. cit.*, p. 35-36.

<sup>97</sup> *Ibid.*, p. 34.

<sup>98</sup> DIAS, Jorge de Figueiredo. *Para uma dogmática do direito penal secundário*, In Revista de Legislação e de Jurisprudência, n.º. 116, 1983-4/1984-5, pp. 263 e ss.

<sup>99</sup> DIAS, Jorge de Figueiredo. *op. cit.*, p. 57.

<sup>100</sup> ANDRADE, Manuel da Costa. COSTA, José de Faria. *Sobre a concepção e os princípios do Direito Penal Económico*. In Direito Penal Económico e Europeu: Textos Doutrinários, vol. I, pp. 347-348.

<sup>101</sup> Assim, “os bens jurídicos protegidos em sede de direito penal econômico afastam-se, sem dúvida, dos clássicos bens jurídicos. É assim, desde logo, numa perspectiva ontológica na medida em que a sua dignidade não reside numa essência axiológica, mas antes numa certa sedimentação histórica e social, sendo diretamente determinados por uma orientação político-econômica”. Cfr. SOUSA, Susana Aires, *op. cit.*, p. 56.

<sup>102</sup> ANDRADE, Manuel da Costa. *A nova lei dos crimes contra a economia (Dec.-Lei n.º. 28/84, de 20 de janeiro) à luz do conceito de “bem jurídico”*. In Direito Penal Económico e Europeu: Textos Doutrinários, vol. I, 1998, p. 402.

A própria complexidade do sistema financeiro, mais precisamente dos mercados de valores mobiliários, concomitantemente ao entrelace das estruturas, características, operatividade e efeitos destes, juntamente com a especificidade dos elementos que o compõem, dificultam a análise da tutela jurídico-penal pretendida por este delito.

Feito este introito, passemos a perscrutar aquilo que, de fato, constitui a objetividade jurídica do crime de abuso de informação privilegiada, analisando as hipóteses elencadas pela doutrina até chegarmos ao nosso entendimento e as razões que nos conduziram a ele.

#### 4.1. Tutela dos interesses da sociedade emissora do título

Poder-se-á cogitar, inicialmente, se a tutela dos interesses da sociedade emissora do título encontra-se em causa. Neste ponto, cumpre observar poder verter esta proteção em distintos focos, sobre os quais nos debruçaremos, muito embora não coadunemo-nos com sua elevação a bem jurídico tutelado *in casu*.

Um enfoque primário dar-se-ia no sentido de uma provável afetação do prestígio ou credibilidade da empresa, também denominado, de “*reputational harm*”<sup>103</sup>, podendo conduzir, inclusive, a possíveis prejuízos patrimoniais decorrentes da diminuição do valor de mercado do título da sociedade emissora por haver suspeita de utilização de informação privilegiada.

Ora, em primeira instância, é de notar-se que nem sempre a venda de ações, fundamentada na ciência de um negócio desfavorável, ocasiona um dano. Isto porquanto a venda gradual dos títulos, provocando conseqüentemente uma vagarosa descida do preço da ação, impediria uma queda abrupta do valor aquando se tornasse pública a notícia, queda esta que poderia ser extremamente danosa para o crédito da empresa. Aponta-se, por outro lado, que ao adquirirem os *insiders* títulos, ante o conhecimento de negócios favoráveis, não seria pertinente afirmar que a subida da cotação trouxesse danos patrimoniais à sociedade<sup>104</sup>.

E mais. Ainda que houvesse prejuízo patrimonial para a emissora, este não apenas apresentaria natureza mediata e não passível de quantificação, como também seria meramente eventual<sup>105</sup>.

No que concerne ao suposto malefício à reputação da empresa com o público investidor, no momento em que exposta e difundida a notícia de serem aqueles valores mobiliários alvo de iniciado(s), afirmam alguns que tal conduta conduziria à descrença na veracidade do curso das ações no futuro<sup>106</sup>, podendo afastar investidores.

---

<sup>103</sup> COSTA, José de Faria. RAMOS, Maria Elisabete. *op. cit.*, p. 36.

<sup>104</sup> SEMINARA, Sergio. *op. cit.*, p. 09.

<sup>105</sup> *Ibid.*, p. 10.

<sup>106</sup> *Ibid.*, p. 09.

De ver-se que uma possível lesão à reputação da empresa requereria, por óbvio, notório conhecimento público acerca da prática *insider*<sup>107</sup>. Todavia, ao elevar este valor à tutela, olvidar-se-ia que a percepção de tais fatos pelo público poderia sequer ocorrer – remanescendo desconhecido à massa dos pequenos investidores – ou, ainda, dar-se em lapso temporal muito posterior.

E não é só. Repare-se que a adoção de uma medida incisiva por parte da sociedade emissora – como, por exemplo, a pronta demissão dos iniciados<sup>108</sup> – poderia não apenas obstar eventual agressão à reputação desta, como poderia até reforçá-la<sup>109</sup>, razão pela qual entendemos tratar-se de assertiva por deveras incerta, para além de sequer possuir dignidade penal, podendo ser, caso afetada, tutelada por outros ramos do direito.

Por outro lado, ainda no bojo da defesa de interesses patrimoniais da entidade emissora, deparamo-nos com entendimento, desenvolvido a partir das teorias norte-americanas<sup>110</sup>, por vezes consagrado como uma proteção concorrente ou secundária, fundamentada na existência de um dever de lealdade que vincularia o iniciado, por ser especialmente no âmbito interno da relação dos administradores com as sociedades mercantis onde a utilização de informação reservada apareceria como um abuso de confiança por parte do *insider*<sup>111</sup>.

Acrescentam, também, haver um desvio de foco dos administradores que deixam de importar-se na diligente missão de gestão da empresa, para focarem-se nos ganhos próprios, ocasionando um conflito de interesses.

Ocorre que tal concepção conduziria a uma indesejável restrição do círculo de potenciais sujeitos ativos, posto que consideraria tão somente aqueles que manteriam direta ou indiretamente uma relação de fidúcia com a sociedade emissora. Pois bem, como veremos, o

---

<sup>107</sup> Reconhecendo-se, aqui, a influência da mídia hodiernamente – erigida por muitos como um verdadeiro “quarto poder” – é inegável que quanto maior a inclinação desta sobre o caso, maior ou menor poderá ser o grau de afetação do prestígio da sociedade emissora.

<sup>108</sup> Lembrando-se, neste segmento, que nem sempre os *insiders traders* estão vinculados à entidade emissora dos títulos, como veremos mais adiante no subcapítulo 2, do Capítulo II.

<sup>109</sup> SEMINARA, Sergio. *op. cit.*, p. 10.

<sup>110</sup> Referimo-nos, aqui, às supramencionadas teorias: *fiduciary theory* e *misappropriation theory*. Todavia, neste segmento possuiria alcance mais voltado ao sistema suíço, em cujo foco recai sobre um dever de fidúcia para com a empresa, enquanto o sistema americano tal enfoque dá-se com relação aos investidores. Cfr. PINO, Ana María Pietro. *op. cit.*, p. 184.

<sup>111</sup> CABANA, Patrícia Faraldo. *op. cit.*, p. 69-70.

círculo de sujeitos ativos, via de regra, não se limita apenas aos denominados *insiders* primários, podendo englobar, inclusive, hipóteses em que inexistente qualquer relação direta ou dever de fidelidade para com a empresa<sup>112</sup>.

Ademais, seguindo-se este critério de tutela, na melhor das hipóteses, estaríamos a repreender condutas, em tese, subsumíveis às incriminações que visam tutelar os segredos patrimoniais ou industriais<sup>113</sup>, ou simplesmente poderíamos estar diante de infrações já previstas por outros ramos do ordenamento jurídico – como o laboral, por exemplo –, porquanto também pesaria sobre certos sujeitos um dever legal de segredo.

De toda sorte, a admissão desta postura desconsideraria não apenas a importância do papel do público investidor que, pela aquisição de valores mobiliários, financiam as empresas emissoras, como também ignoraria assumir a informação as vestes de bem público, e não bem da própria sociedade<sup>114</sup>, uma vez que se dirige aos investidores como sua maior garantia de proteção.

Embora afirmem alguns englobar-se, ainda que mediatamente, a lealdade frente à emissora dos valores<sup>115</sup> na objetividade jurídica deste delito, julgamos que este *delictum* visa tutelar interesses atinentes ao mercado de capitais e, portanto, cujo cariz vai muito além dos meros interesses das sociedades emissoras<sup>116</sup>.

---

<sup>112</sup> CIPRIÁN, Daniel Ferrandis. GARAY, Lúcia Martínez. *op. cit.*, p. 126-127. Neste sentido, observe-se, a título exemplificativo, a lei portuguesa, a qual pune intencionalmente “os *tippies*, isto é, pessoas que não tendo uma ligação especial a uma entidade emitente recebem informação privilegiada de alguém com essa natureza (...) e que, não sendo por definição *corporate insiders*, não se encontram abrangidos por qualquer relação fiduciária que envolva a eles e aos investidores”. Cfr. PINTO, Frederico de Lacerda da Costa. *op. cit.*, p. 54.

<sup>113</sup> BASOCO, Juan M. Terradillos. *op. cit.*, p. 169; CIPRIÁN, Daniel Ferrandis. GARAY, Lúcia Martínez. *op. cit.*, p. 126; PINTO, Frederico de Lacerda da Costa. *op. cit.*, p. 66.

<sup>114</sup> ALONSO, Leonardo. *O bem jurídico nos crimes contra o Mercado de Capitais*. In *Revista Brasileira de Ciências Criminais*, n.º. 82, ano 18, 2010, p. 146.

<sup>115</sup> FERNÁNDEZ, Miguel Bajo. *Uso de información privilegiada*. Disponível em: <<http://www.bajo-trallero.es/publicacion/023.pdf>>.

<sup>116</sup> Esta percepção emana, inclusive, do fato de, em muitos ordenamentos, encontrarmos esta previsão delitiva não no âmbito dos crimes contra os interesses das sociedades comerciais, mas contra o mercado de capitais, sendo que a proteção daquelas dar-se-ia, no máximo, de modo reflexo, não devendo, assim, ser englobada no âmbito do bem juridicamente tutelado.



## 4.2. Tutela dos interesses patrimoniais dos investidores

Sustentada pela doutrina, normalmente, de modo correlato a outros objetos de tutela, a ideia de proteção dos interesses patrimoniais dos particulares que negociam com o(s) iniciado(s), levanta diversas controvérsias, precipuamente quando elencada como um modelo autônomo<sup>117</sup>.

Fundamentos de diversas índoles nos conduzem à posição de rejeição da eleição deste como interesse tutelado pelo delito de abuso de informação privilegiada.

Primeiramente, é de se notar que, quando há compra ou venda de valores mobiliários pelo *insider* – já na posse da informação reservada –, a ordem de compra ou venda do outro contraente já havia sido emitida. Vale dizer, a motivação da ordem de compra ou venda deste seria não só anterior, como também independente, à do iniciado.

Significa que o contraente poderia ter efetuado a venda a qualquer interveniente (e não necessariamente ao *insider*), considerando que, qualquer que fosse a hipótese (negociação com o iniciado ou com outro investidor qualquer), a contraparte teria experimentado as mesmas possíveis perdas – procedentes de prováveis baixas posteriores da cotação – ou eventuais “prejuízos” decorrente da perda da oportunidade de ganho ainda não concretizada ou lucros cessantes<sup>118</sup> –, não sendo necessariamente prejudicado de forma imediata pela operação concreta do iniciado<sup>119</sup>, razão pela qual não cabe, portanto, fazer alusão a um nexos causal entre a conduta do *insider* e o eventual prejuízo sofrido pelo particular<sup>120</sup>.

---

<sup>117</sup> BASOCO afirma estarmos diante de um delito de resultado lesivo contra interesses econômicos individuais, materializado na obtenção de benefícios ou na causação de prejuízos, porém o faz pautado no preceito espanhol, o qual prevê expressamente a obtenção “para si ou para um terceiro de benefício econômico (...) ou causando um prejuízo de idêntica quantidade”. Cfr. BASOCO, Juan M. Terradillos. *op. cit.*, p. 170.

<sup>118</sup> Como bem nos explica BANDEIRA, “a perda desta possibilidade de ganho ainda não concretizada não poderia, portanto, ser contabilizada como prejuízo do outro lado. Além disso, a proibição do abuso de informação (...) se fixaria, de qualquer forma, apenas no enriquecimento do iniciado e/ou *insider*; sendo que uma melhoria imediata na posição econômica do investidor individual poderia não se dar ou não se daria”. In Abuso de mercado e “responsabilidade penal” das pessoas (não) colectivas – contributo para a compreensão dos bens jurídicos colectivos e dos “tipos cumulativos”, na mundialização, 2008, p. 102-103.

<sup>119</sup> SEMINARA, Sergio. *op. cit.*, p. 23 e 28; CUSSAC, Jose Luis Gonzalez. *op. cit.*, p. 141; CIPRIÁN, Daniel Ferrandis. GARAY, Lúcia Martínez, *op. cit.*, p. 128. Resta evidente, pois, que, caso a contraparte da negociação *insider* se decidisse “por efetuar uma transação desfavorável para ele, independentemente do desempenho do iniciado (...) no mercado, poderia também ter fechado o negócio (...) com outros participantes no mercado e nas mesmas condições”. Assim, “mesmo pretendendo reconhecer as possibilidades de ganho dos participantes no mercado como um bem a ser protegido, a proibição de operações efetuadas com base no abuso de informação (...)

Ademais, consubstanciar a objetividade jurídica deste delito no resguardo de interesses patrimoniais particulares constituiria considerável limitação “ao sentido axiológico da incriminação”, não apenas ignorando os efeitos de tais práticas nos mercados e na economia como um todo, mas também das implicações desta nas condutas proibidas<sup>121</sup>, bem como podendo mostrar-se até disfuncional, posto que traria à baila problemas relativos à averiguação dos danos<sup>122</sup>, os quais, por vezes, sequer ocorrerão<sup>123</sup>.

Destarte, o que se põe em questão é o fato do investidor ter embasado sua operação em uma base informativa a qual pode ser qualificada de incompleta, pois, muito embora fosse fundada em toda informação disponível, não o era em toda a informação relevante à tomada de oportuna decisão de (des)investimento<sup>124</sup>, restando os intervenientes em posições informativas desiguais<sup>125</sup>.

Não se nega, por óbvio, que o emprego de informação relevante não seja capaz de acarretar prejuízos de cariz patrimonial, tanto aos titulares dos valores mobiliários, quanto aos

---

não garantiria a proteção deste interesse”. Cfr. BANDEIRA, Gonçalo Nicolau Cerqueira Sopas de Melo. *op. cit.*, p. 102-103.

<sup>120</sup> De toda sorte, ainda que o risco do negócio realizado estivesse distribuído de forma desigual, em virtude do conhecimento reservado de informação relevante, as operações desenvolver-se-iam com base no preço de mercado considerado naquele dado momento, ou seja, no preço “atual”, pois quer o vendedor, quer o comprador, não conseguiriam obter melhores preços. *Ibid.*, p. 102-103.

<sup>121</sup> Tendo em vista que “funcionaria para a negociação com base em informação privilegiada, mas não para os atos de transmissão, aconselhamento ou emissão de ordens”. Cfr. PINTO, Frederico de Lacerda da Costa. *op. cit.*, p. 66.

<sup>122</sup> Dificuldades estas oriundas não só dos problemas de causalidade dantes referidos, mas também decorrentes das próprias características dos mercados de capitais nos quais inexitem negociações *face-to-face*, individualizadas, funcionando por meio de negociações impessoais (Cfr. FERREIRA, Eduardo Paz. A informação no Mercado de Valores Mobiliários. Direito dos Valores Mobiliários. Coimbra, vol. 3, 2001, p. 138-139.), marcadas pelo anonimato, assinalando a extrema dificuldade de individualização dos sujeitos concretos atingidos. Outrossim, não se pode olvidar que o elevado número de intervenientes que lidam cotidianamente com diversas operações, torna este exame ainda mais complexo (Cfr. SEMINARA, Sergio. *op. cit.* p. 20-23).

<sup>123</sup> Devemos ter em conta que fatores múltiplos podem contribuir direta e indiretamente na formação dos preços. As cotações são variáveis consoante a relação de oferta e demanda, em razão disso, algumas políticas governamentais podem influenciar (positiva ou negativamente) nas cotações. Observemos, a título exemplificativo, a influência da política monetária (voltada ao controle da moeda e das taxas de juros, objetivando garantir a liquidez ideal em cada momento econômico): “a política monetária pode influenciar (...) os rumos do sistema financeiro. (...) Isto porque, se as taxas de juros caírem, os investidores direcionarão seus investimentos para a bolsa de valores na busca de maior rentabilidade, aumentando a demanda de ações e, conseqüentemente, impulsionando a alta das cotações. Já no caminho contrário, o aumento das taxas de juros torna mais atrativa a rentabilidade da renda fixa, com baixo risco, o que leva à migração dos investimentos para esse tipo de investimento, influenciando a queda nos preços das ações”. CORSETTI, Michelangelo. *op. cit.*, p. 39.

<sup>124</sup> CIPRIÁN, Daniel Ferrandis. GARAY, Lúcia Martínez. *op. cit.*, p. 128-129.

<sup>125</sup> Analisaremos, mais adiante, os aspectos que tocam esta questão.

potenciais negociantes, ou à sociedade emissora do papel<sup>126</sup>. Todavia, é cediço que, muito embora em crimes econômicos o patrimônio possa ser agredido, este não necessariamente integrará o objeto jurídico tutelado<sup>127</sup>.

Assim, enquadramos o *insider trading* no grupo dos delitos econômicos em sentido estrito, ou seja, dentre aqueles capazes de lesionar ou colocar em perigo a própria ordem econômica compreendida como regulação jurídica do intervencionismo estatal na economia<sup>128</sup>, visando, portanto, a tutela de bens jurídicos supraindividuais.

Conclui-se, no que tange à objetividade jurídica desta modalidade delitativa, estar em causa “a existência do próprio mercado de valores mobiliários enquanto ‘*connected system*’, e não o mercado enquanto justaposição de posições individuais”<sup>129/130</sup>.

---

<sup>126</sup> Sendo até comum que eventual *notitia criminis* decorra destes.

<sup>127</sup> PINTO, Frederico de Lacerda da Costa. *op. cit.*, p. 41.

<sup>128</sup> CABANA, Patrícia Faraldo. *op. cit.*, p. 63.

<sup>129</sup> COSTA, José de Faria. RAMOS, Maria Elisabete. *op. cit.*, p. 36-37.

<sup>130</sup> Consoante nos explica PARK, “segundo o ponto de vista verdadeiramente predominante, a norma penal *insider* protege o investidor individual apenas indiretamente”. Cfr. PARK, Tido. *Kapitalmarkt Strafrecht. Nomos Kommentar*. Nomos Verlagsgesellschaft, Baden-Baden, 2004, p. 169.

### 4.3. Tutela da função pública da informação

Possuindo opinião destoante em meio à doutrina, FREDERIDO DE LACERDA DA COSTA PINTO defende ser o bem jurídico do uso de informação privilegiada “a *função pública da informação* enquanto *justo critério de distribuição do risco do negócio* no mercado de valores mobiliários”<sup>131</sup>.

Interesse este que consubstanciaria um pressuposto imprescindível não só à organização, mas também ao funcionamento do mercado de capitais, porquanto ao se valer da utilização desta informação reservada de forma antecedente, o sujeito estaria subvertendo as condições de regular funcionamento do mercado, bem como colocando em perigo os seus níveis de eficiência, sem olvidar que violaria a igualdade entre os investidores<sup>132</sup>.

É inegável que a informação, com bem econômico que é, desempenha função pública essencial à manutenção e desenvolvimento dos mercados acionários, uma vez que, de fato, propicia a distribuição justa dos riscos dos negócios, o que, todavia, consubstanciaria um fim a ser alcançado por intermédio da regulação do mercado de valores mobiliários<sup>133</sup> com vistas a atingir um de seus objetivos, e não o interesse juridicamente protegido.

Ademais, nos parece confundir o autor o objeto da ação (representante) com o bem jurídico tutelado pela norma penal<sup>134</sup> (o que deve representar). A informação – de cariz privilegiado – caracteriza o objeto material no delito sob análise, equivale dizer, a coisa sobre a qual, no plano causal, a atividade criminosa se incide<sup>135</sup>.

---

<sup>131</sup> Alguns autores se coadunam com o seu entendimento, alguns acrescentando, inclusive, outros bens à tutela – a confiança dos investidores, por exemplo – como o faz Fausto Martin De Sanctis.

<sup>132</sup> PINTO, Frederico de Lacerda da Costa. *op. cit.*, p. 67.

<sup>133</sup> ALONSO, Leonardo. *op. cit.*, p. 151.

<sup>134</sup> Muito embora nos explique HEFENDEHL ser possível “apreciar três técnicas legislativas distintas a respeito da relação entre bem jurídico e objeto da ação”, havendo casos em que há uma coincidência entre o objeto da conduta e o bem jurídico (coincidência formal e de conteúdo), não entendemos ser esse o caso. Cfr. HEFENDEHL, Roland. *El bien jurídico como eje material de la norma penal*. In HEFENDEHL, Roland (ed.). *La teoría del bien jurídico*. Marcial Pons, Madrid, p. 180.

<sup>135</sup> CORREIA, Eduardo. *op. cit.*, p. 278.

#### 4.4. Tutela da igualdade entre os investidores

Outro cogitável objeto de proteção da norma seria a igualdade entre os investidores. Entretanto, quanto a esta importa distinguir duas possíveis interpretações cabíveis.

A primeira, de cunho mais amplo, referir-se-ia à garantia de que todos os investidores obtivessem o mesmo grau de informação ao operar nos mercados de valores<sup>136</sup>, equivale dizer, corresponderia à tutela da simetria informativa no sentido da capacidade cognitiva de absorção e racionalização das informações existentes no mercado.

Ora, tal princípio de isonomia em termos informativos<sup>137</sup> é, por óbvio, empiricamente intangível, até porquanto se mostraria contrário a uma das principais características do mercado bursátil – o livre acesso à participação neste<sup>138</sup> – e, desta forma, ignorar-se-ia a existência de distintas classes de investidores<sup>139</sup>, não apenas no que concerne à sua formação<sup>140</sup>, mas também relativamente à sua capacidade econômico-financeira<sup>141</sup>. Tal “disparidade informativa”, traço característico intrínseco deste universo, é precisamente “um pressuposto de sua própria eficiência”<sup>142</sup>, sua “força motriz”.

---

<sup>136</sup> SAINZ, Esther Hernández. *El abuso de información privilegiada en los mercados de valores*. Pamplona: Thomson, 2007, p. 257-258.

<sup>137</sup> O denominado “*equal footing*”. Cfr. COSTA, José de Faria. RAMOS, Maria Elisabete. *op. cit.*, p. 38.

<sup>138</sup> ALONSO, Leonardo. *op. cit.*, p. 137.

<sup>139</sup> CIPRIÁN, Daniel Ferrandis. GARAY, Lúcia Martínez. *op. cit.*, p. 130. Lembremos que quando “aparece nos Estados Unidos a *Securities Exchange Act* de 1934, no mercado atuavam principalmente investidores individuais com relação aos quais, graças a sua substancial homogeneidade, o objetivo de *equal access* podia manifestar-se com certo fundamento. Hoje a situação é muito diferente, posto que a intervenção no mercado de analistas financeiros e investidores institucionais, assim como a disponibilidade de técnicas computadorizadas de elaboração de dados cada vez mais sofisticados, permitem uma valoração da informação a qual os investidores podem aceder mediante pagamento prévio, porém que não é pessoalmente realizável para a maioria deles”. Cfr. CABANA, Patrícia Faraldo. *op. cit.*, p. 60. Ora, não nos parece concebível tecer comparações entre os grandes conglomerados investidores e particulares que atuam de maneira individual, vislumbrando nestes uma singela forma de poupança.

<sup>140</sup> Quanto à formação dos investidores referimo-nos não só à sua qualificação intelectual, cultural, pessoal e profissional, como à sua compreensão do mercado de capitais, funcionamento, experiências prévias, diretrizes e acesso às bases estatísticas deste. Afinal, é cediço que nem todos contam com a mesma base de conhecimento e/ou experiência. Ademais, como nos refere YAZBEK, “nos mercados concretos surgem situações diversas de assimetria informacional, em que tais agentes dispõem de dados distintos, tanto sob o aspecto quantitativo, quanto sob o aspecto qualitativo”. YAZBEK, Otávio. *op. cit.*, p. 39.

<sup>141</sup> ALONSO, Leonardo, *op. cit.*, p. 137.

<sup>142</sup> COSTA, José de Faria. RAMOS, Maria Elisabete. *op. cit.*, p. 39.

De certa maneira, se fosse inibida toda e qualquer assimetria informativa<sup>143</sup>, tal como se pretenderia com uma eventual exigência de uma igualdade absoluta informativa, correríamos o risco de enquadrar indiscriminadamente todo e qualquer *plus* informacional, com pouco – ou nenhum – rigor jurídico, ao crime de abuso de informação privilegiada<sup>144</sup>. E mais. Seria até contraproducente fazê-lo, pois, ao invés de proporcionar um mercado atrativo e eficiente<sup>145</sup>, desencorajaria a procura e investigação profissional de informações<sup>146</sup>, ou seja, prejudicaria o próprio funcionamento do mercado de capitais.

Assim, mais apropriado seria inclinarmos-nos sobre a segunda vertente, mais restritiva, da igualdade: aquela observada do ponto de vista das oportunidades. Defendemos que a proteção da igualdade de oportunidades<sup>147/148</sup> – conjecturada a partir do acesso à informação –

---

<sup>143</sup> Até porque, “tendo em conta as particulares características da bolsa de valores, o que é reprovável não é o *plus* de informação detida, mas antes o fato de tal superioridade ser conseguida à custa de uma ligação direta ou indireta com a entidade emitente”. *Ibid.*, p. 39.

<sup>144</sup> BANDEIRA, Gonçalo Nicolau Cerqueira Sopas de Melo. *op. cit.*, p. 77.

<sup>145</sup> Neste horizonte, imperioso se faz estabelecer distinção quanto ao *plus* informacional que se busca coibir. Para tanto, pode-se melhor elucidar a questão por intermédio de analogia com relação à previsão do *doping*. Quando encontramos-nos frente a um atleta que possui maior desempenho funcional em razão de um maior cuidado com sua alimentação, maior disciplina e treinos mais duradouros, não vislumbramos em tal vantagem – em razão de suas bases éticas e por estar esta “dentro das regras do jogo” (mantendo a lealdade na concorrência) –, com relação aos demais competidores, qualquer juízo de reprovabilidade. O mesmo ocorre quando referimo-nos aos conhecimentos mais profundos de um investidor seja em virtude de sua formação profissional, exercício no mercado ou mesmo experiência no âmbito do mercado de capitais. Não obstante, se deparamos-nos com um atleta que se vale de substâncias *anti-doping* para obter maior desempenho em sua atividade, percebemos de pronto a reprovabilidade deste comportamento como ilícito (seja administrativo, seja penal, consoante o ordenamento jurídico). O mesmo ocorre na hipótese de um *insider* valer-se de sua superioridade informativa, pela posse de informação relevante ainda não tornada pública, para obter vantagem. Deste modo, restam ilustradas as bases éticas atinentes à lealdade na concorrência, sob as quais se arraigam tais condutas. Assim, não se nega que diante de um cenário de desigualdades, as quais são permitidas e fomentam o mercado de valores mobiliários, promover-se-á um mercado mais atrativo e concorrente, mas não podemos olvidar que outras desigualdades são capazes de minar a lealdade na concorrência, assim como a confiança.

<sup>146</sup> COSTA, José de Faria. RAMOS, Maria Elisabete. *op. cit.*, p. 39.

<sup>147</sup> FARALDO CABANA nos explica que o mercado de valores mobiliários “produz a transformação da informação em forma de cotação” e que a proteção do investidor, no sentido de acederem estes em igualdade de condições às informações, com o fim de garantir a igualdade de oportunidades com relação ao risco, mediante “a defesa da transparência do mercado, isto é, garantindo a existência de uma base informativa completa e veraz que permita uma correta formação dos preços dos valores”, é essencial para um eficaz funcionamento do mercado. Cfr. CABANA, Patrícia Faraldo. *op. cit.*, p. 56-58.

<sup>148</sup> Nesta senda manifestam-se não apenas na Directiva do Conselho n.º. 89/592/CEE, de 13 de novembro de 1989, ao afirmar que a confiança no mercado “assenta, nomeadamente, na garantia dada aos investidores de que estão colocados num plano de igualdade e que serão protegidos contra a utilização ilícita da informação privilegiada” (considerando n. 5); mas também na Directiva do Parlamento Europeu e do Conselho, de 28 de janeiro de 2003, estipulando como um dos princípios a “necessidade de conseguir a igualdade de condições entre todos os participantes no mercado” (considerando 43, item 10), elencando, ainda, que “os modernos meios de comunicação

evitaria o tratamento discriminatório entre os investidores, no sentido da obtenção indevida de posição de vantagem cognoscitiva de alguns em virtude da posse de uma informação relevante, ainda não pública ou que sequer é destinada a sê-lo<sup>149</sup>, a fim de coibir os prejuízos que deste podem resultar.

Isto porque a subversão do acesso à informação, decorrente da antecipação por algum dos intervenientes, gera desequilíbrio nas relações negociais, uma vez que favorece uns – distorcendo as condições de justa distribuição do risco negocial, já que estes não correrão os mesmos riscos inerentes ao funcionamento do mercado<sup>150</sup> – em detrimento de outros e, desta forma, coloca em risco a própria eficiência econômica do mercado<sup>151</sup>.

Repare-se que, na realidade, a paridade de oportunidades se presta a um objetivo subjacente: proporcionar, em termos equânimes, uma base informativa completa e veraz<sup>152</sup> que permita a tomada de decisões oportunas de investimento por parte dos atuantes nos mercados<sup>153</sup>, vale dizer, visa “proteger a decisão econômica individual<sup>154</sup> no sentido de que esta

---

tornam possível assegurar uma maior equidade no acesso às informações financeiras pelos profissionais dos mercados financeiros e os investidores individuais” (considerando 25).

<sup>149</sup> CIPRIÁN, Daniel Ferrandis. GARAY, Lúcia Martínez. *op. cit.*, p. 129.

<sup>150</sup> Devemos atentar ao fato de que esta modalidade de mercado possui como característica intrínseca o risco, mas risco este que não se pretende reduzir ou impedir, mas apenas tornar conhecível e aceitável, evitando-se que este ultrapasse os limites da razoabilidade, visando evitar que alguns investidores venham a ser lesados em virtude da desigualdade nas condições de acesso às informações. Cfr. CORSETTI, Michelangelo, *op. cit.*, p. 104.

<sup>151</sup> PINTO, Frederico de Lacerda da Costa, *op. cit.*, p. 67-68.

<sup>152</sup> É de se notar que, “ante as assimetrias informacionais, os agentes econômicos sejam submetidos a mecanismos de regulação, a obrigações compulsórias de prestar informação (como ocorre nos diversos dispositivos da legislação acionária, por exemplo), à necessidade de registro de certos atos (cujo conteúdo é eminentemente publicitário) etc.”. Isto porquanto os problemas relacionados às assimetrias informacionais demandam, usualmente, soluções mais complexas. Cfr. YAZBEK, Otávio. *op. cit.*, p. 42-43.

<sup>153</sup> Assim como permita, também, uma correta formação dos preços dos valores, objetivando assegurar, em consequência, a confiança nos mercados, bem como “melhorando diretamente a liquidez dos ativos ou instrumentos financeiros que neles negociam” (Cfr. CIPRIÁN, Daniel Ferrandis. GARAY, Lúcia Martínez. *op. cit.*, p. 129-130; ZAPATERO, Luis Arroyo. *El abuso de información privilegiada en el derecho español. In Hacia un derecho penal económico europeo. Jornadas em honor del profesor Klaus Tiedemann. Madrid, 1995, p.52*). Isto porque um dos principais fins do mercado acionário consiste na formação objetiva e imparcial dos preços, sendo a equidade de acesso à informação antecedente fundamental para o seu alcance. Desta forma, a utilização de informação privilegiada altera a neutralidade da informação acessível ao investidor, prejudicando, inclusive, a eficiência do mercado, um dos princípios norteadores deste.

<sup>154</sup> Por óbvio, não há qualquer pretensão de evitar que os investidores tomem decisões erradas de investimento, sendo certo que cada um fará suas próprias interpretações e considerações, correndo os riscos de realizar eventual avaliação errônea (que pode sequer ser errônea, mas tão somente uma vontade tendo em vista motivações de ordem pessoal, ou mesmo por uma opção desacompanhada de qualquer influência exterior). Entretanto, o que está em pauta não é o maior ou menor grau de probabilidade de uma decisão acertada ou desacetada, mas a garantia de estarem as informações à disposição dos agentes econômicos para que estes efetuem sua avaliação, assegurando-lhes as mesmas condições e possibilidades no acesso à estas. (Cfr. CORSETTI, Michelangelo. *op. cit.*, p. 109;

seja tomada em situação de igualdade de informação para todos os potenciais intervenientes no mercado. Criando-se, assim, as condições de livre concorrência<sup>155</sup> entre os investidores”<sup>156</sup>.

Referida tutela (igualdade de oportunidades), juntamente com a proteção da confiança dos investidores no correto funcionamento do mercado, consubstanciam a objetividade jurídica do delito de abuso de informação privilegiada<sup>157</sup>, possuindo, esta, portanto, natureza complexa<sup>158</sup>, poliédrica e heterogênea<sup>159</sup>.

---

FERREIRA, Eduardo Paz. *op. cit.*, p. 146-147). Como bem coloca Carlos Osório de Castro, “o investidor conserva o inalienável direito de ser estúpido (*to make a fool of himself*), sendo o objetivo do DMVM apenas evitar que outrem faça dele estúpido (*to make a fool of him*)” (Cfr. CASTRO, Carlos Osório de. *A informação no direito do Mercado de Valores Mobiliários. In Direito dos Valores Mobiliários*, Coimbra: Coimbra Editora, Lisboa, 1997, p. 337). A discrepância reside no fato do *insider* ter “condições de fazer, antecipadamente, uma avaliação econômica da empresa que os demais participantes do mercado não são capazes de fazê-lo. Ele sabe, em razão desse privilégio, que determinada empresa ‘já tem’ um valor econômico superior ou inferior ao que o mercado está avaliando e, conseqüentemente, que as ações não estão refletindo seu valor ‘real’”. (Cfr. CORSETTI, Michelangelo. *op. cit.*, p. 110). Isto porque o preço “correto” de um valor mobiliário é aquele que seria estabelecido pelo mercado se tivesse sido dada publicidade a toda informação relativa a este instrumento (Cfr. BAINBRIDGE, Stephen. *The Insider Trading Prohibition: a legal and economic enigma. In University of Florida Law Review*, vol. XXXVIII, p. 42).

<sup>155</sup> Sabemos ser a concorrência livre e leal um “pressuposto do livre desenvolvimento dos cidadãos na nossa sociedade” (Cfr. ROXIN, Claus. *Doping e Direito Penal. In Doping e Direito Penal*, editora Atlas, São Paulo, 2001, p. 45), já que representa “condição essencial para o funcionamento da economia de mercado”. (Cfr. PÉREZ, Carlos Martínez-Buján. *Derecho penal económico. Parte especial*. Tirant lo blanch. Valência, 1999, p. 67). FARIA COSTA exalta, ainda, a importância da livre concorrência e de sua lealdade, assentando que a livre concorrência deve “ser vista não como um mero fenómeno de tonalidade econômica ou mercantil, mas antes como um manifesto valor pressuposto do bom funcionamento do mercado. Mais. E essa livre concorrência só pode ser percebida em toda a sua profundidade ou dimensão se se partir do pressuposto de que a liberdade do agir em concorrência se faz segundo as regras do jogo. Ou seja: a aceitação da liberdade da concorrência, em termos de mercado, implica que todos os que concorrem, que todos os que competem, o fazem dentro das regras que o próprio mercado em atitude autorreflexiva definiu ou define. (...) E para a manutenção ou preservação do mercado é absolutamente essencial que a concorrência, entre os vários agentes, se faça de maneira a preservar a liberdade de cada um. O que implica, vendo as coisas de um outro ângulo, que também cada um desses agentes respeite ou preserve os princípios e as regras que o mercado à partida definira como úteis à sua persecução, enquanto sistema que se quer manter” (*O direito penal e a tutela dos direitos da propriedade industrial e da concorrência* (algumas observações a partir da concorrência desleal)). Separata da obra de Direito Industrial – APDI. Coimbra: Almedina, 2003. v. 3, p. 37-38. Nesse sentido, note-se haver, inclusive, quem entenda ser a lealdade na concorrência o verdadeiro bem jurídico do delito de *insider trading*. Vide SAINZ, Esther Hernández. *op. cit.*, p. 259-261; PINO, Ana María Pietro del. *op. cit.*, p. 198-201, emergindo opiniões inclusive no sentido de “que o bem jurídico coletivo lealdade da concorrência possui uma importante componente adicional, constituída pela confiança”. (Cfr. LEITE, Almor. *O Doping como suposto problema jurídico-penal: um estudo introdutório. In Doping e Direito Penal*, São Paulo: Editora Atlas, 2001, p. 24).

<sup>156</sup> COSTA, José de Faria. RAMOS, Maria Elisabete. *op. cit.*, p. 37-38.

<sup>157</sup> SCHRÖDER classifica a igualdade de oportunidades (*Chancengleichheit*), como um dos importantes elementos da confiabilidade (*Vertrauenswürdigkeit*) no mercado de capitais. In SCHRÖDER, Christian. *Handbuch Kapitalmarktstrafrecht*. 2. Auflage. Carl Heymanns Verlag, 2010, p. 45, 109 ff.

<sup>158</sup> Aos tipos de ofensa complexa correspondem, como objeto da ofensa, mais de um bem jurídico. Cfr. NUÑEZ, Ricardo C. *Manual de Derecho Penal. Parte General*. 4ª ed., Editora Cordoba, 1999, p. 145.

<sup>159</sup> COSTA, José de Faria. RAMOS, Maria Elisabete. *op. cit.*, p. 37.



#### 4.5. Tutela do correto funcionamento do mercado X Tutela da confiança na capacidade de funcionamento do mercado

Interessante polêmica envolve a confusão entre a eleição do correto funcionamento ou a capacidade de funcionamento do mercado bursátil<sup>160</sup> e a confiança no correto funcionamento ou na capacidade de funcionamento do mercado de capitais<sup>161</sup> como bem jurídico a ser tutelado pelo abuso de informação privilegiada<sup>162</sup>.

Em que pese ditarem alguns traduzir-se a proteção penal deste delito no correto funcionamento do mercado de valores mobiliários ou na sua capacidade de funcionamento<sup>163</sup>, tal assertiva nos soa falaciosa, porquanto, para além de ser criticada a partir do ponto de vista econômico<sup>164</sup>, a defesa do correto funcionamento do mercado se perfaria, não apenas por intermédio da proteção e igualdade entre os investidores, mas também por intermédio da transparência das informações<sup>165</sup>, a qual nos parece desprovido de dignidade penal<sup>166</sup>.

---

<sup>160</sup> Quanto ao bom ou correto funcionamento do mercado, cabe asseverar que inclui “não só a eficiência do Mercado – enquanto funcionamento contínuo e regular –, como também a sua capacidade de resposta às necessidades das entidades que nele intervêm, sejam elas entidades emitentes ou investidores”. Cfr. AMARAL, Nuno Peixoto do. *op. cit.*, p. 1069.

<sup>161</sup> Como conceitua KÜMPEL, a capacidade de funcionamento do mercado é composta de três outras a capacidade funcional institucional, a capacidade funcional operacional e a capacidade funcional alocativa. Cfr. KÜMPEL, Siegfried. *Direito do Mercado de Capitais. Do ponto de vista do direito europeu, alemão e brasileiro. Uma introdução*. Rio de Janeiro: Renovar, 2007, p. 23.

<sup>162</sup> Sem prejuízo de uma parcela minoritária da doutrina que defende a proteção da eficiência do mercado (conforme nos elucida GODINHO, Inês Fernandes. *Abuso de Informação e a Função de Jornalista*. In Revista Portuguesa de Ciência Criminal. ano 12, n.º. 1, jan-março de 2001, p. 470) ou, outra, a estabilidade deste (Cfr. D’URSO, Luiz Flávio Borges. *op. cit.*, p. 797.), com a qual não pactuamos, tendo em vista serem a eficiência – esta sendo um efeito decorrente da regulação administrativa que possui como meta um funcionamento correto e eficiente dos mercados – e a integridade do mercado de valores mobiliários tuteladas apenas de maneira reflexa pelo crime de *insider dealing*, até porquanto, uma vez que seja mantida a confiança e o funcionamento escorreito do mercado, em consonância com os preceitos administrativos, manter-se-á este íntegro.

<sup>163</sup> WABMER, Martin Paul. *Strafbarer Insiderhandel*. In FUCHS, Andreas. (hrsg.) Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) Kommentar. Verlag C.H.Beck, München, 2009, p. 2002; D’URSO, Luiz Flávio Borges. *op. cit.*, p. 798; AMARAL, Nuno Peixoto do. *op. cit.*, p. 1069; VOGEL, Joachim. *Schrifttum*: s. Vor §38. In ASSMANN, Heinz-Dieter. SCHNEIDER, Uwe H. *Wertpapierhandelsgesetz : Kommentar*. 5. Auflage. Köln: Otto Schmidt, 2009, p. 1840; dentre outros.

<sup>164</sup> PARK, Tido. *op. cit.*, p. 169.

<sup>165</sup> ANTÓN, António J. Monroy. *El delito de abuso de información privilegiada en el mercado de valores*. Madrid: DIJUSA, 2006, p. 151 e ss.

<sup>166</sup> COSTA ANDRADE define a dignidade penal “como a expressão de um juízo qualificado de intolerabilidade social, assente na valoração ético-social de uma conduta, na perspectiva de sua criminalização e punibilidade”. Para uma exposição mais detalhada deste conceito, vide ANDRADE, Manuel da Costa. *A “dignidade penal” e a “carência de tutela penal” como referências de uma doutrina teleológico-racional do crime*. In Revista Portuguesa de Ciência Criminal, ano 2, fasc. 2, 1992, p. 184.

A transparência resulta da obrigatoriedade de divulgação das informações relevantes<sup>167</sup>, logo um maior grau de transparência do mercado dar-se-á ao passo que melhor e menos custoso for a obtenção da informação que logram obter os agentes econômicos que neste participem<sup>168</sup>.

Observe-se, entretanto, que tal obrigatoriedade se relaciona estritamente com as disposições de ordem administrativa<sup>169</sup> – e não penal – concernentes na obrigação de difusão imediata de todas as informações relevantes, pressuposto constituidor do correto funcionamento do mercado, que visam, de fato, garantir o incremento dos níveis informacionais<sup>170</sup>.

Ademais, a tutela do correto funcionamento do mercado, enquanto proteção sistêmica de um instituto, nos afigura conciliar muito mais com normas de cariz administrativo<sup>171</sup>, embora, tangencialmente, possa contribuir à prevenção desta modalidade delitiva. Devidamente a isto, posicionamo-nos no sentido de que a suposta simples tutela do funcionamento do mercado poderia findar por transformar o ilícito penal em um ilícito de mera transgressão às normas de cunho administrativo, o qual não se coadunaria com os princípios e *ratio* ontológica da própria disciplina penalista<sup>172</sup>.

Repare-se, ainda, que parte do posicionamento de defesa do funcionamento do mercado como bem jurídico emergiu de críticas delineadas à tutela penal da confiança (*Vertrauen*)<sup>173</sup> – por vezes nominada como fiabilidade (*Vertrauenswürdigkeit*)<sup>174</sup> – na

---

<sup>167</sup> PANFILO, Leandro. *A informação no mercado de capitais. Fundamentos jurídicos para a proteção dos investidores*. Dissertação de Mestrado em Ciências Jurídico-Empresariais pela Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, 2007, p. 106.

<sup>168</sup> CIPRIÁN, Daniel Ferrandis. GARAY, Lúcia Martínez. *op. cit.*, p. 129.

<sup>169</sup> Até no que concerne à capacidade alocativa de recursos.

<sup>170</sup> SAINZ, Esther Hernández. *op. cit.*, p. 250-251.

<sup>171</sup> As tarefas e objetivos do direito do mercado de capitais são: a proteção do funcionamento de tais mercados, bem como a proteção dos investidores. Cfr. MERKT, Hanno. ROSSBACH, Oliver. *Zur Einführung: Kapitalmarktrecht*. In *Juristische Schulung*, Heft 3, 2003, p. 220. No mesmo sentido, INIESTA, Diego José Gómez. *op. cit.*, p. 286, para quem considerar-se o bom funcionamento do mercado de capitais seria demasiado simplista, levando à tutela de uma mera disfuncionalidade.

<sup>172</sup> MOCCIA, Sergio. *Dalla tutela di beni alla tutela di funzioni: tra illusioni postmoderne e riflussi illiberali*. In *Rivista Italiana di Diritto e Procedura Penale*. ano XXXVIII, fasc. 2, 1995, p. 349. Até porque ao direito penal não se presta o papel de mero reforço de normas extrapenais, sob pena de, se o for, incorrer na elaboração de ilícitos meramente formais, os quais não apenas mereceriam o apodo de desnecessários, como até de contraproducentes.

<sup>173</sup> Diversos autores referem-se, na análise e definição da confiança, à conceituação originária de Niklas Luhmann – o qual vê a confiança como mecanismo redutor da complexidade –, responsável pela diferenciação conceitual entre a confiança no sistema e a confiança pessoal. Cfr. BOHN, Ursula. *Vertrauen in Organisationen: Welchen*

capacidade de funcionamento do mercado de valores mobiliários<sup>175</sup> (majoritariamente<sup>176</sup> elegida como objetividade jurídica da proibição penal do *insider dealing*), as quais, todavia, não procedem por inúmeras razões, como examinaremos *a posteriori*.

De ver-se que o resguardo da confiança do público investidor na capacidade de funcionamento dos mercados de valores mobiliários – pressuposto inescusável à eficácia deste seguimento do sistema financeiro<sup>177</sup> –, cuja pedra angular é o princípio da igualdade entre os investidores, acaba por proteger concomitantemente o próprio funcionamento dos mercados de capitais<sup>178</sup>, isto porque estão intimamente conectados, na medida em que o seu bom funcionamento depende em grande medida da confiança que os inspire, a qual, por sua vez, embasa-se na garantia concedida aos aplicadores de que terão acesso igualitário às informações relevantes<sup>179</sup>, fator determinante para a tomada de decisões<sup>180</sup>.

A percepção, pelos investidores, da existência de sujeitos que operam nos mercados com supremacia informacional em virtude da posse de uma informação reservada, os quais em razão desta não concorrem nos mesmos riscos em suas operações, põem em causa essa confiança, podendo conduzir à sua depreciação ou perda, o que ocasionaria uma retração do mercado, pois afasta os aplicadores<sup>181</sup> – que neles deixam de operar – e, conseqüentemente, leva à redução da liquidez<sup>182/183</sup>, sendo capaz de comprometer até sua integridade, afinal, não

---

*Einfluss haben Reorganisationsmaßnahmen auf Vertrauensprozesse?* Inaugural-Dissertation zur Erlangung des Doktorgrades der Philosophie an der Ludwig-Maximilians-Universität München, März, 2007, p. 17.

<sup>174</sup> Termo empregado por SCHRÖDER, Christian. *op. cit.*, p. 45, 109 ff.

<sup>175</sup> De modo pouco frequente, mas não raro também surge a expressão “credibilidade na capacidade de funcionamento do mercado de capitais”. Em princípio, questiona-se se credibilidade e confiabilidade (ou fiabilidade) gozariam de atributos distintos. Sem embargo, a credibilidade constitui atributo do que é crível, confiável, ou seja, aquilo que é digno de confiança, confiabilidade. Portanto, podem ser utilizados de modo sinónimo. Cfr. HOUAISS, Antônio. VILLAR, Mauro de Salles. FRANCO, Francisco Manuel de Mello. (editores). *Dicionário HOUAISS da Língua Portuguesa*. 1ª ed., Instituto Antonio Houaiss, Editora Objetiva, 2009, p. 568.

<sup>176</sup> INIESTA, Diego José Gómez. *op. cit.*, p. 287; CIPRIÁN, Daniel Ferrandis. GARAY, Lúcia Martínez. *op. cit.*, p. 131; SCHRÖDER, Christian. *op. cit.*, p. 45, 109 ff.; SEMINARA, Sergio. *op. cit.*, p. 72; dentre diversos outros.

<sup>177</sup> INIESTA, Diego José Gómez. *op. cit.*, p. 287.

<sup>178</sup> PARK, Tido. *op. cit.*, p. 168.

<sup>179</sup> Conforme menciona a própria Directiva do Conselho 89/592/CEE.

<sup>180</sup> CIPRIÁN, Daniel Ferrandis. GARAY, Lúcia Martínez. *op. cit.*, p. 130-131.

<sup>181</sup> Isso porquanto tais relações de fornecimento a longo prazo são quase impensáveis sem confiança, especialmente tendo-se em consideração o fato de que estas operações são geralmente celebradas entre agentes que não se conhecem pessoalmente. Cfr. BECKEMPER, Katharina. *Das Rechtsgut “Vertrauen in die Funktionsfähigkeit der Märkte”*. In *Zeitschrift für Internationale Strafrechtsdogmatik* n° 5, 2011, p. 318.

<sup>182</sup> PANFILO, Leandro. *op. cit.*, p. 108.

há mercado sem investidores. Ademais, pode prejudicar de modo reflexo, ainda, o bom funcionamento do mercado, finalidade da regulação, pelo Direito administrativo, do mercado de valores mobiliários.

Isto tudo porque somente se os aforradores sentirem-se suficientemente protegidos, se predisporão a investir na aquisição de valores mobiliários, permitindo, desta forma, ao mercado que cumpra a função econômica que lhe é correspondente<sup>184</sup>.

Por óbvio, tal movimento resultaria reflexamente prejudicial a todo sistema financeiro nacional – por se tratar de aparelho interligado ao qual pertence o mercado acionário –, e, inclusive, potencialmente nocivo à própria economia internacional, dado o atual estágio de integração econômico-financeira mundial.

Basta observarmos os efeitos em escala mundial provocados por sucessivas crises<sup>185</sup> geradas pela quebra da confiança para dimensionarmos a sua relevância, vez que constitutiva de um dos sustentáculos basilares do mercado de valores<sup>186</sup>, no contexto econômico em que estamos hodiernamente inseridos.

Erigido, assim, como valor fundante da reprimenda criminal no espaço comunitário, conforme se observa tanto pela Directiva do Conselho 89/592/CEE, de 13 de novembro de 1989, quanto na Directiva 2003/6/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 28 de Janeiro de 2003, chega a ser considerada “uma condição essencial do crescimento econômico e da prosperidade”<sup>187</sup>, sendo categoricamente cravado como objetivo da legislação contra o abuso de informação privilegiada visando também garantir a integridade dos mercados financeiros comunitários<sup>188</sup>. Assim, a repressão ao *insider trading* constitui importante mecanismo de manutenção e fortalecimento da confiança<sup>189</sup>.

---

<sup>183</sup> FERREIRA, citando o anterior Ministro das Finanças, nos explica que “os riscos de informação ‘decorrentes de relações assentes em situações de informação assimétrica e que consistem em riscos de oportunidade de conservação do rendimento, de administração e de liquidez, aos quais há que acrescentar o chamado risco sistêmico que faz com que as crises se propagem a outras entidades ou mercados num verdadeiro efeito dominó’”. Cfr. FERREIRA, Eduardo Paz. *op. cit.*, p. 145.

<sup>184</sup> CABANA, Patrícia Faraldo. *op. cit.*, p. 55.

<sup>185</sup> Aqui referimo-nos não apenas ao colapso de 1929, mas também à crise de 2008, de casos como “*Comroad*”, *Infomatec*, *Prior*, *Opel* e *EM. TV*”. Cfr. SCHRÖDER, Christian. *op. cit.*, p. 46, 109 ff.

<sup>186</sup> CABANA, Patrícia Faraldo. *op. cit.*, p. 58.

<sup>187</sup> Considerando 2, Directiva de 2003.

<sup>188</sup> Considerando 12, Directiva de 2003.

<sup>189</sup> SCHRÖDER, Christian. *op. cit.*, p. 45, 109 ff. PARK, Tido. *op. cit.*, p. 168

De toda sorte, é curial que, qualquer que seja o enfoque perspectivado, a utilização abusiva de informações privilegiadas minam a confiança do público investidor no funcionamento do mercado de capitais<sup>190</sup>.

Partindo da importância desempenhada pela confiança na capacidade de funcionamento do mercado de capitais, passemos a analisar as objeções mais relevantes formuladas à tutela penal da confiança – inclusive especificamente à confiança na capacidade de funcionamento do mercado de valores mobiliários –, bem como as razões que nos conduzem à rejeição destas.

A primeira crítica remete ao nível de abstração<sup>191</sup> contido neste bem jurídico<sup>192</sup>, afirmando alguns cuidar-se de elemento descritivo do estado psíquico de um indivíduo<sup>193</sup>, entretanto, como muito bem coloca HEFENDEHL, “a realidade não se compõe somente de objetos físicos, mas igualmente de fenômenos psíquico-intelectuais”, de objetos espiritualizados<sup>194</sup>, sendo a confiança em um específico objeto de confiança vista como um estado que se constrói a partir de determinadas circunstâncias que a fundamentam e requerem. Assim, a confiança não apenas pode ser lesionada, como também avaliada<sup>195</sup>.

---

<sup>190</sup> PINTO, Frederico de Lacerda da Costa. *op. cit.*, p. 65.

<sup>191</sup> Bens jurídicos abstratos seriam aqueles “descritos através de conceitos com base nos quais não é possível pensar nada de concreto”. Para uma explicação mais detalhada das razões que conduziriam à rejeição de bens jurídicos dotados de implacável abstração, vide ROXIN, Claus. *Que comportamentos pode o Estado proibir sob ameaça de pena? Sobre a legitimação das proibições penais*, p. 10-11.

<sup>192</sup> GAEDE, Karsten. MÜHLBAUER, Tilo. *Segunda Sesión. Protección de bienes jurídicos y problemas de imputación*. In HEFENDEHL, Roland (ed.). *La teoría del bien jurídico. ¿Fundamento de legitimación del Derecho penal o juego de abalorios dogmático?* Marcial Pons. Ediciones Jurídicas y Sociales, S.A., 2007, p. 430.

<sup>193</sup> AMELUNG, Knut. *El concepto “Bien Jurídico” en la teoría de la protección penal de bienes jurídicos*. In HEFENDEHL, Roland (ed.). *La teoría del bien jurídico. ¿Fundamento de legitimación del Derecho penal o juego de abalorios dogmático?* Marcial Pons. Ediciones Jurídicas y Sociales, S.A., 2007, p. 249-250. AMELUNG afirma que os conceitos de “sentimentos”, “confiança” e “segurança” não se remetem a nenhum objeto específico que se encontre por “detrás” de tais normas de conduta, mas apenas retificam efeitos que tais tipos de normas têm sempre quando gozam de vigência fática”.

<sup>194</sup> Ora, negar tal realidade seria absurdo. Notemos que bens outros aos quais foi atestada a dignidade penal também possuem certo grau de abstração como é o caso dos bens compostos pela confiança, pela fé pública (art. 256 CPpt), a segurança e credibilidade na informação fornecida por aparelhos técnicos (art. 258 CPpt), segurança e credibilidade no tráfico jurídico-probatório (art.261 CPpt), a pureza ou autenticidade do sistema legal de valores selados oficiais em si mesmo considerado (art. 268 CPpt), a confiança da comunidade na lisura da Administração Pública (art. 378 CPpt). Ademais, a confiança a qual fazemos referência não cuida-se de bem de abstração incontida, posto que se trata de dado da realidade e do direito, não devendo este ser alheio aos fatos e momento histórico vivenciado.

<sup>195</sup> HEFENDEHL, Roland. *De largo aliento: El concepto de bien jurídico. O que há sucedido desde la aparición del volumen colectivo sobre la teoría del bien jurídico*. In HEFENDEHL, Roland (ed.). *La teoría del bien jurídico*.

Por outro lado, parte do setor doutrinário acredita configurar a confiança meramente um dano secundário, porquanto esta não estaria subsumida no funcionamento do mercado, mas no próprio direito penal em si – em suas regras e normas de sanção<sup>196</sup> –, como “um abuso de confiança na validade da norma”<sup>197</sup>, o que não lhe permitiria integrar a objetividade jurídica de um tipo, ao fundamento que, quando a lei cria uma confiança, essa não pode ser simultaneamente protegida por aquele<sup>198</sup>.

Os que assim a interpretam, o fazem de forma errônea, pois confundem a confiança como componente de um bem jurídico (confiança socialmente relevante, vislumbrada dentro do objeto da confiança) com a confiança na vigência do ordenamento jurídico (confiança socialmente irrelevante para o bem jurídico) – o que é, na realidade, consequência de qualquer tipo de ruptura da norma – como selo da denominada prevenção geral positiva<sup>199</sup>, vista como um fim da pena. Esta última nada mais constitui que uma confiança geral não específica, a qual “pode ser reforçada também por meio de uma prática judicial penal, em cujo caso não seria ponto de partida, senão consequência de um processo”<sup>200</sup>.

É de notar-se que, em uma sociedade real existente com o seu formado sistema funcional para manter, a confiança resulta por ser constitutiva para certas instituições, exigindo, em todo caso, uma confiança positiva naquele sistema específico, quando aplicado na interação com o público<sup>201</sup>, no sentido de sujeitar-se a determinados pressupostos de desenvolvimento e destruição, de maneira que, ao objeto da confiança – quer seja uma pessoa ou uma instituição –, compete cumprir exigências de qualidade especiais a fim de que possa atuar como um mecanismo de redução de situações caracterizadas pelo nível de complexidade<sup>202</sup>.

---

¿Fundamento de legitimación del Derecho penal o juego de abalorios dogmático? Marcial Pons. Ediciones Jurídicas y Sociales, S.A., 2007, p. 473-474.

<sup>196</sup> BECKEMPER, Katharina. *op. cit.*, p. 320.

<sup>197</sup> WENDRICH, Lisa. *Anlegervertrauen in die Funktionsfähigkeit der Kapitalmärkte als geschütztes Rechtsgut des Kapitalmarktstrafrechtes*. In *Zeitschrift für das Juristische Studium*, n.º. 3, 2013, p. 247.

<sup>198</sup> BECKEMPER, Katharina. *op. cit.*, p. 322.

<sup>199</sup> Para uma conceituação mais elaborada da visão de diversos autores acerca da prevenção geral positiva, vide COSTA, Helena Regina Lobo da. *Contribuições das Teorias de Prevenção Geral Positiva Limitadoras ao Direito Penal Contemporâneo*. In SILVA, Luciano Nascimento (coord.). *Estudos Jurídicos Criminais*. Curitiba: Juruá Editora, 2008, pp. 123-137.

<sup>200</sup> HEFENDEHL, Roland. *op. cit.*, p. 470-473.

<sup>201</sup> Assim, as condições de funcionamento de um sistema embasam-se na confiança, e não do contrário. Cfr. HEFENDEHL, Roland. *Kollektive Rechtsgüter im Strafrecht*. Köln: Carl Heymanns Verlag KG., 2002, p. 124 e 257.

<sup>202</sup> HEFENDEHL, Roland. (*El bien j...*) *op. cit.*, p. 190.

Assim sendo, em face de uma agressão a esta não se deve vislumbrar um mero dano secundário – naturalmente proveniente da violação da norma incriminadora –, mas um dano principal a um bem jurídico supraindividual o qual se constitui sobre a confiança<sup>203</sup>.

A partir da perspectiva de seu rompimento, há ainda quem assevere que, se a confiança constituísse bem jurídico, uma vez destruída esta pela conduta de um agente, não seria possível a prática de qualquer outra lesão a esse interesse<sup>204</sup>. Ora, tal pensamento nos soa inconcebível, de início porque seria o mesmo que afirmar que um indivíduo violado, cuja esfera de liberdade sexual foi lesionada, não poderia voltar a sofrer uma agressão à sua liberdade sexual.

Outra parcela doutrinária funda sua objeção com base na impossibilidade de cada agente ferir ou ameaçar a confiança no sistema (*Systemvertrauen*)<sup>205</sup>. Pois bem, julgamos não ser pensáveis escalas ou gradações da confiança<sup>206</sup> – mormente se considerarmos que a transformação da confiança em desconfiança se dá de modo abrupto, e não gradual<sup>207</sup> –, todavia, os bens jurídicos coletivos de confiança configuram-se de modo a não poderem ser ceifados por intermédio de ações isoladas, dada a sua importância para o meio social<sup>208</sup>. Até porque a quebra da confiança “nos sistemas econômicos e instituições pode, em casos extremos, levar a um colapso econômico”<sup>209</sup>.

Necessário se faz, em ordem a alcançar uma equivalência material, com o fulcro de preencher a ausência de uma “causalidade lesiva real entre a ação e o bem jurídico”, aplicar-se, no âmbito dos bens jurídicos integrados pela componente confiança, o pensamento da acumulação<sup>210</sup>, técnica autorizadora da punibilidade de ações individuais, as quais poderiam em

---

<sup>203</sup> HEFENDEHL, Roland. (*Kollektive...*) *op. cit.*, p. 124. Sem embargo, isto não significa que também não possam ser também afetadas de modo secundário e mediato em virtude da violação do preceito normativo criminal.

<sup>204</sup> HEFENDEHL, Roland. (*De largo...*) *op. cit.*, p. 473.

<sup>205</sup> WENDRICH, Lisa. *op. cit.*, p. 248.

<sup>206</sup> Pois, como muito bem coloca HEFENDEHL, não há como confiar “um pouco”, ou se confia plenamente ou não se confia nem um pouco. Cfr. HEFENDEHL, Roland. (*Kollektive...*) *op. cit.*, p. 130.

<sup>207</sup> HEFENDEHL, Roland. (*El bien...*) *op. cit.*, p. 190.

<sup>208</sup> HEFENDEHL, Roland. (*De largo...*) *op. cit.*, p. 473.

<sup>209</sup> WENDRICH, Lisa. *op. cit.*, p. 245.

<sup>210</sup> HEFENDEHL, Roland. (*El bien...*) *op. cit.*, p. 195.

si ser inócuas, mas que, contudo, se praticadas em larga escala por um elevado número de indivíduos, resultariam consideravelmente danosas ao interesse protegido pela norma<sup>211</sup>.

Esclarecida a possibilidade jurídica da tutela penal da confiança em certos casos, importa, por derradeiro, rechaçar as censuras quanto à eleição do bem jurídico “confiança na capacidade de funcionamento dos mercados de valores mobiliários” para o delito de *insider trading*, as quais aduzem estar esta muito mais relacionada aos efeitos gerados por uma eficiente regulação<sup>212</sup> de divulgação oportuna de informação no mercado acionário<sup>213</sup>, do que com a sua fundamentação jurídico-criminal, mormente sob alegação de ser a norma administrativa capaz de proporcionar a suposta confiança pretendida.

Ora, tal assertiva não parece prosperar. Discordamos tratar-se a confiança tão somente de mero efeito decorrente da divulgação oportuna. Podemos notar não o ser se pautarmos a partir da ideia de desconfiança, ora bem, a possibilidade de haver um *insider trader* que explore informação privilegiada não ainda tornada pública ou que talvez sequer possa sê-lo, mina a confiança existente e conduz a efeitos devastadores, como nos tem demonstrado o histórico mundial, com efeitos nefastos causados por abusos de mercados, os quais conduziram a profundas crises com reflexos mundiais.

Outrossim, a quebra da confiança é a causa de um dos efeitos mais prejudiciais ocasionados pela utilização da informação privilegiada, qual seja: a redução da liquidez do mercado que, por sua vez, geraria o afastamento dos investidores deste mecanismo de alocação de recursos, reduzindo, assim, inclusive, o grau de eficiência do mercado na alocação e “distribuição” de recursos, razão pela qual dizer que a confiança é apenas um dos efeitos é inaceitável.

Tudo isso, de *per si*, já nos denota, como dantes salientado, constituir a confiança substrato basilar na seara dos mercados de valores mobiliários. Ademais, o fato de poderem alguns mecanismos preventivos de condutas *insiders*, provenientes da seara administrativa,

---

<sup>211</sup> Para uma opinião aversa à consagração da figura penal da acumulação, vide: DIAS, Augusto Silva. “*What if everybody did it? Sobre a “(in)capacidade de ressonância” do Direito penal à figura da acumulação.* In Revista Portuguesa de Ciência Criminal, ano 13, nº. 1, 2003, pp. 303-345.

<sup>212</sup> ALONSO, Leonardo. *op. cit.*, p. 144; PINO, Ana María Pietro del. *op. cit.*, p. 196-197; ANTÓN, António J. Monroy. *op. cit.*, p. 153.

<sup>213</sup> GODINHO, Inês Fernandes. *op. cit.*, p. 470.



contribuírem para o fortalecimento da confiança, isto não exclui a sua necessidade de tutela penal.

Diante de todos os argumentos expostos, concluímos debruçar-se a repressão penal do *insider trading* na proteção penal supraindividual, representada pelos bens jurídicos: confiança dos investidores no correto funcionamento do mercado e a igualdade de oportunidades, no sentido de sua importância para a tomada de decisão econômica individual.

## CAPÍTULO II – ANÁLISE DO TIPO INJUSTO

Neste segundo momento, passaremos à análise de elementos outros que compõem o tipo injusto, fazendo alusão, primeiramente, ao objeto material sobre o qual recai a ação, para, posteriormente, examinarmos os demais.

### 1. Objeto material da ação: informação privilegiada

O mercado de valores mobiliários vive da informação<sup>214</sup>, a qual desempenha papel de extrema relevância no setor bursátil – mormente se consideramos poder fornecer esta, quase em tempo real, fotografia pormenorizada da situação jurídico-econômica de uma sociedade<sup>215</sup> –, denotando o maior ou menor grau de eficiência<sup>216</sup> e transparência de um mercado, consoante reflitam as cotações, de maneira virtual e instantânea<sup>217</sup>, mais – ou menos – as informações disponíveis acerca dos títulos publicamente negociados<sup>218</sup>.

Avulta, desta forma, imprescindível a obtenção e armazenamento de informações neste âmbito, principalmente por assumirem estas caráter de “bem econômico necessário para a tomada de decisões econômicas racionais”<sup>219</sup>, por permitirem ao público melhor aquilatar os riscos de (des)investimentos<sup>220</sup>.

Sua importância emana, sobretudo, do fato de poder a posse de uma informação relevante, ainda não tornada pública, valer fortunas, enquanto uma informação reservada se

---

<sup>214</sup> *Ibid.*, p. 463.

<sup>215</sup> NERVI, Andrea. *La nozione giuridica di informazione e la disciplina di mercato. Argomenti di discussione*. In *Rivista del Diritto Commerciale e del Diritto Generale delle Obbligazioni*. Parte Prima, n.º. 96, 1998, p. 844-845.

<sup>216</sup> Esta ideia advém do fato de que “as sociedades são tanto mais democráticas quanto dispuserem de um sistema eficiente de divulgação das notícias e de circulação da informação, que vai garantir um maior controle do poder”. Cfr. FERREIRA, Eduardo Paz. *op. cit.*, p. 138-139.

<sup>217</sup> Isso porque, se a informação “é igual dos dois lados, isto é, de quem está a vender e de quem está a comprar, o encontro destes agentes no mercado formará um preço que refletirá o verdadeiro valor que o mercado atribui a essa empresa, isto porque o preço refletirá toda a informação relevante sobre o valor mobiliário em causa”. Cfr. MARQUES, Mafalda Gouveia. FREIRE, Mário. *A informação no Mercado de Capitais*. In *Cadernos de Mercado de Valores Mobiliários*, n.º. 3, CMVM, 1998, p. 113.

<sup>218</sup> EIZIRIK, Nelson. GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.*, p. 544

<sup>219</sup> PINTO, Frederico de Lacerda da Costa. *op. cit.*, p. 67.

<sup>220</sup> FILHO, José Leite. *Notas ao crime de uso indevido de informação privilegiada (art. 27-D da Lei 6.385/76)*. In *Revista Brasileira de Ciências Criminais*, n.º. 60, ano 14, 2006, p. 107.

revelada pode fazer com que esta perca completamente o seu valor<sup>221</sup>, razão pela qual sua regulação configura um dos meios mais eficazes de proteção não apenas dos investidores, mas também do próprio mercado acionário em si<sup>222</sup>, atuando como um importante meio não apenas de repressão, como, principalmente, de prevenção das práticas abusivas de mercado<sup>223</sup>. Destarte, a obrigatoriedade de difusão das informações e proibição de utilização de informações privilegiadas representam “as duas faces da mesma moeda”<sup>224</sup>.

Assim, tendo-se em vista ser o conceito de informação privilegiada<sup>225</sup> a base da incriminação<sup>226</sup>, imperioso se faz analisar os elementos que elevam uma informação à qualidade de “privilegiada”<sup>227</sup>, bem como os principais problemas subjacentes à sua delimitação, interpretação e aplicação<sup>228</sup>.

Apenas poderá uma informação ser enquadrada como “privilegiada” – e, portanto, integrar o tipo penal – quando possuir quatro características cumulativamente, quais sejam: não ter sido tornada pública; ser referente a uma ou várias entidades emitentes ou a um ou mais valores mobiliários; gozar de caráter preciso; e ser idônea a, se lhe fosse concedida publicidade, influenciar de maneira sensível o preço no mercado.

---

<sup>221</sup> KIMBERLY, D. Krawiec. *Fairness, Efficiency, and Insider Trading: Deconstructing the Coin of the Real in the Information Age*, In *Northwestern University Law Review*, vol. 95, n.º. 2, 2001, p. 443, 446-447.

<sup>222</sup> COSTA, José de Faria. RAMOS, Maria Elisabete. *op. cit.*, p. 40.

<sup>223</sup> PROENÇA, José Marcelo Martins. *op. cit.*, p. 134-141. MUCCIARELLI, Francesco. *L'Informazione Societaria: Destinatarî e Limiti posti dalla normativa in materia di insider trading*. In *Banca, Borsa, Titoli di Credito*. Vol. LII, n.º. 6, nov.-dez. 1999, p. 509-510.

<sup>224</sup> PERES, J. J. Vieira. *O delito de “insider trading” e a obrigação de informação*. In BASTO, José Guilherme Xavier de. et. al. *Problemas Societários e Fiscais do Mercado de Valores Mobiliários*. Fisco, Lisboa, 1992, p. 82. Lembremo-nos de que, para velar pelo cumprimento dos deveres informacionais, dispõem os Estados de entidades supervisoras, para as quais se impõe também as tarefas de receber as informações divulgadas; exigir, por vezes, uma divulgação suplementar; reprimir a utilização indevida de informações e, até, dispensar a publicação daquelas que sejam contrárias ao interesse público ou envolvam grave risco dessa ocorrência, desde que não sejam capazes de induzir o público em erro. Cfr. FERREIRA, Eduardo Paz. *op. cit.*, p. 151.

<sup>225</sup> Note-se estabelecer a legislação brasileira o termo “informação relevante ainda não divulgada ao mercado”, a qual trata-se de elementar normativa, cujo conteúdo se determina a partir do significado comercial da expressão, elaborado de forma distinta do legislador português, o qual fixa na própria norma penal o conceito de informação privilegiada.

<sup>226</sup> GOMES, Fátima. *op. cit.*, p. 66.

<sup>227</sup> A atribuição da qualidade de “privilegiada” sublinha a posição de vantagem frente aos demais investidores em virtude do conhecimento possuído. Para o estudo de suas características nos valeremos aqui, precipuamente, das direções concedidas pelas diretivas europeias face à sua maior completude.

<sup>228</sup> Como muito bem nos esclarecem José de Faria Costa e Maria Elisabete Ramos, debruçamo-nos sobre um âmbito de especial flutuação conceitual, cabendo à doutrina o esforço hermenêutico de tentar “determinar a densidade própria de cada um dos caracteres em que assenta a informação privilegiada”, pois muito embora a norma explicita as características que elevam uma informação ao patamar de privilegiada, ela nada afirma quanto ao seu sentido e alcance. COSTA, José de Faria. RAMOS, Maria Elisabete. *op. cit.*, p. 42-43.

## 1.1 Referência a um ou vários valores mobiliários ou a uma ou várias entidades emittentes (informação específica)

Para a configuração da informação como privilegiada, imprescindível se faz haver referência ao objeto da informação, ou seja, que respeite a um ou a uma pluralidade de valores mobiliários<sup>229</sup> ou a uma ou várias entidades emittentes.

A doutrina faz distinção entre a informação direta relacionada a fatos internos da sociedade emittora<sup>230</sup>, a valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros<sup>231</sup>, comumente conhecida como *corporate information* (ou *inside information*), e aquela que extravasa a noção de atividade societária, ou seja, refere-se à fonte externa a esta, sendo respeitante às condições gerais de funcionamento do mercado de valores mobiliários<sup>232</sup> como um todo ou mesmo a

---

<sup>229</sup> ALMEIDA afirma que seriam “direitos de crédito e direitos sociais, representados por títulos de crédito de papel ou inscritos em contas registrais, que são emitidos em séries homogêneas e que são suscetíveis de negociação em mercados organizados, sem dependência das regras comuns da cessão de créditos”. Cfr. ALMEIDA, Carlos Ferreira de. Desmaterialização dos títulos de crédito: valores mobiliários escriturais. In Revista da Banca, n.º. 26, 1993, p. 23. Destaca-se, ainda, a igualdade de características e direitos entre os títulos da mesma série ou classe desses títulos. Cfr. FERREIRA, Amadeu José. *Direito dos Valores Mobiliários*, Lisboa: AAFDL, 1997, p. 125.

<sup>230</sup> Fatos estes que podem fazer referência à situação patrimonial da entidade emittente (como, por exemplo, volume de negócios, rendimentos, valor dos dividendos ou de capital), seu prospecto de desenvolvimento (pelo emergir de descoberta ou invenção, formação de contrato relevante, abertura de novo mercado, mas também atinentes à rescisão de contrato, prejuízos no plano de produção, subsídios perdidos e etc.). Cfr. SCHRÖDER, Christian. 2. Kapitel. Straf- und Bußgeldtatbestände im BörsG und WpHG. In ACHENBACH, Hans. RANSIEK, Andreas (Hrsg.). Handbuch Wirtschaftsstrafrecht (neu). 3 Auflage, C.F. Müller, München, 2012, p. 1178.

<sup>231</sup> É de acrescer ter a legislação europeia ampliado de forma exponencial a possibilidade de aplicação do preceito ao incluir como um dos objetos de referência os instrumentos financeiros, cujo conteúdo conceitual é naturalmente mais vasto. Tal modificação é vista positivamente, dado o recorrente pragmatismo legislativo na estipulação do conceito de valores mobiliários, bem como se mostra em consonância com a criatividade dos mercados na contínua proliferação de instrumentos. Note-se, contudo, não ser tal construção aplicável à previsão brasileira, cuja norma penal faz menção tão somente às negociações com valores mobiliários, exigindo-se, por óbvio, uma interpretação restritiva.

<sup>232</sup> No que tange à expressão “mercado de valores mobiliários”, impende analisar sua significância, cuja importância é evidente para a interpretação da norma penal. Por óbvio, o alcance que esta expressão pode atingir – se mercado em geral, entendido como encontro entre oferta e procura, ou se em um sentido mais restrito –, quando não constar expressamente do tipo, está estritamente conectado à legislação mercantil acerca da matéria de cada país, da qual despontará eventual restrição, como é o caso português. O CdVM adota uma noção restrita deste, compreendendo tão somente a disciplina dos mercados organizados, cuja abrangência engloba os mercados regulamentados e os não regulamentados (Cfr. COSTA, José de Faria. RAMOS, Maria Elisabete. *op. cit.*, p. 56 e ss.). Já, por exemplo, o dispositivo espanhol é expresso no sentido de abranger tão somente os mercados organizados, oficiais ou reconhecidos (art. 285 CPes), assim como exige o francês que se dê sobre um mercado regulamentado (article L465-1, CMF).

outros fatores exteriores às entidades e aos títulos<sup>233</sup>, mas que, entretanto, é capaz de influir sobre a cotação dos ativos – mais sobre o preço de mercado dos instrumentos do que sobre seu valor intrínseco – dada a sua relevância para o desenvolvimento dos mercados, designada por *market information*<sup>234</sup>.

Que as *corporate informations* subsumem-se ao conceito de informação privilegiada – se preenchidos os requisitos restantes – é notório, todavia, a assertiva não parece tão óbvia quando atinente à *market information*. Destarte, por haver exigência no tocante à especificidade da informação – no sentido de aludir à(s) companhia(s) emissora(s) ou aos seus próprios ativos– questiona-se a possibilidade de inclusão das *market informations* como informações privilegiadas em razão de sua ligação meramente indireta com a(s) emitente(s).

A doutrina diverge, inclinando-se uma parcela dos pensadores no sentido da indispensabilidade na inclusão<sup>235</sup>, enquanto outra a vê como inadmissível.

*Ab initio*, cabe observar que a redação da Directiva 2003/6/CE fixa a noção de informação privilegiada também a partir da constatação de referência que diga respeito, direta ou *indiretamente*, a uma ou mais companhias emissoras ou a um ou mais instrumentos financeiros<sup>236</sup>. Tal disposição denota a eventual possibilidade de uma *market information* integrar o conceito, como observaremos.

Ora bem, pode ocorrer que, em uma dada situação concreta, seja possível classificar uma informação de mercado como uma informação relativa a diversas sociedades emitentes ou a vários valores ou instrumentos financeiros.

Assim, entendemos que a *market information* apenas pode incorporar o tipo quando, apesar de referir-se ao mercado em geral ou a circunstâncias externas, findar por existir

---

<sup>233</sup> Como informações gerais atinentes a aspectos da vida econômica, social, política, científica ou militar de um país, não concernentes a emissores ou valores concretos, vale dizer, cuida-se de informação de caráter indireto, consubstanciado a partir de juízos e informações sobre operações e conjuntura bursátil como um todo.

<sup>234</sup> CABANA, Patrícia Faraldo. *op. cit.*, p. 94-95; GOMES, Fátima. *op. cit.*, p. 89; SEMINARA, Sergio. El nuevo delito de insider trading en el ordenamiento italiano. *In* I Congreso hispano-italiano de Derecho Penal Económico; Universidade da Coruña, 1998: 141-158.

<sup>235</sup> GOMES, Fátima. *op. cit.*, p. 89. SEMINARA, Sergio. (*Insider...*) *op. cit.*, p. 175.

<sup>236</sup> Considerando 16. Disponível em: <<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32003L0006&from=PT>>.

conexão como um ou mais títulos, ou seja, concomitantemente, versa, ainda que indiretamente, também sobre emissor(es) concreto(s) ou valor(es) mobiliário(s), influenciando sua cotação<sup>237</sup>.

A problemática adquire relevo ainda maior se considerarmos as práticas de *front-running*<sup>238</sup>, em que indivíduos se valem da obtenção antecipada de informação produzida por terceiros acerca da realização de operações que, ao fim e ao cabo, influenciarão a cotação de valores<sup>239</sup>, equivale dizer, consiste na realização de operações prévias ou paralelas às operações ordenadas das quais se obtém informação<sup>240</sup>.

---

<sup>237</sup> SEMINARA, Sergio. (*El nuevo...*) *op. cit.*, p. 144. COSTA, José de Faria. RAMOS, Maria Elisabete. *op. cit.*, p. 51.

<sup>238</sup> A consideração do *front-running* como uma forma de abuso de informação privilegiada foi muito discutida no passado, embora parte da doutrina já entendesse consubstanciar uma forma de *insider trading*. Foi com o advento da Diretiva europeia 2003/6/CE, que, no seu considerando 19, impôs aos Estados que coibissem tais práticas, sempre que constituam abuso de mercado, acabando as discussões acerca de sua natureza. No que tange ao *front running*, importa explanar consistir este no ato de se beneficiar de um conhecimento antecipado acerca de ordens de mercado pendentes de determinado(s) cliente(s), cuja característica da operação permite saber que conduzirá a uma oscilação na cotação. Assim, tais práticas têm “lugar quando alguém que conhece que se deu, ou se vai dar de alguma forma iminente, uma ordem que pode ter repercussões significativas na cotação de determinados valores ou instrumentos, se posiciona diretamente sobre estes ou realiza operações com instrumentos financeiros derivados cujo subjacente o constituem ditos valores ou instrumentos, para beneficiar-se do conhecimento privilegiado da transação que se produzirá em breve. A informação deve referir-se às ordens de mercado pendentes que possam considerar-se como relevantes, isto é, que sejam capazes de influenciar a cotação. É uma conduta que pode produzir-se tanto nas Bolsas como nos mercados derivados, posto que também o preço dos instrumentos neles negociados pode ver-se afetado pela introdução de ordens relevantes por seu tamanho no próprio mercado de derivados ou no mercado de ativos financeiros subjacente”. Sendo o exemplo mais comum aquele atinente a um intermediário financeiro que, recebendo ordem de um cliente, cujas características intrínsecas – como volume, preço, entre outras – são suscetíveis de desencadear uma significativa oscilação – positiva ou negativa – no preço dos valores ou instrumentos financeiros que negocia. Apercebendo-se disso, o próprio intermediário ou um de seus empregados, procede à aquisição ou alienação, seja para si ou para outrem (cliente ou não), antes de executar a ordem daquele primeiro cliente que muito possivelmente influenciará a cotação, beneficiando-se da oscilação produzida por esta posteriormente à execução da ordem no mercado acionário. Não se descartam, ainda, as hipóteses em que “o iniciado seja o administrador, o acionista ou um empregado da sociedade cotada ou do investidor institucional que dá a ordem ao intermediário”, uma vez que se trata de conduta que permite obter grandes benefícios se repetida no tempo. Cfr. SAINZ, Esther Hernández. *op. cit.*, p. 423-424.

<sup>239</sup> Citemos como exemplo a hipótese de um funcionário de um banco, valendo-se da informação de que um fundo de investimento deste negociará ações de uma determinada empresa, adquire ações da mesma antes que tais operações do fundo se concretizem e o faz por saber tais operações do fundo poderão influir na cotação dos ativos *in casu*.

<sup>240</sup> O *front-running* distingue-se do *scalping*. Como muito bem nos explicam José de Faria Costa e Maria Elisabete Ramos, “o *scalping* apresenta ligação às atividades dos consultores de investimento e analistas. O consultor de investimento ou analista financeiro adquire valores mobiliários previamente à formulação de recomendações de compra, com o conhecimento de que a recomendação, uma vez efetuada, fará valorizar o título em questão, permitindo, assim, a posterior venda vantajosa”. Assim, “o *scalper* que negocia ações com base em informação não pública – ele não revela seus interesses nos valores mobiliários em causa nem a pretensão de se beneficiar com as previstas reações dos seus leitores –, mas *non inside* (não foi obtida em razão de uma ligação especial ou qualificada com a entidade emitente). Ele, ao fim e ao cabo, utiliza informação sobre a sua própria atividade de negociação. O que acontece é que o analista financeiro, antes de formular as suas recomendações de investimento – por exemplo, por intermédio de uma coluna em um jornal –, compra ações da sociedade X e, depois, aconselha

Se a dimensão da *market information* utilizada não expurgar sua ligação com o(s) título(s) ou emissor(as), uma vez preenchidos os demais elementos típicos, subsumir-se-á a conduta ao crime de abuso de informação privilegiada. A solução dessa questão dá-se, sobretudo, pautada na capacidade desta informação alterar as decisões de comportamento dos investidores<sup>241</sup>.

Não se pode olvidar, todavia, que para alguns ordenamentos jurídicos ainda se faz estritamente necessária a ligação de forma *direta* entre a informação e os títulos ou companhias emitentes, para os quais não é aceita a ideia de *market information* como integradora do tipo<sup>242</sup>. Não obstante, entendemos que coibir o enquadramento desta, nas hipóteses de conexão indireta, na norma penal acabaria por deixar fora das margens de punibilidade condutas que colocariam igualmente em causa os interesses tutelados pela norma<sup>243</sup>.

---

vivamente a aquisição de tais ações aos seus leitores. O *scalping* constitui uma forma de manipulação do mercado” (Cfr. COSTA, José de Faria. RAMOS, Maria Elisabete. *op. cit.*, p. 51-52). SCHRÖDER nos fornece exemplificação clara de *scalping*, trazendo à imaginação um caso de um “guru do mercado de ações” (*Börsenguru*) que aparece em um programa de televisão dominical, em um horário de sólida audiência, e recomenda a compra de ações de uma determinada empresa. Na segunda-feira vislumbra-se forte aumento da cotação, comprovando-se que os telespectadores seguiram a dica do “guru”, promovendo-se um “inesperado” aumento da demanda. Deste fenômeno aproveita-se o “guru de ações”, pois, antes de emitir a recomendação na mídia, havia adquirido as ações e, posteriormente à recomendação, as vendeu – em virtude do aumento dos preços – visando obter vantagem patrimonial. Cfr. SCHRÖDER, Christian. (2. *Kapitel...*) *op. cit.*, p. 1176-1177.

<sup>241</sup> COSTA, José de Faria. RAMOS, Maria Elisabete. *op. cit.*, p. 51-52. SEMINARA, Sergio. (*El nuevo...*) *op. cit.*, p. 144-145.

<sup>242</sup> Este não é o caso do Brasil, cuja informação relevante constitui elemento normativo ao qual se faz uso da técnica da norma penal em branco para preencher seu conteúdo. Ao buscarmos o sentido concedido pelo ordenamento jurídico (contido na Instrução Normativa da CVM nº. 358, de 03.01.2002, no seu artigo 2º), verificamos que embora arrole exemplos, no parágrafo único, diretamente relacionados com a empresa emitente, faz menção no *caput* a “qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios”, ou seja, a informação pode ser referente tanto aos valores mobiliários, à empresa emissora ou mesmo estar relacionada a um setor econômico específico.

<sup>243</sup> Há, ainda, quem vá mais longe ao asseverar ser injusta a não inclusão da *market information*, porquanto “imagine-se que o Governo decide desvalorizar o escudo de modo significativo e imprevisível. A utilização desta informação antes de sua divulgação pública pode conduzir a situações de insider trading, muito embora não respeite a uma ou mais entidades emitentes nem a um ou mais valores mobiliários, mas ao mercado em geral”. Cfr. GOMES, Fátima. *op. cit.*, p. 89.

## 1.2. Caráter não público da informação (informação não tornada pública)

É essencial que a informação ainda seja desconhecida do público<sup>244</sup>, ou seja, não tenha sido tornada pública<sup>245</sup>, no sentido de representar a sua posse um verdadeiro privilégio<sup>246</sup>, na medida em que uma informação relevante enquanto não divulgada possui demasiado valor<sup>247</sup>.

Revela-se, aqui, uma das problemáticas mais sensíveis do objeto: determinar quando uma informação perde o seu caráter reservado e torna-se pública, bem como qual o grau de difusão necessário para que possa ser considerada acessível, fazendo cessar o seu caráter de “privilégio”. A resolução desta questão é de suma importância ao passo que aqueles que atuarem embasados em informação não confidencial praticarão conduta atípica<sup>248</sup>.

Invocam-se algumas possíveis interpretações a este respeito<sup>249</sup>. Vejamos:

A primeira, de cunho literal, conceitua uma informação pública a partir de sua divulgação, contudo, desconsidera que, a título exemplificativo, uma publicação numa revista específica do setor ou mesmo uma publicação particular, cujo público alvo é específico, e não corresponde ao público investidor como um todo, já seria publicação, entretanto, ainda representariam um privilégio, logo, a norma penal perderia o seu sentido.

---

<sup>244</sup> Assinale-se, nessa senda, haver uma diferenciação entre uma informação reservada e informação secreta, enquanto a primeira não pode ser divulgada temporariamente – até porque, por vezes, vai assumindo relevância no decorrer do tempo –, a última jamais pode ser revelada ou comunicada, por pertencer à esfera dos interesses ou razões particulares inacessíveis a qualquer pessoa que não o seu titular. Cfr. INIESTA, Diego José Gómez. *op. cit.*, p. 130-131.

<sup>245</sup> Por vezes a noção de “informação não pública” aparece com diferentes terminologias: “não disponível publicamente”, como na Secção 2ª da *Securities Amendment Act*, de 1988; “não geralmente conhecida”, como Secção 10(b) da *Insider Dealing Act* britânica, de 1985; “que não tenha sido tornada pública”, como no *artículo* 3.1. da Lei 17/5/1991 italiana. Entretanto, partilham todas de uma ideia: a falta de acesso desta ao público investidor interessado no mercado acionário. Cfr. RODRIGUEZ, Luis Ramon Ruiz. *Proteccion penal del mercado de valores (infidelidades en la gestion de patrimonios)*. Valencia: Tirant monografias, 1997, p. 143-144.

<sup>246</sup> CUSSAC, Jose Luis Gonzalez. *op. cit.*, p. 143. CABANA, Patrícia Faraldo. *op. cit.*, p. 92.

<sup>247</sup> Em algumas “circunstâncias temporais se incrementa o perigo potencial de aparição de condutas de uso de informação confidencial ou reservada”. Neste diapasão, destacam-se os momentos preparativos e executivos das OPAs. Por consistir a OPA em “procedimento de transmissão de títulos cujo mercado normal se vê afetado, permite que seja cenário de uma ampla gama de enganar aos acionistas por parte dos administradores, que abusam precisamente da informação privilegiada ou confidencial de que gozam por razão de sua posição no órgão de gestão da sociedade”. Cfr. CABANA, Patrícia Faraldo. *op. cit.*, p. 93-94.

<sup>248</sup> SEMINARA, Sergio. (*Insider.*) *op. cit.*, p. 124. CABANA, Patrícia Faraldo. *op. cit.*, p. 92-93. COSTA, José de Faria. RAMOS, Maria Elisabete. *op. cit.*, p. 43.

<sup>249</sup> ANTÓN, António J. Monroy. *op. cit.*, p. 63. Na realidade expõe o autor três alternativas, entretanto, entendemos ser necessário englobar um quarto posicionamento, de certa forma, apontado pela doutrina.



A segunda interpretação consoante a qual uma informação será pública apenas quando analisada e assimilada pelo público, ignora os efeitos que poderiam advir desta conceituação, pois, exigir que se consagre a compreensão da informação pelo público seria algo quase impossível de se alcançar, findando por conduzir à estagnação desse mercado tão dinâmico, mormente se tivermos em conta que a reação dos agentes a estas constitui justamente o processo de formação dos preços<sup>250</sup>.

Uma terceira linha interpretativa reclama a decorrência de lapso temporal a partir da divulgação a fim de que a informação alcance o maior número de investidores possíveis, sem que dependa, contudo, de uma análise detalhada. Ora, as críticas talhadas à teoria anterior cabem igualmente para esta, dado produzirem ambas o mesmo efeito, pois o aguardo deste interregno prejudicaria a dinâmica dos mercados mobiliários, de modo a engessá-lo.

Por fim, resta a quarta corrente, segundo a informação é considerada pública quando se encontra disponível ao público, ou seja, quando seu acesso é viável. Esta teoria, com a qual nos coadunamos, distingue-se da primeira por colocar o acento sobre a “acessibilidade”<sup>251</sup>, ao invés de sobre a “publicidade”. Assim, somente será pública uma informação quando houver possibilidade real do investidor obtê-la<sup>252</sup>, não reclamando o conhecimento efetivo, mas que seja potencialmente cognoscível<sup>253</sup>.

---

<sup>250</sup> CASTELLAR, João Carlos. *op. cit.*, p. 319-321. SAINZ, Esther Hernández. *op. cit.*, p. 342.

Nessa linha, advogam alguns autores pela necessidade de transcurso de lapso temporal desde a disponibilização ao público até um determinado momento em que um investidor diligente pudesse assimilá-la em tempo hábil, mesmo que para tanto precisasse de auxílio de um analista de investimento, capaz de permitir que tomasse sua decisão de investimento ou desinvestimento. É de observar, fazer alguns países alusão a este entendimento, como é o caso do Japão, reclamando a decorrência de interregno mínimo (de, por exemplo, 12 horas, após ter sido a informação publicada em, pelo menos, dois meios de comunicação oficiais) para que a informação relevante se possa considerar pública. Cfr. CORSETTI, Michelangelo. *op. cit.*, p. 116; PINO, Ana María Pietro del. *op. cit.*, p. 320-323.

<sup>251</sup> Este critério é originário da sentença norte-americana proferida por ocasião do caso *Texas Gulf Sulphur* (401 F2d 833-2d Circ. 1968). A acessibilidade traduz-se no fato dos investidores estarem em condições de reacionar a informação, muito embora não seja necessário que reacionem. É a possibilidade de atuação que está em jogo. Cfr. SAINZ, Esther Hernández. *op. cit.*, p. 341.

<sup>252</sup> CORSETTI, Michelangelo. *op. cit.*, p. 116; SEMINARA, Sergio. *op. cit.*, p. 216-220; CABANA, Patrícia Faraldo. *op. cit.*, p. 92; RODRIGUEZ, Luis Ramon Ruiz. *op. cit.*, p. 144.

<sup>253</sup> SAINZ, Esther Hernández. *op. cit.*, p. 341.

É de aclarar, no entanto, que uma informação que tenha sido adequadamente divulgada de modo a generalidade do público investidor poder acedê-la<sup>254</sup>, a torna pública. Sem embargo, ser acessível não é sinónimo de publicada – ainda que através da publicação se lhes possa dar acesso para que se elevem ao grau de informação pública<sup>255</sup> –, porquanto entre a sua divulgação pública e a sua índole não pública vislumbram-se níveis gradativos que despertam dúvidas quanto à sua natureza, mormente por serem os fluxos informacionais suscetíveis de serem rompidos, não alcançando, desta forma, a divulgação geral<sup>256</sup>.

Esse demonstra ser o raciocínio mais adequado, entretanto, ainda assim, remanesce a pergunta sobre a qual investidor recai a acessibilidade. Seria à totalidade do universo de potenciais investidores ou tão somente aos investidores diligentes e experientes? Teorias despontam em sentidos variados a fim de solucionar a questão.

Há um segmento doutrinário que requer a acessibilidade a todos os investidores, olvidando-se, no entanto, da existência de uma parcela reduzida de investidores de conhecimentos gerais mais escassos, os quais ignoram a existência ou o modo de acesso a certas informações, como, por exemplo, quando esta é colocada à disposição por intermédio de uma página eletrônica da sociedade objeto da comunicação. Logo, determinar que a acessibilidade incida inclusivamente neste investidor, subverteria a própria significação da informação privilegiada, passando a incluir no preceito condutas que teleologicamente seriam inadmissíveis.

---

<sup>254</sup> Isso porque, para a subsunção da informação à característica de não tornada pública, o determinante deve ser que a maioria do público investidor não tenha podido aceder a ela, ainda que algum grupo reduzido possa ter tido acesso. Cfr. RODRIGUEZ, Luis Ramon Ruiz. *op. cit.*, p. 144.

<sup>255</sup> GOMES, Fátima, p. 85. Nos países em que há previsão expressa desta qualidade, como é o caso daqueles pertencentes à união europeia, e nos quais se exige igualmente que as informações relevantes, assim que possível e se possível, sejam divulgadas, “a comprovação do cumprimento das exigências legais de publicidade será o elemento mínimo determinante para a qualificação de ‘pública’ ou ‘não pública’ da informação”. Embora também já tenham sido também utilizadas, nos países de influência anglo-saxônica, o mesmo formato de critério das obrigações legais de publicidade. Cfr. RODRIGUEZ, Luis Ramon Ruiz. *op. cit.*, p. 146-147.

<sup>256</sup> Como bem colocam José de Faria Costa e Maria Elisabete Ramos, “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 fato 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”. No entanto, trazem à baila também o fato de os fluxos informacionais serem “suscetíveis de serem cortados, não chegando, por essa razão, a atingir a divulgação geral. O fluxo informacional que se quer acessível a todos pode, decrescentemente, ser apropriado por um, partilhado por alguns, ou divulgado por um grupo restrito”. COSTA, José de Faria. RAMOS, Maria Elisabete. *op. cit.*, p. 43-44.

Por outro lado, parcela dos pensadores reputa ser passível de consideração, embora não na generalidade dos casos, até as informações que tão somente os investidores mais diligentes e especializados possam conhecer, sempre que a esta se possa aceder por meios legítimos, ainda que, para tanto, seja imperioso despender de recursos, experiência ou aptidões especiais<sup>257</sup>. Ora, tal raciocínio desvirtuaria até mesmo a componente da lealdade na concorrência que subjaz, de certo modo, à própria penal incriminadora.

Desta forma, julgamos corresponder o melhor entendimento à acessibilidade de um investidor normalmente diligente, sensato ou interessado, ainda que a completa compreensão da informação requeira assistência técnica de um especialista financeiro<sup>258</sup>. Desejável é que este conheça quais os meios habituais de difusão de informação relevante no mercado<sup>259</sup>.

Neste campo, cabe ainda interrogar se há qualquer conexão entre as informações reservadas indevidamente utilizadas e aquelas determinadas pela legislação mercantil como objeto obrigatório de publicação ou se toda e qualquer notícia relevante – se preenchidas as demais características requeridas – pode subsumir a noção de informação privilegiada.

A imprescindibilidade deste nexos indissociável é advogada por um fragmento minoritário da dogmática<sup>260</sup>, defensor da aplicabilidade do crime de abuso de informação privilegiada unicamente nas hipóteses em que a lei imponha sua publicação. Julgamos que, a despeito de poder pender, sobre tais informações cuja publicação se obriga, uma presunção

---

<sup>257</sup> José de Faria Costa e Maria Elisabete Ramos nos ensinam que “a ‘*selective disclosure*’, em que o emitente revela seletivamente informações sensíveis a pessoas determinadas (v.g. a um grupo de analistas financeiros) parece que não satisfaz o nível de divulgação exigido pelo requisito da publicidade. Embora tenha existido uma partilha de informações, não houve a divulgação que propicie que o mercado em geral, de um ponto de vista pragmático, tome decisões a partir desses dados”. Acresce o autor que “Salienta esta entidade reguladora que a *selective disclosure* mina a confiança dos investidores na integridade do mercado, assemelhando-se, aliás, ao *tipping*, porquanto permite que os destinatários da *selective disclosure* possam explorar” vantagens informacionais reprováveis. *Ibid.*, p. 44.

<sup>258</sup> Em Portugal, por exemplo, “o cumprimento do dever de, por exemplo, comunicar factos relevantes à CMVM e a subsequente divulgação realizada por esta entidade de supervisão faz cessar o carácter não público da informação”. *Ibid.*, p. 44.

<sup>259</sup> Elementos fáticos podem contribuir para valorar se uma informação é ou não acessível ao investidor sensato, tais como o meio de publicação, se utilizou uma forma rápida e não discriminatória, entendendo alguns, inclusive, caber cogitar a apreciação também do tempo transcorrido desde a sua publicação, bem como a compreensibilidade desta. Cfr. SAINZ, Esther Hernández. *op. cit.*, p. 344-346.

<sup>260</sup> Nesse quadro, Fátima Gomes nos reporta ao pensamento esboçado por José Moutinho que se manifesta pela conexão íntima entre a obrigatoriedade de conferir publicidade a tais informações e a sua relevância para o tipo penal de abuso de informação privilegiada. Cfr. GOMES, Fátima. *op. cit.*, p. 86 e ss.

mercantil de relevância no sentido da probabilidade de gerar uma afetação nas cotações, não são apenas estas que podem exercê-la.

Basta que notemos as vastas hipóteses de informações relevantes sequer arroladas pela legislação comercial que podem consubstanciar uma informação privilegiada se presentes os demais requisitos<sup>261</sup>, um exemplo notório disto são os casos em que *market informations* integram o objeto da ação.

Assim, restringir a aplicação típica a uma listagem taxativa seria restringir demasiadamente sua aplicação, de modo a ser incompatível como o interesse que empresta significância ao tipo penal, devendo-se, portanto, proceder ao exame casuístico, analisando o conteúdo da informação e emoldurando-a nas circunstâncias espaço-temporais específicas<sup>262</sup>.

### **1.3. Caráter concreto da informação (informação precisa)**

A construção do conceito de informação privilegiada requer, ainda, a sua concretude, a qual reverbera em seu conteúdo, reportando-se “à descrição de uma realidade minimamente identificada”, não lhe sendo, entretanto, exigível completude ou pormenorização<sup>263</sup>.

Correspondendo a uma realidade situada entre o mero rumor e o juízo categórico de certeza, a definição do caráter preciso da informação – cuja existência do critério radica na imprescindibilidade da segurança jurídica – parte da contrastação com a ideia de “imprecisão”<sup>264</sup>.

---

<sup>261</sup> Outrossim, não se pode olvidar que, na maioria das legislações, o rol de fatos que devem ser objeto de publicação obrigatório possui uma cláusula geral que torna o rol aberto a hipóteses não abrangidas expressamente pela lei, mas igualmente relevantes.

<sup>262</sup> SAINZ, Esther Hernández. *op. cit.*, p. 308.

<sup>263</sup> PINTO, Frederico de Lacerda da Costa. *op. cit.*, p. 76-77. Se, a título exemplificativo, “o senhor B, empregado administrativo, sabendo, no decurso das suas funções, que a empresa em que trabalha vai proceder a uma oferta pública de aquisição sobre a sociedade DELTA, desconhecendo, no entanto, o preço concreto que constará da referida oferta, adquire ações desta última que vende posteriormente na resposta à oferta pública”. Cfr. PERES, J. J. Vieira. *op. cit.*, p. 88.

<sup>264</sup> RODRIGUEZ, Luis Ramon Ruiz. *op. cit.*, p. 147; GOMES, Fátima. *op. cit.*, p. 87. COSTA, José de Faria. RAMOS, Maria Elisabete. *op. cit.*, p. 47.

Em obediência ao princípio da fragmentariedade e da proporcionalidade em sentido estrito<sup>265</sup>, não restam abarcados os meros rumores<sup>266</sup>, as referências vagas, notícias difusas<sup>267</sup>, fatos que constituam simples valorações ou juízos pessoais, porquanto necessário um mínimo de concretude<sup>268</sup> que lhe permita adquirir relevância penal, até porque a utilização de meras suspeitas é inerente à álea de qualquer mercado especulativo, não sendo considerada contrária à lei<sup>269</sup>.

De toda sorte, nos casos em que alguém se valha de fatos sobre os quais não tem conhecimento preciso, porque lhe foi subentendido ou porque tem apenas noção parcial da situação, lhe incumbindo conjecturar o restante, não estará a atuar com base em informação concreta.

A problemática desponta na demarcação do momento em que a informação atinge o grau de concretude essencial a lhe adjetivar como privilegiada. Pois bem, é evidente não haver fórmula genérica e segura para averiguar o momento em que a informação atinge o grau de precisão<sup>270</sup>, todavia, para alguns pensadores é forçoso haver um grau de consolidação de um negócio, de molde a poderem ser divulgadas.

Ora, deve-se ter cautela no nível de concretização que se exige da informação, sob pena de se excluir do tipo penal informações que, via de regra, servem de base para as transações bursáteis, para as quais se deve atribuir a qualidade de privilegiadas, muito embora

---

<sup>265</sup> PINO, Ana María Pietro del. *op. cit.*, p. 339.

<sup>266</sup> TIEDEMANN, Klaus. *Wirtschaftsstrafrecht. Besonderer Teil*. Köln: Carl Heymanns Verlag, 2006, p. 163.

<sup>267</sup> PERES assenta que ao conceito de notícia difusa excluem-se os casos “em que as circunstâncias presentes tornem a fonte da informação de tal forma fidedigna que nenhum cidadão normalmente diligente poria em dúvida a respectiva veracidade e origem ilícita”. Pensamos ser este o conteúdo a dar à expressão constante do artigo 666, n. 3 – “cuja fonte, direta ou indireta, só possa ser uma das pessoas referidas no n.º 1 (*insiders* primários)”. Cfr. PERES, J. J. Vieira. *op. cit.*, p. 91.

<sup>268</sup> Neste diapasão, temos que deixar de lado as informações falsas, posto que ao reclamar a concretude de uma informação, imperioso que seja esta certa ou ao menos possa sê-la no futuro. Isso não significa que esta informação inverídica se fosse lançada no mercado não pudesse causar uma alteração na cotação, mas tão somente que esta conduta enquadrar-se-ia em outro preceito criminal estipulador da conduta de manipulação de mercado SAINZ, Esther Hernández. *op. cit.*, p. 314.

<sup>269</sup> PINTO, Frederico de Lacerda da Costa. *op. cit.*, p. 77; PERES, J. J. Vieira. *op. cit.*, p. 91.

<sup>270</sup> EIZIRIK, Nelson. GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.*, p. 108-109.

ainda se encontrem em fase de maturação, a espera do grau de concretização *maximum* para serem reveladas ao público investidor<sup>271</sup>, sem prejudicar o negócio.

Assim, pese a divulgação de uma informação atinente a um negócio reclame sua plena concreção, isso não significa que, para efeitos do crime de abuso de informação privilegiada, esta não apresente precisão o bastante a permitir-lhe influenciar o preço dos ativos e ser utilizada por iniciados, razão pela qual posiciona-se uma parcela doutrinária no sentido de estar tal critério não unicamente vinculado à efetivação do negócio em si, mas também com a sua caracterização como *price-sensitive*<sup>272</sup>.

Do contrário, restariam de fora as informações acerca de planos e projetos já em fase executória, contudo não plenamente finalizados ou aperfeiçoados em todos os seus aspectos, o que seria inadmissível, mormente se considerarmos a existência de negócios complexos e lentos caracterizados por distintas fases (v.g. processos de fusão), em que uma das etapas pode ter precisão suficiente para consubstanciar a sua posse um “privilégio”, ou mesmo se tomarmos em conta as hipóteses de práticas negociais desprovidas de contactos preliminares<sup>273</sup>.

De toda sorte, é essencial que haja “um mínimo de materialidade ou objetividade”<sup>274</sup> – no sentido da probabilidade de não ocorrência do negócio chegar a ser infinitesimal ou irrisória<sup>275</sup> –, possuindo um *minimum* obrigatório de consistência apto à sua utilização por um investidor médio a ponto de ser capaz de gerar assimetria informativa, cristalizadora da possibilidade de efetivação de operações “sem risco”<sup>276</sup>. Cuida-se, portanto, de critério por

---

<sup>271</sup> Sem embargo, do ponto de vista empresarial nos parece correto que a empresa aguarde a completude da concreção da informação para que a torne pública.

<sup>272</sup> PINO, Ana María Pietro del. *op. cit.*, p. 341-342.

<sup>273</sup> COSTA, José de Faria. RAMOS, Maria Elisabete. *op. cit.*, p. 48.

<sup>274</sup> PINTO, Frederico de Lacerda da Costa. *op. cit.*, p. 77.

<sup>275</sup> Este juízo de probabilidade pode considerar diversos fatores, dentre os quais: a probabilidade de alcance de acordo final, tendo em vista o ponto já desempenhado das negociações; existência ou não de eventuais decisões já proferidas pelos órgãos administrativos das companhias envolvidas, assim como a possível existência de pareceres favoráveis emitidos por assessores externos; a consideração do impacto da suposta operação nos negócios e nos preços dos títulos das sociedades envolvidas (Cfr. CASTRO, Carlos Osório. *A informação no direito do mercado de valores mobiliários*. In *Direito dos Valores Mobiliários*, Coimbra: Coimbra Editora, 2003, p. 346). Vale dizer, “se a probabilidade de a operação ser concluída é forte e trará impactos significativos sobre os negócios da companhia, afetando as cotações de seus valores mobiliários, pode-se entender que já existe uma informação relevante”. Cfr. EIZIRIK, Nelson. GAAL, Ariádn B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.*, p. 108-109.

<sup>276</sup> ANTÓN, António J. Monroy. *op. cit.*, p. 61; SCHRÖDER, Christian. (2. Kapitel...) *op. cit.*, p. 1176; COSTA, José de Faria. RAMOS, Maria Elisabete. *op. cit.*, p. 50.

deveras delicado, entretanto, imprescindível, incumbindo ao julgador a análise específica da concreticidade informativa em cada caso.

Exsurge, ademais, questão em torno dos pareceres formulados por sujeitos particularmente qualificados, os quais apesar de ainda englobados no quadro do juízo de valoração, são suscetíveis de influenciar na cotação dos ativos<sup>277</sup>.

A resposta a esta questão prende-se com os dados subjacentes à análise, estudo ou estimativa financeira sob os quais se baseia o autor.

As previsões e estatísticas elaboradas com dados de conhecimento público, mesmo que suscetíveis de determinarem pontuais correções nos preços dos valores, dado o aumento do volume informacional no mercado<sup>278</sup>, por constituírem-se de puras especulações mentais, afastam-se do conceito de informação privilegiada – ainda quando obtidas por diversas fontes e necessária habilidade e perícia especiais para as conclusões alcançadas –, por reivindicar esta precisão informativa.

Por outro lado, caso as análises e valorações elaboradas pautem-se em dados concretos relevantes e não acessíveis ao público, consultados ou recebidos de um *insider* primário, por exemplo, se enquadram no objeto material deste delito, posto não prevalecer o esforço intelectual, mas a informação privilegiada subjacente<sup>279</sup>.

#### **1.4. Capacidade de influenciar de maneira sensível a cotação dos títulos (informação relevante)**

Não basta que a informação não seja pública, possua caráter concreto e refira-se a um ou mais valores mobiliários ou sociedade(s) emitente(s), requer-se, ainda, que esta seja idônea a

---

<sup>277</sup> COSTA, José de Faria. RAMOS, Maria Elisabete. *op. cit.*, p. 48.

<sup>278</sup> FERREIRA, Eduardo Paz. *op. cit.*, p. 155.

<sup>279</sup> COSTA, José de Faria. RAMOS, Maria Elisabete. *op. cit.*, p. 47. Note-se, ademais, que “as estatísticas não podem reconduzir-se à categoria de informações concretas, já que são apenas um sistema de valoração e agrupamento de dados”, salvo se esta ainda não foi divulgada, pois senão, esta pressuporia uma vantagem indevida. Cfr. SAINZ, Esther Hernández. *op. cit.*, p. 314-317.

influenciar de maneira sensível a cotação<sup>280</sup> dos títulos<sup>281</sup>. Este é o elemento mais delicado e mais peculiar da noção de informação privilegiada, uma vez que mede o seu valor<sup>282</sup>, sendo sua relevância proporcional às possibilidades de se beneficiar de sua utilização<sup>283</sup>.

A exigência dessa virtualidade, designada pelas teorias norte-americanas de *price-sensitive*<sup>284</sup>, presta-se ao estabelecimento de uma relação causal hipotética fixada na capacidade da informação, direta ou indiretamente, causar alteração sensível no(s) preço(s) do(s) título(s) se fosse tornada pública<sup>285</sup>.

Devido à necessidade de efetivação de uma restrição teleológica do tipo em sede de imputação objetiva do resultado, expurga, da caracterização típica, operações no mercado de capitais pautadas em informações não suscetíveis de influir na cotação, como, a título exemplificativo, uma informação acerca da condenação de um condutor da empresa que dirigia embriagado, a qual muito embora não tenha sido tornada pública, bem como preencha os

---

<sup>280</sup> PIETRO DEL PINO nos explica que “as cotações se determinam pela confluência em um ponto de equilíbrio de oferta e de demanda”, sendo vários “os fatores que influem na formação da cotação”, fatores intrínsecos – como tamanho e distribuição de seu patrimônio, o risco produzido, dividendos esperados e repartidos, etc. – e fatores extrínsecos, os quais dependem da conjuntura econômica no sentido geral. Assim, influência da informação é muito poderosa na formação dos preços “na medida em que estes devem à informação a sua própria existência, suas características, qualidades e deficiências”. Cfr. PINO, Ana María Pietro del. *op. cit.*, p. 103-104.

<sup>281</sup> Ao fixar tal critério é possível estabelecer-se três pontos diferentes de enfoque para observá-lo: primeiramente, pode optar-se por um critério qualitativo, atendendo à influência que a informação possa ter sobre um sujeito interveniente no mercado – denominado pela jurisprudência norte-americana (*SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*, 401 F.2d 833) de “*materiality*”, critério que aferiria a relevância com base na importância que um “*reasonable man*” ou “*reasonable shareholder*” lhe outorgaria em suas próprias decisões de investimento, se esta influenciaria a contraparte do *insider* caso fosse de seu conhecimento (constituindo, a nosso ver, um critério de analisado sob uma óptica subjetivista objetivada, centrado na decisão individual tendo por referência o padrão do “homem médio”) –; utilizar um critério objetivo ou de valor, que coloque o acento na influência sobre os valores (transferindo o foco para o provável impacto gerado por esta no mercado bursátil, traçando um critério mais objetivista); ou estabelecer um critério misto, que atenda a ambas categorias”, segundo o qual além de influir no investidor, a informação converte-se em *price-sensitive information* (cuja relevância mede-se com base no impacto desta sobre o mercado, não sendo variável entre investidores colocados em situações semelhantes). Via de regra, optam as normativas por pautarem-se em um critério objetivo ou de valor, cuja referência se faz notar no preço dos valores, não bastando a mera possibilidade da divulgação da informação exercer influência sobre a decisão da contraparte, mas exigindo-se que esta influência projete-se sensivelmente no valor das cotações. Cfr. RODRIGUEZ, Luis Ramon Ruiz. *op. cit.*, 149-151. CABANA, Patrícia Faraldo. *op. cit.*, p. 95-96; SEMINARA, Sergio. (*Insider.*) *op. cit.*, p. 203; COSTA, José de Faria. RAMOS, Maria Elisabete. *op. cit.*, p. 53; PINTO, Frederico de Lacerda da Costa. *op. cit.*, p. 78; GOMES, Fátima. *op. cit.*, p. 84.

<sup>282</sup> É *price-sensitive* porque altera o preço, dada a modificação do equilíbrio existente entre a demanda e a oferta, tratar-se-ia, portanto, de uma resposta ao mercado.

<sup>283</sup> SAINZ, Esther Hernández. *op. cit.*, p. 362.

<sup>284</sup> COSTA, José de Faria. RAMOS, Maria Elisabete. *op. cit.*, p. 77; PERES, J. J. Vieira. *op. cit.*, p. 88. “a origem deste elemento encontramos no conceito de “*materiality*” da Securities Regulation norte-americana”. Cfr. SAINZ, Esther Hernández. *op. cit.*, p. 363.

<sup>285</sup> SEMINARA, Sergio. (*El nuevo.*) *op. cit.*, p. 145; QUIROGA, Jacobo López Barja de. *op. cit.*, p. 446.



requisitos de concretude e especificidade, não produz qualquer impacto no valor dos ativos em mercado<sup>286</sup>.

Atentemo-nos, sobretudo, à inexigibilidade de influência efetiva. Vale dizer, a possibilidade de alterar o curso dos títulos não constitui um resultado que integra o tipo ilícito, mas tão somente uma característica do comportamento vedado no sentido da idônea potencialidade para fazê-lo caso fosse revelada ao público<sup>287</sup>.

Do contrário, se requerida fosse a produção efetiva de modificação *in concreto*, levantar-se-iam diversos problemas probatórios entre a relação da imputação objetiva entre a variação do preço e a utilização da informação reservada<sup>288</sup>, mormente se tivermos em conta haver uma vasta gama de fatores influenciadores na formação dos preços, podendo, por vezes, ser difícil – ou até impossível – detectar essa evolução ou regressão dos valores.

Outro aspecto em ênfase é a qualificação da modificação no preço como “sensível”, “notável” ou “considerável”. Ora, compreender o que seria esta sensibilidade requerida, bem como se seria esta passível de ser quantificada é de extrema relevância dentro desta temática.

*Ab initio*, note-se ser inconcebível a estipulação de quantificação sobre o impacto da utilização da informação na alteração dos preços dos títulos, visto que esta engessaria por completo o preceito, já que uma flutuação dos ativos poderia sequer ocorrer<sup>289</sup>.

De ver-se igualmente inaceitável porquanto, para além de ser incompatível com a própria dicção literal<sup>290</sup> do preceito alusivo a um juízo de probabilidade qualitativo da

---

<sup>286</sup> INIESTA, Diego José Gómez. *op. cit.*, p. 365 e 412; PÉREZ, Carlos Martínez-Buján. *op. cit.*, p. 139.

PERES afirma, ainda, dever se “distinguir o que são variações nas cotações decorrentes do jogo da oferta e da procura daquelas que são motivadas por correções técnicas. O conhecimento antecipado de um administrador da sociedade relativamente a um aumento de capital por incorporação de reservas, com emissão de novas ações, a levar a efeito por essa empresa, não deveria ser, por si, uma informação “*price-sensitive*”, já que a modificação da cotação dos valores em causa representa apenas uma reescrita contabilística de determinadas realidades preexistentes e inalteradas (no caso, o mesmo patrimônio passa a estar representado por um número de ações)” Cfr. PERES, J. J. Vieira. *op. cit.*, p. 89.

<sup>287</sup> PINTO, Frederico de Lacerda da Costa. *op. cit.*, p. 78.

<sup>288</sup> SEMINARA, Sergio. (*Insider...*) *op. cit.*, p. 201 e ss.; CABANA, Patrícia Faraldo. *op. cit.*, p. 95-96.

<sup>289</sup> Note-se, todavia, que o preceito espanhol requer, para sua configuração, a obtenção de uma vantagem mínima, sobre a qual recaem dúvidas doutrinárias quanto à sua natureza como condição objetiva de punibilidade ou como resultado típico. Cfr. GUTIÉRREZ, José Zamyra Vega. *Valoración Político-Criminal del Insider Trading como delito económico: la reforma por LO 5/2010, una oportunidad perdida*. In Revista jurídica Universidad Autónoma de Madrid, n.º. 25, 2012, pp. 211-229.

<sup>290</sup> Dado que implica na utilização do tempo verbal infinitivo com valor condicional.

informação<sup>291</sup>, é também inconciliável com o próprio sentido teleológico imanente à norma penal, uma vez que o intento normativo resumir-se-ia na punição de assimetrias qualitativas resultantes da utilização de informações privilegiadas, as quais feririam a igualdade formal entre os investidores.

Impende, assim, emprestar à qualidade de “sensível” interpretação negativa, de modo a repelir do dispositivo todas as hipóteses em que o conhecimento teria capacidade ínfima ou insignificante de influência no fluxo negocial<sup>292</sup>.

Ainda a despeito da idoneidade da informação para influenciar na formação das cotações há que se interrogar sobre como poderá se verificar a potencial capacidade, ou não, desta de fazê-lo. Por óbvio, é imprescindível a realização de um juízo comparativo entre a utilização da informação confidencial e uma possível reação dos mercados aquando lhe fosse conferida publicidade.

Tal confrontação – aliada à presença das demais características essenciais à concessão do caráter privilegiado – poderia, em tese, ser perspectivada a partir de um juízo *ex ante*, situando-se no momento em que o iniciado faz uso da informação, ou *ex post*, pontuando-se posteriormente à divulgação desta.

Evidentemente, a valoração *ex post* – embora possam determinados fatos simultâneos ou posteriores ao uso da informação atuar como prova indireta ou indícios de aptidão para influenciar no valor<sup>293</sup> – levanta sérias dúvidas quanto à sua validade e eficácia, precipuamente se consideramos que, uma vez tornada a informação pública, esta pode não ter o efeito esperado ou não ser esse tão expressivo.

---

<sup>291</sup> Apesar de uma parcela doutrinária fixar a possibilidade de “alteração sensível” como aquela que se destaca, que vai além da média, em face das alterações verificadas no mercado num determinado lapso temporal. Cfr. GOMES, Fátima. *op. cit.*, p. 91; INIESTA, Diego José Goméz. *op. cit.*, p. 183. Este critério, além de ser insuficiente e ignorar o interesse tutelado pela norma, faz emergir questões quanto ao período a ser considerado para tal.

<sup>292</sup> Como bem nos explicam José de Faria Costa e Maria Elisabete Ramos, “este critério quantitativo reduziria as dificuldades interpretativas e poderia contribuir para a certeza e segurança jurídica. Porém, as fragilidades de tal caminho densificador têm sido expostas e denunciadas, tendo em conta, designadamente a “volatilidade” dos valores mobiliários negociados em mercados particularmente reativos. Daí a preferência por critérios flexíveis e de natureza qualitativa”. Cfr. COSTA, José de Faria. RAMOS, Maria Elisabete. *op. cit.*, p. 54. PINTO, Frederico de Lacerda da Costa. *op. cit.*, p. 80; SCHRÖDER, Christian. (2. Kapitel.), *op. cit.*, p. 1179.

<sup>293</sup> PINTO, Frederico de Lacerda da Costa. *op. cit.*, p. 80. A doutrina norte-americana “denomina de *atual market impact*, verificando-se quais os efeitos que a divulgação da informação teve no mercado, eventuais vantagens econômicas obtidas pelo *insider*” Cfr. ALONSO, Leonardo. *Crimes contra o Mercado de Capitais*. Dissertação de Mestrado apresentada ao Departamento de Direito Penal, Medicina Forense e Criminologia da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo: 2009, p. 130.

Este fenômeno pode dar-se em virtude de “boatos” prévios existentes no mercado, os quais conduziram a um aumento ou diminuição no volume de negociações, findando por aproximar a cotação do valor real, e tornando quase imperceptível a alteração quando de sua divulgação; ou mesmo porque fatores outros foram mais preponderantes na formação dos preços dos títulos, cujo valor se estabelece com base em diversas variáveis internas e, até mesmo, exteriores ao próprio mercado de capitais.

Se considerássemos, portanto, a aplicação de um juízo valorativo *ex post*, informações que, em tese, seriam capazes de exercer influência, poderiam, casuisticamente, ter seus efeitos neutralizados e acabar sendo caracterizadas como inidôneas para potencialmente influir no curso dos valores mobiliários, o que, na realidade, seria uma avaliação por deveras falaciosa<sup>294</sup>.

Destarte, a adoção da perspectiva *ex ante* – por meio de juízo de prognose quanto aos prováveis efeitos provenientes da divulgação da informação – coaduna-se mais à intencionalidade protetora da norma, bem ainda resulta coerente com a própria dinâmica das operações de *insider dealing* e com os efeitos irrogados por estas sobre as cotações, tendo importantes repercussões no plano prático.

Assim, deve-se retroagir ao momento da utilização da informação não pública, específica e precisa para análise. Se tal informação, em um juízo *ex ante* de previsibilidade fosse suscetível de incutir intento de compra ou venda de ativos pelo público investidor, esta seria, portanto, capaz de gerar variações na cotação, se tal oscilação fosse sensível, estaremos ante a uma informação privilegiada. Critérios outros podem contribuir, também, na averiguação desta capacidade, tais como o nível de confidencialidade ou segredo da informação, bem como a credibilidade da fonte.

Como é de fácil percepção, referido juízo comparativo trata-se de tarefa árdua, exigindo demasiada competência técnica dada a complexidade dos mercados de valores mobiliários – do contrário, poderia apresentar resultados altamente questionáveis –, razão pela qual, neste âmbito, assume importância ímpar as atividades desenvolvidas pela autoridade de supervisão, cuja forma de atuação, conhecimento técnico específico sobre o funcionamento dos

---

<sup>294</sup> PINO, Ana María Pietro del. *op. cit.*, p. 325-327; CORSETTI, Michelangelo. *op. cit.*, p. 118-119.

mercados e suas circunstâncias, lhe permite fornecer elementos elucidativos para a posterior avaliação das autoridades judiciárias competentes<sup>295</sup>.

---

<sup>295</sup> PINTO, Frederico de Lacerda da Costa. *op. cit.*, p. 80; GOMES, Fátima. *op. cit.*, p. 91.

## 2. Sujeitos do delito

### 2.1. Sujeito ativo

Em continuação, seguindo o tradicional esquema da teoria do delito, dentro dos elementos do tipo objetivo, encontra-se a determinação dos sujeitos ativos. Foquemo-nos, neste momento, nos indivíduos que, na posse de uma informação reservada, aproveitam-se dela, explorando ou transmitindo-a, como veremos mais adiante.

Antes de mais, importa assinalar que, muito embora atualmente conste como entendimento majoritário o reconhecimento da necessidade de sua repressão penal, a criminalização da utilização de informação privilegiada deu-se de modo distinto nos mais variados países, tanto no que concerne as condutas descritas no tipo penal, quanto aos sujeitos perpetradores destas. Assim, dadas as distintas abordagens, optamos por analisar o *spectrum* geral, fazendo anotações pontuais aos tratamentos diferenciados, bem como as consequências oriundas destes.

Mas afinal, quem seria(m) o(s) *insider trader(s)*?<sup>296</sup> Seria esta modalidade delitiva um crime comum ou próprio?

A doutrina classifica os sujeitos ativos em duas grandes categorias os *insiders* primários e *insiders* secundários.

Os iniciados de primeiro grau ou primários<sup>297</sup> são aqueles que possuem uma particular relação com a sociedade emissora dos títulos mobiliários, sendo subdivididos, por sua vez, em duas outras classes consoante a natureza e intensidade desta relação, quais sejam: *corporate* e *temporary insiders*.

---

<sup>296</sup>Embora haja distinção entre os sujeitos *insiders* e *outsiders*, opta-se basicamente pelo emprego do termo “*insider*” de maneira ampla para designar os praticantes de tais ações. INIESTA, Diego José Gómez. *op. cit.*, p. 180.

<sup>297</sup> Em princípio, a especificação dos sujeitos ativos limitava-se tão somente à ideia dos iniciados primários, todavia, esta noção foi expandindo-se no decorrer dos anos, não apenas por uma mera questão de política criminal, mas também pelos diversos escândalos e crises provenientes de abusos de mercado – nomeadamente nos Estados Unidos, Reino Unido e França –, bem como em virtude do papel cada vez mais relevante do setor mobiliário no desenvolvimento econômico, e conseqüentemente social, das sociedades hodiernas.

Os primeiros – também designados por *insiders* societários, internos ou institucionais – delineiam-se pelo vínculo derivado da qualidade de membros dos órgãos de administração<sup>298</sup>, direção, fiscalização<sup>299</sup>, de funções que exerçam ou de participação que detenham no respectivo capital social<sup>300</sup>, isto é, por integrarem a emitente.

Por sua vez, a figura dos *temporary insiders* e dos iniciados não institucionais é definida através de uma relação funcional entre a atividade profissional ou empresarial desempenhada pelo indivíduo – seja permanente, temporária ou ocasional, v.g. advogados, contabilistas, consultores, etc. –, relacionada à entidade emissora – ainda que não pertençam a mesma<sup>301</sup> –, ou mesmo por pessoas que exercem profissão ou função pública, através das quais tenham acessos às informações reservadas<sup>302</sup>. Esta conceituação implica o acolhimento de uma noção intermediária de *insider*<sup>303</sup>.

---

<sup>298</sup> Levanta-se aqui a dúvida se seriam enquadráveis na categoria dos membros do órgão de administração os administradores de fato, ou seja, aqueles que, apesar de formalmente não estarem incluídos no quadro geral dos administradores, exercem poderes de gestão (Cfr. ABREU, Jorge Manuel Coutinho de. RAMOS, Maria Elisabete. PEREIRA, Alexandre Dias. DIAS, Gabriela Figueiredo. *A responsabilidade civil de administradores e de sócios controladores*, Coimbra: Almedina, 2004, p. 40 e ss.). Ora, tal interpretação exorbitaria a prescrição típica – salvo quando expressamente inclua o tipo ilícito estes sujeitos –, conduzindo-nos a uma analogia *in malam partem*, ferindo, por óbvio, o princípio da legalidade. Cfr. COSTA, José de Faria. RAMOS, Maria Elisabete. *op cit.*, p. 86-87.

<sup>299</sup> A razão de ser da inclusão destes, como agentes típicos, está estritamente conectada com o fato de, por intervir a sociedade no mundo jurídico por intermédio do órgão administrativo – cuja atividade compete à formação e expressão da vontade juridicamente imputável aquela (Cfr. ABREU, Jorge Manuel Coutinho de. *Curso de Direito Comercial*, vol. II, 4ª ed., Coimbra: Almedina, 2011, p. 57) – motivo pelo qual produzem grande quantidade de informações de elevada relevância, impelindo ao desenvolvimento de sua atividade também o fluxo de aludido acervo informacional. De igual modo, aplica-se a motivação da inserção dos membros dos órgãos de fiscalização, por lhes incumbir o controle da administração empresarial, findando por obter, conseqüentemente, conhecimento das informações produzidas por aquele. Cfr. COSTA, José de Faria. RAMOS, Maria Elisabete. *op cit.*, p. 63-68.

<sup>300</sup> Note-se que, desde que o tipo não faça qualquer menção qualitativa ou quantitativa, é irrelevante a fração do capital social detido pelo sócio. Em um primeiro momento, isso nos soa descabido, mormente se tivermos em conta a diferenciação da proximidade, com relação à sociedade anônima, existente entre os sócios de posição relevante e os sócios minoritários. Entretanto, para que se enquadre neste âmbito, é obrigatória a verificação de um nexos causal entre a posse da informação reservada e a qualidade de acionista da emissora, equivale dizer, deve-se comprovar que a informação foi obtida em razão de sua qualidade de titular de uma participação social daquela. *Ibid.*, p. 77-79.

<sup>301</sup> RODRIGUEZ, Luis Ramon Ruiz. *op. cit.*, p. 275.

<sup>302</sup> PINTO, Frederico de Lacerda da Costa. *op. cit.*, p. 70; COSTA, José de Faria. RAMOS, Maria Elisabete. *op cit.*, p. 61; GOMES, Fátima, *op. cit.*, p. 67; PÉREZ, Carlos Martínez-Buján. *op. cit.*, p. 139; CABANA, Patrícia Faraldo. *op. cit.*, p. 87-88; BASOCO, Juan M. Terradillos. *op. cit.*, p. 170. Não se enquadram, aqui, portanto, aqueles que obtém a informação de modo puramente casual. SEMINARA, Sergio. (*Insider.*) *op. cit.*, p. 133. Esta classificação permite considerar como sujeitos mesmo aqueles que não sejam profissionais *stricto sensu*, mas que tenham tido acesso reservado à informação INIESTA, Diego José Gómez. *op. cit.*, p. 388.

<sup>303</sup> PÉREZ, Carlos Martínez-Buján. *op. cit.*, p. 139.

Desta forma, a designação como iniciado primário, qualificado ou *intraneus*, exige certas qualidades ou relações especiais do sujeito com as fontes de informação<sup>304</sup>, o que nos conduz a classificar o abuso de informação privilegiada perpetrada por estes como um *delictum proprium* ou delito específico próprio, na medida em que sobre estes pesa não apenas uma especial qualidade, mas também um dever de sigilo<sup>305</sup>.

Já a determinação dos *insiders* secundários,<sup>306</sup> também comumente nomeados de *tippees*<sup>307</sup> ou *outsiders*, parte de uma construção residual do conceito, sendo todo aquele que não enquadrado como iniciado de primeiro grau<sup>308</sup>, ou seja, é todo aquele que não revestindo as qualidades daqueles, toma conhecimento de uma informação privilegiada – a que acederam de forma mais ou menos casual – e utilizam-na<sup>309</sup>.

Assim, por não precisar, esta modalidade, qualquer qualidade ou dever especial acerca dos agentes, classifica-se como um crime comum, na medida em que pode ser cometido por qualquer pessoa.

É de se notar caracterizar a Directiva de 2003/6/CE, neste âmbito, uma marco na legislação europeia, pois, até então, para imputar a conduta a um *outsider* era imprescindível que este tivesse acedido à informação privilegiada por intermédio de um *insider* primário<sup>310</sup>, passando, posteriormente, a valer-se da neutralidade da fonte<sup>311</sup>, ou seja, independentemente de como tenha acedido à informação<sup>312</sup>, se a utilizar, subsumir-se-á o iniciado secundário ao tipo

---

<sup>304</sup> PINTO, Frederico de Lacerda da Costa. *op. cit.*, p. 70-71.

<sup>305</sup> DIAS, Jorge de Figueiredo. *Direito Penal. Parte Geral. Tomo I. Questões Fundamentais. A Doutrina Geral do Crime*. 2ª ed. Coimbra: Coimbra Editora, 2007, p. 304.

<sup>306</sup> Com relação a particular questão do enquadramento dos jornalistas, em contraste inclusive ao seu dever informativo, vide GODINO, Inês Fernandes. *Abuso de Informação e a Função de Jornalista*. In *Revista Portuguesa de Ciência Criminal*. ano 12, n.º. 1, jan-março de 2001, pp. 459-495.

<sup>307</sup> Como já nos referimos anteriormente, o *tippee* é aquele que recebe a informação por meio de “dica” do *tippeer*, que, por sua vez, é que fornece a “dica” (*tip*).

<sup>308</sup> PARK, Tido. (*Schwerpunktbereich...*) *op. cit.*, p. 211.

<sup>309</sup> Devemos distinguir, aqui, dos *tippees* – receptores de conselhos – os *aiders* (ajudantes, cúmplices) e os *abbetors* (indutores). Cfr. CABANA, Patrícia Faraldo. *op. cit.*, p. 81.

<sup>310</sup> ANDRADE, Manuel da Costa. Artigo 196º. In DIAS, Jorge Figueiredo (dir.). *Comentário Conimbricense do Código Penal. Parte Especial, Tomo I, artigos 131º a 201º*. Coimbra: Coimbra Editora, p. 807.

<sup>311</sup> A modificação do pensamento europeu possivelmente deveu-se, não apenas aos problemas probatórios decorrentes da origem da obtenção da informação relevante, mas também em consideração ao próprio bem jurídico.

<sup>312</sup> Nesse sentido, polémica revela-se quanto à constitucionalidade da parte final do artigo 378º, n.º.1, alínea d) do CVM português, cuja redação menciona “quem disponha de informação privilegiada que, por qualquer forma, (...) suponha a prática de um fato ilícito”. Ora, considerando-se que uma das vertentes fulcrais do princípio da legalidade criminal “é, precisamente, a exigência de determinabilidade dos elementos do tipo legal de crime”, a

penal, desde que saiba tratar-se de informação privilegiada<sup>313</sup>. Ampliou-se, assim, o círculo de agentes típicos e, conseqüentemente, as margens de punibilidade do tipo<sup>314</sup>.

Alguns ordenamentos optaram por também reprimir criminalmente de modo autônomo a figura do *insider* secundário<sup>315</sup> sempre que este utilize uma informação privilegiada que lhe tenha sido comunicada por um iniciado de primeiro grau, desde que esteja consciente de que dita comunicação resulta da violação de um dever de manutenção de sigilo que incumbe ao primário<sup>316</sup>.

Sem embargo, é inquestionável que a informação relevante, com base na qual atua o *extranei*, possa ter natureza distinta, não apontando necessariamente relação de causalidade com aqueles indivíduos sob os quais pende dever fiducial para com a emitente, porquanto nada impede que o agente se valha de meios lícitos (captar por acaso uma conversa na fila de um estabelecimento comercial) ou até mesmo ilícitos (por intermédio de interceptações telefônicas desautorizadas)<sup>317</sup>.

Alguns países optaram pela criminalização tão somente das condutas praticadas por iniciados primários, como é o caso do Brasil<sup>318</sup>. Outras nações decidiram incluir os *outsiders*,

---

qual não está cumprida neste trecho, violada está a legalidade criminal, por não cumprir o princípio da determinação do tipo. Cfr. COSTA, José de Faria. RAMOS, Maria Elisabete. *op cit.*, p. 92.

<sup>313</sup> Consoante o artigo 4º da Directiva 2003/6/CE, “os Estados-Membros asseguram que os artigos 2º e 3º também se aplicam a qualquer pessoa não referida nesses artigos que detenha informação privilegiada, desde que a mesma saiba ou lhe seja exigível saber que se trata de informação privilegiada”.

<sup>314</sup> COSTA, José de Faria. RAMOS, Maria Elisabete. *op cit.*, p. 31, p. 92-93.

<sup>315</sup> Como o caso suíço e anglo-saxônico, por exemplo.

<sup>316</sup> PÉREZ, Carlos Martínez-Buján. *op. cit.*, p. 140.

<sup>317</sup> CASTELLAR, João Carlos. *op. cit.*, p. 121; GOMES, Fátima. *op. cit.*, p. 71.

<sup>318</sup> Na realidade, no Brasil, há intensa discussão quanto a classificação desta modalidade delitiva (art. 27-D da Lei nº. 6.385, de 07 de dezembro de 1976), alegando alguns tratar-se de crime comum, sob fundamento de que, em que pese exija o tipo um “dever de sigilo”, não requereria um nexo de causalidade entre o conhecimento do sigilo e o cargo ocupado pelo agente, uma vez que, fundado no art. 155, §4 da Lei 6404/76, este dever passaria a constituir uma obrigação a qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso (Cfr. DE SANCTIS, Fausto Martin. *Punibilidade no Sistema Financeiro Nacional*. Campinas: Millennium Editora, 2003, p. 109-110; CORSETTI, Michelangelo, p. 123). Ora, tal presunção é inadmissível, mormente se considerarmos alicerçar-se o direito penal no plano da certeza, sob pena de subverter a tão estimada segurança jurídica. Tampouco é cabível o uso de interpretação extensiva em normas penais incriminadoras, sendo ainda vedada a analogia *in malam partem*. É imperioso, portanto, respeito ao princípio de determinação, do contrário se lesionaria a legalidade criminal. Assim, entendemos cuidar-se de crime próprio, por reclamar a existência de um dever de manutenção de sigilo, pré-existente, com relação à informação privilegiada, para a sua configuração do tipo objetivo de ilícito. Ademais, se fosse adotada a ideia de crime comum, nesta hipótese, seriam igualmente sancionados sujeitos que se encontrariam, sob o ponto de vista do desvalor da ação, em posições distintas, o que, ao nosso ver, não apresentaria qualquer proporcionalidade. Por fim, não nos olvidemos que, embora não sejam passíveis de sanção penal, podem tais sujeitos serem administrativamente punidos pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), se



seja com a liberalidade da fonte ou reclamando sua procedência originária de um *insider* de certa forma relacionado à emissora, desde que tenha conhecimento de que se trata de uma informação privilegiada.

Críticas severas foram esboçadas à extensão do círculo de agentes típicos, asseverando a necessidade de restrição tão somente aos sujeitos que se encontram habitualmente em uma posição de superioridade com relação à massa de investidores<sup>319</sup>, sob fundamento de que a incriminação de sujeitos, sem qualquer vínculo profissional ou empresarial, desnaturalizaria a origem e finalidade do delito, bem como comportaria elevados custos econômicos, uma vez que obstaculizaria a busca de informações relevantes, conduzindo à ineficiência do mercado<sup>320</sup>, e gerando situações contrárias à lógica, como seria sancionar alguém que fortuitamente escuta uma conversa entre dois administradores e utilizam uma informação captada<sup>321</sup>.

Ora, não nos parece que seja o caso, primeiramente porque a proibição não é adversa à busca informativa, mas tão somente a utilização de uma informação considerada privilegiada, a qual representa uma situação de superioridade informativa ilegítima com relação aos demais intervenientes do mercado.

Além disso – embora existam certas classes de sujeitos especialmente proclives ao uso de informações reservadas –, a inserção de um sujeito ativo comum está em sintonia com a objetividade jurídica tutelada<sup>322</sup>, e não com qualquer dever de fidelidade. Deste modo, se a sanção fundamenta-se na implicação de um ataque ao princípio da igualdade de oportunidades, bem como no ataque à confiança na capacidade de funcionamento do mercado acionário, então tanto deve sancionar-se o *outsider* com conhecimento da infração do *insider* como quando sua informação privilegiada se adquire por azar (*casual tippee*), desde que tenha conhecimento tratar-se de uma informação reservada e a utilize – ou, consoante a legislação de determinados

---

demonstrado o acesso e utilização de informação reservada. Cfr. EIZIRIK, Nelson. GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.*, p. 110-111.

<sup>319</sup> A experiência anglo-saxônica “demonstra que certos intermediários, e com especial ênfase os ‘*investment banks*’, são os principais iniciados, sobretudo no mercado das OPAs dado que é transladável ao âmbito continental”, razão pela qual entendem ser preferível, por uma questão do princípio da intervenção mínima, que o delito se configure como um delito especial em sentido estrito. Cfr. CABANA, Patrícia Faraldo. *op. cit.*, p. 88.

<sup>320</sup> SEMINARA, Sergio. *op. cit.*, p. 132 e 175 e ss.

<sup>321</sup> CABANA, Patrícia Faraldo. *op. cit.*, p. 83.

<sup>322</sup> VOLK, Klaus. *Strafrecht gegen Insider? Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht*, vol. 142, 1978, n.º. 1, p. 11. Para o autor, “não é justificável nenhuma discriminação entre os grupos singulares de *insiders*”.

países, transmita-a –, dado que, neste caso, atinge-se também os bens jurídico-penalmente tutelados pela norma<sup>323</sup>, cuja base não corresponde a uma relação de fidúcia, mas em interesses supraindividuais.

Os países que findaram por inserir o *insider* secundário em seu preceito primário<sup>324</sup> determinaram sanções mais severas aos de primeiro grau do que àqueles, em face do perigo maior de lesão ao bem jurídico decorrente da relação especial que com este mantém<sup>325</sup>, pesando maior reprovabilidade social sobre a conduta pela ruptura de uma relação de confiança, diferentemente do que ocorre com aquele que acede à informação sem violá-lo<sup>326</sup>. Ora, é inegável o maior desvalor da ação daqueles.

Não podemos perder da lembrança que alguns países<sup>327</sup>, equiparando à sanção prevista aos *insiders* de primeiro grau, preveem também a punibilidade de qualquer pessoa que esteja na posse de informações privilegiadas em virtude da preparação ou execução de atividades criminosas – ou “através de um fato ilícito”, como se refere o legislador português – e realize qualquer das condutas que sejam estabelecidas como *insider trading* (ordenar, negociar, transmitir ou recomendar). Assim, por exemplo, se um indivíduo acede a uma informação reservada por intermédio de um “grampo” ilegal e a utiliza, seja recomendando, transferindo ou negociando, incorrerá igualmente no delito de abuso de informação privilegiada.

---

<sup>323</sup> QUIROGA coloca que “para evitar essa conclusão se tem mantido que os *tippees* quando adquirem a informação privilegiada de um *insider* com conhecimento de que este infringiu o dever de fidelidade, então assumem um “dever de fidelidade derivado” que seria o que infringe o *outsider*”. Desta maneira, fundamenta o autor a exclusão dos casos em que o acesso da informação foi devido ao azar (Cfr. QUIROGA, Jacobo López Barja de. *op. cit.*, p. 342). Entretanto, esta aceção trata-se de mera incorporação de uma construção teórica norte-americana e, ademais, como veremos, a tipicidade não decorre da posse de uma informação reservada, mas sim de seu uso ou repasse.

<sup>324</sup> Certos casos de operações baseadas em informação reservada ocorridos nos mercados internacionais de valores mobiliários – nomeadamente nos Estados Unidos, Reino Unido e França – evidenciaram a responsabilidade do “*tippee*”, determinando sua inclusão dentre os agentes típicos. (Cfr. CABANA, Patrícia Faraldo. *op. cit.*, p. 84-85). Em Portugal, por exemplo, o artigo 378º do CdVM prevê na al. a) a figura dos *corporate insiders*, na al. b) e c) os *temporary insiders* e em seu n.º 2 abarca os denominados *outsiders* ou *tippees*.

<sup>325</sup> Aqueles mantêm especial relação em todos o CdVM, tanto no que pertine à matéria infracional, relativa à responsabilização em matéria de informação, bem ainda sujeição ao segredo profissional, como também no que toca “em matérias de Direito privado (inibições de exercício de direitos, responsabilidade civil, limitações dos poderes de administração) e de Direito administrativo (interrupções de negociação, suspensão ou proibição das ofertas públicas de subscrição, deveres de informação aos órgãos de supervisão e gestores dos mercados)”. Cfr. PINTO, Frederico de Lacerda da Costa. *op. cit.*, p. 71.

<sup>326</sup> FILHO, José Leite. *op. cit.*, p. 104-105.

<sup>327</sup> Tal como o faz a Itália (art. 184, n.º 2, DL n 58/98), a Alemanha (§38, Abs. 2, al. d, do WpHG) e Portugal (art. 378º, n.º 1, al. c, do CdVM).

De toda sorte, ainda naqueles países que não admitam, de qualquer modo, os *outsiders* como agentes típicos, pela teoria da comparticipação poder-se-á eventualmente cobrir as lacunas de punibilidade face às condutas merecedoras de pena.

Para coibir a existência de lacunas de punibilidade nas hipóteses em que o agente se valesse de um sujeito não qualificado quando estivesse excluído do círculo de possíveis agentes típicos, admitem muitos ordenamentos como típico o cometimento do delito de *insider trading* direta ou indiretamente, equivale dizer, por “pessoa interposta”<sup>328</sup>.

Por intermédio desta locução, vislumbra-se a incriminação de operações com informação privilegiada perpetrada mediante fiduciários ou testas de ferro<sup>329</sup> – incluindo-se, aqui, tanto a utilização de pessoas físicas como de pessoas coletivas –, emprestando seu nome, documentos e/ou conta bancária, para a realização da operação (seja de aquisição ou cessão de valores) que, na realidade, são efetuadas pelo *insider* primário<sup>330</sup>. Esta consideração é extensível às hipóteses em que se pratica a transmissão de uma informação por intermédio de outra pessoa, quando preveja a legislação o enquadramento desta conduta no núcleo do tipo<sup>331</sup>.

Objetiva-se, desta forma, não eximir o iniciado primário de punição nestas situações, permitindo-se dispensar de castigo o *extraneus* que tenham atuado como autêntico instrumento daquele (como um “laranja inconsciente”), uma vez que desprovido de dolo ou sob coação irresistível, por exemplo<sup>332</sup>.

---

<sup>328</sup> Note-se que a referência da realização da ação típica por pessoa interposta possui sua mais imediata precedência na legislação italiana das operações de iniciados. Há quem aduza que “a ausência da menção aludida não deve fazer olvidar a existência de outros mecanismos, tais como a autoria mediata ou a atuação no lugar de outro, idôneos para permitir em muitos casos a incriminação do iniciado que trata de lograr sua impunidade. O verdadeiramente difícil será, na realidade, provar a conexão do iniciado primário com a operação realizada por outra pessoa física ou jurídica”. PINO, Ana María Pietro del. *op. cit.*, p. 387.

<sup>329</sup> Estes também são denominados como “hombre de paja”, pela doutrina espanhola.

<sup>330</sup> Abarcam-se, aqui, portanto, nos dizeres de Fátima Gomes, “as situações de interposição fictícia ou simulação, admitindo que a operação é realizada para produzir efeitos na esfera jurídica de um terceiro, situado entre o ‘mandante’ e o intermediário financeiro, que os procurará transferir para o ‘mandante’, em fraude à lei”. GOMES, Fátima. *op. cit.*, p. 79.

<sup>331</sup> GUTIÉRREZ, José Zamyra Veja. *op. cit.*, p. 410; PINO, Ana María Pietro del. *op. cit.*, p. 387-388. Como veremos, a seguir, há diversidade na adoção dos verbos núcleos do tipo.

<sup>332</sup> Apesar de serem comumente utilizados como sinônimos, parte da doutrina traça distinção entre o “laranja” e o “testa de ferro”, atribuindo ao primeiro um caráter mais ingênuo ou ignorante, em que desconhece por completo a situação, as consequências desta ou sequer sabe que estão utilizando o seu nome, por vezes assinando documentos sem conhecimento da repercussão que podem ter seus atos ou até, em casos mais extremos, podem estar seus dados sendo utilizados sem a sua ciência (face à perda ou extravio de documentos pessoais, por ex.). Já o “testa de ferro” seria aquele que busca ocultar a identidade de quem realmente opera por trás de seus dados, mas que não quer ou não pode revelar-se.

Admite-se, todavia, responsabilizar penalmente ao “testa de ferro” como partícipe<sup>333</sup> na execução de uma infração especial própria, em virtude do princípio da acessoriedade, desde que tenha ciência de que a informação da qual se valem é privilegiada, bem como que está sendo utilizada antes de a generalidade dos investidores acederem a ela<sup>334</sup>.

Assim, cabe caracterizar este delito, no que pertine aos seus sujeitos, como unissubjetivo, visto que pode ser perpetrado individualmente pelo agente, admitindo, entretanto, concurso eventual de pessoas.

Por derradeiro, ainda que por uma opção político-criminal se tenha optado pela punição exclusivamente de pessoas físicas – visando obstar a existência de zonas livres de responsabilização penal destas<sup>335 / 336</sup> –, levanta-se questão pertinente atinente à responsabilização nas grandes e complexas empresas modernas<sup>337</sup>, cuja organização de pauta em modelos de associação jurídica, como o de *holding*, *lobby* ou *trust*.

A pergunta que se faz é se nestes casos, quando acedem e se utilizarem de uma informação privilegiada originária de uma das sociedades do grupo, os membros diretores das outras sociedades do grupo convertem-se os potenciais *corporate insiders* ou se a obtenção

---

<sup>333</sup> Lembrando-se que “a punibilidade dos partícipes encontra seu fundamento na contribuição causal dos partícipes ao fato antijurídico do autor” PINO, Ana María Pietro del. *op. cit.*, p. 394.

<sup>334</sup> PÉREZ, Carlos Martínez-Buján. *op. cit.*, p. 140; PINO, Ana María Pietro del. *op. cit.*, p. 387-388; BASOCO, Juan M. Terradillos. *op. cit.*, p.172. Por vezes, dependendo da construção típica, exige-se, ainda, a ciência cumulativa de que a obtenção e uso da informação decorrem de uma infração ao dever de lealdade do *insider*.

<sup>335</sup> José de Faria Costa e Maria Elisabete Ramos nos advertem para o fato de que as “emitentes que violem a proibição de transmissão e do uso de informação privilegiada fora do âmbito normal de funções, com dolo ou negligência, serão objeto de responsabilidade contraordenacional (artigos 248º, n.º. 4, e 394, n. 1, alínea i) do CdVM. Admite-se, ainda, que as pessoas coletivas sejam demandadas civilmente em processo penal, para efeitos de apreensão de vantagens do crime e reparação de danos, na exata medida em que a sua carteira de ativos esteja envolvida nos fatos criminosos (art. 378º, n.º. 7, do CdVM)”. Cfr. COSTA, José de Faria. RAMOS, Maria Elisabete. *op. cit.*, p. 89-90.

<sup>336</sup> Em consonância, inclusive, com as disposições emanadas da Directiva 2003/6/CE, cuja redação afirma que quando a pessoa “for uma pessoa coletiva, a proibição imposta nesse número aplica-se igualmente às pessoas singulares que participem na decisão de efetuar a operação por conta da pessoa coletiva em causa”. Esta opção justifica-se, precipuamente, “numa altura em que a valoração judicial destas práticas ilícitas não atingiu ainda a sedimentação desejável”. Cfr. PINTO, Frederico de Lacerda da Costa. *Crimes económicos e mercados financeiros*. In Revista Brasileira de Ciências Criminais, ano 10, n.º. 39, 2002, p. 35.

<sup>337</sup> Outro problema específico a ser colocado – à parte do supra referido, entretanto, ainda relacionado às complexidades das atuais constituições empresariais – “é o da posição em que ficaria o acionista de uma sociedade não emissora que, através de seus órgãos de direção (a sociedade seria *insider* secundário), realiza as condutas proibidas, sendo o acionista conhecedor do uso da informação privilegiada e beneficiando-se, portanto, da mesma mediante as ganâncias obtidas pela própria sociedade. Se o acionista não participa na decisão de utilizar a informação, fica fora do âmbito de proibição, já que a única obrigação que teria que cumprir seria a de tentar evitar que se produza a operação ilícita, porém em nenhum caso poderia ser considerado como iniciado primário”. Cfr. RODRIGUEZ, Luis Ramon Ruiz. *op. cit.*, p. 274.

desta enquadrar-se-ia por intermédio de sua profissão ou função (como *temporary insiders*) ou, ainda, se seriam considerados como meros iniciados secundários<sup>338</sup>.

Sob o nosso ponto de vista, a resolução da questão prende-se muito mais com a forma de acesso à informação, se acede à informação por sua qualidade de administrador de uma das empresas do grupo que não a matricial\_– posto que, neste caso, por óbvio, seria subsumir-se-ia à qualificação de iniciado de primeiro grau –; se a alcança na qualidade de mero funcionário, em razão de sua profissão ou função; ou se, do contrário, a obtém independentemente de quaisquer destas características.

---

<sup>338</sup> *Ibid.*, p. 272-273.

## 2.2. Sujeito passivo

Dada a preponderância do interesse supraindividual tutelado pela norma de abuso de informação privilegiada – ao invés de uma visão do mercado enquanto justaposição de posições individuais –, e, tendo-se em vista que tais condutas violam a igualdade de oportunidades e minam a confiança na capacidade de funcionamento no mercado de valores mobiliários – importante mecanismo de aforro e motor propulsor da economia mundial hodierna –, finda por colocar em causa a existência do mercado acionário, e por consequência, a própria economia, inclusive em escala global, o que nos leva a concluir estarmos frente a um sujeito passivo coletivo, representado pelo Estado – na medida em que este é o maior interessado na manutenção da economia, até por um mandamento constitucional de sua proteção –, e, consequentemente na comunidade no geral<sup>339</sup>.

---

<sup>339</sup> COSTA, José de Faria. RAMOS, Maria Elisabete. *op. cit.*, p. 37; CASTELLAR, João Carlos. *op. cit.*, p. 121-122; PÉREZ, Carlos Martínez-Buján. *op. cit.*, p. 137; FILHO, José Leite. *op. cit.*, p. 105.

### 3. Condutas

#### 3.1. Condutas típicas

Não há um consenso universal acerca das condutas criminalmente relevantes consubstanciadoras do *insider trading*. Alguns países apresentam uma formulação mais restritiva das ações típicas – como é o caso do Brasil – enquanto outros uma mais ampla, incluindo diversas ações no núcleo do tipo – como Portugal, Alemanha, Itália e Espanha, por exemplo<sup>340</sup>.

De toda sorte, é cediço não ser crime o simples conhecimento ou detenção de uma informação que reúna as características de privilegiada, mas o seu uso que se materializa em algumas ações típicas.

Tais comportamentos podem consubstanciar proibições de atuação interna, implicando na realização de uma transação, como aquisição ou cessão de títulos com base em informação reservada; ou proibições de atuação externa, irradiando o seu âmbito de atuação à exterioridade, por intermédio de sua transmissão ou recomendação de operação, por exemplo<sup>341</sup>.

Passemos, então, a analisar as formas de conduta que pode assumir o abuso de informação privilegiada no mercado de valores mobiliários<sup>342</sup>.

---

<sup>340</sup> De ver-se que nos países que fazem alusão à mais de uma ação típica, dada a diversidade dos verbos que compõem o núcleo do tipo, a *fattispecie* classifica-se como um crime de ação múltipla ou tipo misto alternativo, em que o delito perfaz-se com a mera realização de um dos comportamentos previstos, equivale dizer “qualquer um dos comportamentos descritos é proibido e criminalmente relevante por si só. Isto é, cada um dos fatos realiza o tipo independentemente dos outros”. Acrescenta o autor que a realização plúrima do tipo, por meio de várias ações nele descritas, pode ocasionar casos de concurso efetivo de normas *intra-típicos*, ou seja, dentro do próprio tipo legal. Cfr. PINTO, Frederico Lacerda da Costa. (*O novo..*) *op. cit.*, p. 72.

<sup>341</sup> QUIROGA, Jacobo López Barja de Quiroja. *El “Insider Trading”*. In Anuario de derecho penal y ciencias penales (ADPCP), Tomo 46, n.º. 3, 1993, p. 1042.

<sup>342</sup> José de Faria Costa e Maria Elisabete Ramos nos ensinam ser a tutela penal fragmentária, acrescentando que “a ordem jurídico-penal não protege, não quer proteger todos os bens jurídicos. Só certos e determinados bens, os que ascendem à dignidade penal, vão se beneficiar da proteção que o direito penal lhes confere. De uma forma complementar, há que perceber que a essa função primacial se agrega, além de outras, a função de garantia. Através do direito penal definem-se rigorosamente os comportamentos penalmente relevantes. E esta atividade legiferante constitui uma garantia. (...) E, deste modo, constitui-se uma barreira, uma defesa à tendência centrípeta de esmagamento que o poder do Estado sempre desenvolve em face dos direitos fundamentais da pessoa humana. Exigência que não se dilui ou pouca no direito penal económico. Embora o direito penal económico conheça

O primeiro comportamento típico a que se faz referência é ao ato de ordenar, com base em informação privilegiada, subscrição, aquisição, venda ou troca de valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros.

De princípio, incumbe-nos esclarecer ser a ordem o ato pelo qual o cliente dá instrução a um intermediário financeiro<sup>343</sup> para que se proceda a execução de uma operação com valores mobiliários, em seu nome e nas condições que especificar<sup>344</sup>. O fundamento subjacente à inclusão desta conduta na repressão penal respeita a regra de que, nos mercados organizados, não há, via de regra, negociações diretas entre demandante e ofertante, sendo normalmente intermediadas por membros do mercado. Deste modo, fica vedado ao investidor possuidor de informação *insider* de emitir ordens quer de subscrição, aquisição, venda ou troca de valores mobiliários<sup>345</sup>.

Outra conduta criminalmente repreendida é o ato de negociar com base em informação reservada.

No que tange à esta modalidade, partindo-se de um entendimento de que a mudança legislativa portuguesa, ao deixar de mencionar expressamente a “aquisição ou alienação” de valores mobiliários embasados em informação reservada, passando a incorporar a expressão “negociar”, cujo âmbito se afigura mais amplo, findou por expandir o leque de comportamentos sancionáveis<sup>346</sup>.

Incumbe notar, no entanto, não ser este o vocábulo empregado unanimemente pelos legisladores, valendo-se alguns das expressões “utilizar” ou “usar” informação relevante “em negociação” com valores mobiliários<sup>347</sup> e outros do termo “acquire, vende ou executa outra

---

alguma plasticidade na definição dos comportamentos penalmente relevantes, é certo que, de modo algum, abdica da dimensão garantística que essa definição concretiza”. Cfr. COSTA, José de Faria. RAMOS, Maria Elisabete. *op. cit.*, p. 94.

<sup>343</sup> Podemos citar, a título exemplificativo, como intermediários financeiros as sociedades corretoras, designadas por *brokers*, e as sociedades financeiras de corretagem, nomeadas de *dealers*. Cfr. COSTA, José de Faria. RAMOS, Maria Elisabete. *op. cit.*, p. 55.

<sup>344</sup> Assim, transmitida a ordem de compra ou venda de títulos, por exemplo, à intermediária financeira, esta procederá ao lançamento da ordem, caso haja outra de mesmo valor no sentido contrário, fechar-se-á o negócio.

<sup>345</sup> COSTA, José de Faria. RAMOS, Maria Elisabete. *op. cit.*, p. 95-96.

<sup>346</sup> RODRIGUEZ, Luis Ramon Ruiz. *op. cit.*, p. 216.

<sup>347</sup> Como é o caso brasileiro (art. 27-D, da L6385/76) e espanhol (art. 285 do CPes). Críticas são esboçadas a estes modelos assentando não ter sido a técnica empregada das melhores. Afirmam os autores que a utilização da informação relevante deve estar estritamente vinculada à negociação (como se constituísse essa o núcleo da ação), chegando alguns a mencionar que esta modalidade deve entendida como uma negociação indevida que leva a cabo o iniciado. Cfr. FILHO, José Leite. *op. cit.*, p. 105; PÉREZ, Carlos Martínez-Buján. *op. cit.*, p. 141.



operação”<sup>348</sup>, ou, como simplesmente faz o preceito francês, prever a realização de “uma ou mais operações”.

Sem embargo, diante da formulação da incriminação pelos diversos países sob exame, questiona-se o que entenderiam tais ordenamentos por tais expressões, equivale dizer, até que ponto deve-se desenvolver o ato para que passe a ser inserido na órbita do delito de *insider dealing*? Pressuporia o aperfeiçoamento do negócio jurídico?

A doutrina permanece silente, abstendo-se de exercer qualquer juízo de valor neste diapasão. Contudo, tendo em vista que o preceito português faz alusão expressa à emissão de ordem de subscrição, aquisição, venda ou troca de valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros (com base em informação privilegiada), entendemos que, nas hipóteses de negociação, exige-se o aperfeiçoamento do negócio – no sentido de, por exemplo, ter sido efetivamente concretizada a aquisição ou alienação.

Por outro lado, nos ordenamentos que se referem ao uso de informação privilegiada em negociação, posicionamo-nos na linha de que qualquer ato eivado pelo conhecimento desta já basta para a sua configuração, englobando estes uma vasta gama de comportamentos ativos, inclusive o ato de cancelamento de operação em curso em virtude da ulterior posse de informação privilegiada que se revela desvantajosa ao sujeito<sup>349</sup>. Assim, o mero ato de ordenar subscrição, aquisição, venda ou troca de valores mobiliários, fundamentado em informação reservada, independentemente do retorno da contraparte – a qual pode sequer existir – no sentido da formulação do negócio, já seria suficiente.

Isto porque, do nosso ponto de vista, ao emitir uma ordem alicerçada no uso de uma *inside information*, já teria realizado a conduta, uma vez que independerá deste – mas da existência de uma contraparte com ordem em sentido diametralmente oposto – a conclusão do negócio. Do contrário, estaríamos criando um vácuo incoerente de punibilidade.

---

<sup>348</sup> Como faz o preceito italiano (art. 184, n.º. 1, al. a., DL 58/98). Observe-se, entretanto, que o preceito alemão mantém a repressão unicamente no sentido de sancionar aquele que “adquire” (*erwirbt*) ou “vende” (*veräußert*) (§38, Abs. 1, WpHG).

<sup>349</sup> CIPRIÁN, Daniel Ferrandis. GARAY, Lúcia Martínez. *op. cit.*, p. 142. Neste aspecto, é facilmente perceptível que o verbo nuclear “utilizar” acaba incorporando uma gama de situações mais amplas, sendo, portanto, mais favorável.

Além do mais, deve-se atentar sempre a imperiosidade de subsistência de uma relação de causalidade entre a celebração do negócio e o conhecimento sobre uma informação privilegiada<sup>350</sup>, sob pena de o comportamento ser considerado atípico<sup>351</sup>.

As próximas ações, diferentemente das antecedentes, exigem a intervenção ativa ou passiva de terceiras pessoas<sup>352</sup>, trata-se das hipóteses de transmissão e aconselhamento ou recomendação.

A primeira vedação, de índole externa, consiste na proibição aos sujeitos de transmitirem ilicitamente uma informação privilegiada. Valemo-nos da expressão “ilicitamente”, tendo em vista a imprescindibilidade de tal propagação se dar de modo não autorizado, isso porque a transmissão e fluxo informacional intraempresarial dentro do normal contexto de execução do cargo, trabalho, serviço, profissão ou função pública é perfeitamente legítimo e até essencial ao desenvolvimento das atividades internas de uma sociedade<sup>353</sup>.

A *ratio* da inclusão desta ação traduz-se na ideia de elevação exponencial do risco consoante se gera um aumento dos sujeitos que se encontrariam em posição de vantagem face à transmissão<sup>354</sup>.

---

<sup>350</sup> Quanto à negociação, cabe ainda um último questionamento: haveria relevância penal nos comportamentos que se valem de informação própria, como, por exemplo, no caso de um investidor, provido de altíssimos recursos financeiros – e, portanto, influente – que resolve participar da sociedade X-S.A., cujas ações na Bolsa tem um volume de vendas beirando à insignificância. Neste caso, este investidor, sabe que sua compra conduzirá a um considerável aumento da cotação, para ele este fato não constitui informação privilegiada, mas para outrem constituiria. (Cfr. SCHRÖDER, Christian. (2. *Kapitel.*) *op. cit.*, p. 1186). Para uma melhor apreciação da questão, principalmente no que pertence às hipóteses em que esta pertence a uma sociedade que, por intermédio dos membros do órgão da administração, a incorpora em decisões de investimento em ativos, vide COSTA, José de Faria. RAMOS, Maria Elisabete. *op. cit.*, p. 111-114.

<sup>351</sup> COSTA, José de Faria. RAMOS, Maria Elisabete. *op. cit.*, p. 95; SCHRÖDER, Christian. (2. *Kapitel.*) *op. cit.*, p. 1184.

<sup>352</sup> PERES, J. J. Vieira. *op. cit.*, p. 84.

<sup>353</sup> PERES, J. J. Vieira. *op. cit.*, p. 85; GOMES, Fátima. *op. cit.*, p. 81; SCHRÖDER, Christian. (2. *Kapitel.*) *op. cit.*, p. 1187. Como acertadamente nos esclarecem José de Faria Costa e Maria Elisabete Ramos, “a vida empresarial e o cumprimento dos deveres funcionais dos emitentes exige, em circunstâncias várias, a transmissão e a circulação de informação, designadamente de informação privilegiada. Uma proibição legal cega e irrestrita de transmissão de toda e qualquer informação privilegiada seria excessiva e desproporcionada por não atender às exigências que outros ramos do direito impõem, por exemplo, ao órgão de administração que, em momentos vários, está vinculado a endereçar informação ao órgão de fiscalização. Existem, assim, *razões jurídicas e empresariais* que, no quadro legal do exercício de determinados cargos, suportam e justificam a transmissão de informações privilegiadas”. Cfr. COSTA, José de Faria. RAMOS, Maria Elisabete. *op. cit.*, p. 110.

<sup>354</sup> SCHRÖDER, Christian. (2. *Kapitel.*) *op. cit.*, p. 1187; COSTA, José de Faria. RAMOS, Maria Elisabete. *op. cit.*, p. 95. Note-se que o dispositivo espanhol (art. 285, n. 1, do CPes) faz menção ao ato de “*suministrar*” (subministrar, fornecer, prover), enquanto o francês (art. L465-1, CMF) refere ao ato de “*communiquer*” (comunicar) e o italiano (art. 184, n. 1, al. *b*), do DL n. 58/98) também menciona o ato de “*comunica*”

É de notar que, na coibição da transmissão, o comportamento se perfaz independentemente do destino atribuído pelo receptor desta *inside information*, ou seja, ainda que o terceiro não a utilize haverá responsabilização do transmissor, uma vez que se prescinde de qualquer nexo causal entre a transmissão e o destino concedido à informação<sup>355</sup>.

Nesta linha, considerando-se a proximidade de conteúdo, inafastável se faz o questionamento acerca de qual seria a relação existente entre o crime de abuso de informação privilegiada – na modalidade de sua transmissão a terceiro – e o crime de violação de segredo<sup>356</sup>.

Ora, em que pese afirmarem alguns que se o iniciado estiver obrigado a um dever de sigilo profissional – sendo, portanto, um *insider* de primeiro grau –, cometeria não apenas o crime de uso de informação privilegiada, mas também, em concurso, o delito de violação de segredo<sup>357</sup>; não nos coadunamos com este entendimento, porquanto entendemos que dado o princípio da especialidade, por exigir o injusto penal de *insider trading* que a transmissão refira-se à informação classificada como privilegiada, conduz a existência de uma especificidade.

Ademais, o contexto de tutela em que se enquadra – mercado de valores mobiliários – transcende à ideia de proteção penal privacidade inerente ao tipo de violação de segredo<sup>358</sup>.

Importa refletir, ainda a este respeito, se quedaria desnecessária ou inconveniente a previsão da transmissão face ao já existente dispositivo mencionado, isto porque existem correntes apontando neste sentido.

---

(comunicar), só que a diferença dos dois primeiros, o preceito italiano faz menção, em sua alínea *c*), ao ato de “recomendar”. Esta observação se faz a fim de denotar o real alcance das expressões “fornecer” e “comunicar”, para analisar se estas estariam mais próximas da noção de “aconselhar ou recomendar” ou de “transferir”. PIETRO DEL PINO, nos esclarecendo acerca do termo “*suministrar*” explicita que este estaria muito mais próximo da ideia de “transmissão”, ao afirmar que “as recomendações ou conselhos de adquirir ou ceder valores embasados em informação privilegiada realizadas por iniciados primários sem revelar o conteúdo da dita informação não ficam abarcadas pela modalidade de ação típica consistente em “suministrar” informação privilegiada”. Cfr. PINO, Ana María Pietro del. *op. cit.*, p. 381. Corrobora esse entendimento a previsão italiana acerca da recomendação.

<sup>355</sup> GOMES, Fátima. *op. cit.*, p. 82.

<sup>356</sup> No Brasil o crime designa-se por violação de segredo profissional, e está tipificada pelo art. 154 do CPBr; enquanto em Portugal o delito é nomeado de violação de segredos, encontrando-se preceituado no art. 195 do CPpt.

<sup>357</sup> PERES, J. J. Vieira. *op. cit.*, p. 85-86.

<sup>358</sup> ANDRADE, Manuel da Costa. *Artigo 195º. In DIAS, Jorge Figueiredo (direção). Comentário Conimbricense do Código Penal. Parte Especial, Tomo I, artigos 131º a 201º. Coimbra: Coimbra Editora, p. 771-802.*

Tal construção seria apenas conjecturável nos países cujo cerco de repressão penal do *insider* constringe-se somente ao uso de informação reservada em negociação com valores, no intuito de reduzir as lacunas de punibilidade, diante da ausência de previsão legal expressa, mormente se tivermos em observância que tal dispositivo reclama a existência de um dever de sigilo que recairia sobre a informação. Desta forma, subsumir-se-iam apenas os iniciados de primeiro grau, remanescendo excluídos da previsão aqueles que não possuem qualquer relação, ainda que indireta e/ou ocasional, com a companhia emissora, como seria o caso dos *outsiders*.

Tendo-se em vista que, por norma, grande parte das nações consideram os iniciados secundários como possíveis praticantes de atos de transmissão de informação privilegiada da qual acederam, seja por intermédio de um *insider* primário ou por uma fonte neutra<sup>359</sup> (de acordo com a exigência normativa) – como é o caso de Portugal –, o sentido da possibilidade de enquadramento da transmissão à conduta da violação de segredo profissional perderia significância e apenas poderia eventualmente fazer sentido – se cumpridas as peculiaridades deste – nos países cuja reprimenda criminal do abuso de informação reservada se dê de forma incompleta.

De toda sorte, entendemos que uma construção específica e mais abrangente – incorporando inclusive a possibilidade de subsunção dos comportamentos típicos aos *insiders* de segunda linha – se mostra muito mais adequada ao fim de tutelar a confiança e a igualdade de oportunidades, uma vez que o perigo de lesão aos bens jurídicos sucedem tanto de uma conduta perpetrada por um *insider* primário, quanto por um *insider* secundário em posse de tais informações, embora haja um maior grau desvalor da ação na conduta dos primeiros.

Não obstante posicionemo-nos neste diapasão, não podemos ignorar que as hipóteses de retransmissão sucessiva da informação privilegiada – nos ordenamentos em que, a partir de sua atual construção, passam a ser criminalmente relevantes<sup>360</sup> – levantam dúvidas na determinação de até qual momento da cadeia de informadores sucessivos pode haver sanção penal, em outras palavras, como se resolveria o problema do “informador remoto”<sup>361</sup>.

---

<sup>359</sup> Lembrando-se que diversos países equiparam a obtenção “através de um fato ilícito”, sua preparação ou execução, fazendo com que, na hipótese de um espião industrial que vendesse informações roubadas a um terceiro, fosse também punido.

<sup>360</sup> PINTO, Frederico de Lacerda da Costa. (*O novo..*) *op. cit.*, p. 75

<sup>361</sup> QUIROGA, Jacobo López Barja de. (§ 17...) *op. cit.*, p. 341-342.

Dois problemas podem irromper da possibilidade de retransmissão de acordo com a aceção legislativa, caso tenha optado pela vinculação da fonte ou neutralidade desta.

Debruçemo-nos, primeiramente, sobre os *insiders* secundários cuja definição remonta à obtenção direta ou indireta de uma informação confidencial a partir de um indivíduo conectado à companhia.

Parece-nos óbvio que, no caso de retransmissão, consoante a informação reservada vai sendo transmitida e se afastado do ponto originário, emerge o problema de detectar a sua fonte, a fim de averiguar se a mesma de fato foi granjeada por intermédio de um *insider* de primeiro grau, para que possa então verificar a possibilidade de responsabilização criminal dos infratores<sup>362</sup>. É cediço, todavia, que se tornaria, muitas vezes, impraticável a investigação acerca da fonte da informação<sup>363</sup>, razão pela qual aplaudimos a opção legislativa dos países que optaram pela neutralidade das fontes.

Por outro lado, não podemos olvidar que ao referirmo-nos à transmissão, ou mesmo à retransmissão, diferentemente daquilo que sucede nas hipóteses de aconselhamento – como veremos a seguir –, exige-se o conhecimento da informação privilegiada, o que nos leva a questionar se conforme esta informação vai se retransmitindo se não poderiam ser deturpados alguns de seus elementos, chegando ao ponto de descaracterizar a sua qualidade de “privilegiada” – transformando-se em um “grande rumor”, ou apenas mais incertas, aos olhos daqueles que se encontram mais distantes dos informantes iniciais –, muito embora possa ainda ser utilizadas.

A outra proibição de cariz externo traduz-se no ato de aconselhar alguém a negociar em valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros, ou, de outro modo, induzi-lo a fazê-lo, é internacionalmente designado por *tipping*<sup>364</sup> ou *tuyautage*<sup>365</sup>.

---

<sup>362</sup> Isto porque, nestes casos, é exigido, para que se possa considerar sancionável a conduta do “*tippee*”, que este tenha conhecimento de que se trata de informação privilegiada, bem como estar ciente de que a confidência do iniciado de primeiro grau implica na violação deste de seu dever de manter sigilo. Cfr. QUIROGA, Jacobo López Barja de Quiroja. (*El Insider..*) *op. cit.*, p. 1038.

<sup>363</sup> CABANA, Patrícia Faraldo. *op. cit.*, p. 85-86.

<sup>364</sup> SCHRÖDER, Christian. (*2. Kapitel..*) *op. cit.*, p. 1190.

<sup>365</sup> Palavra que em francês designa o ato de realizar indicações.

A dúvida inicial que ecoa desta ação nasce do fato de algumas legislações fazerem alusão ao aconselhamento, enquanto outras referirem-se ao ato de recomendar<sup>366</sup>. Afinal, aconselhar e recomendar teriam a mesma significância conceitual?

Segundo MONTEIRO, aconselhar seria dar a conhecer a um terceiro aquilo que, na sua situação, considera mais vantajoso, ou melhor, no sentido de que o próprio faria caso estivesse em seu lugar. Nesta senda, há exortação – a qual pode ser expressa ou implícita, mas jamais vinculativa para o destinatário – para aquele que é aconselhado agir (ou abster-se de agir) de forma correspondente. Destarte, contém o conselho “um juízo de valor acerca de um ato futuro do aconselhado, em regra ligado a uma explicação”<sup>367</sup>.

Por sua vez, a recomendação seria tão somente uma subespécie do conselho. Assim, esta se traduziria na comunicação das boas qualidades de algo – *in casu*, atinente a um ou mais valores mobiliários ou sociedades emitentes –, com a intenção de, desta forma, determinar aquele a quem é feita.

Assim, um conselho e uma recomendação diferem apenas quanto à intensidade, já que “o conselho implica, face à recomendação, uma exortação mais forte ao seu seguimento”<sup>368</sup>.

A explicação da vedação destas formas de exortação é praticamente a mesma aplicável à transmissão, muito embora seja o aconselhamento uma modalidade que possa eventualmente apresentar menor periculosidade lesiva face à transmissão, uma vez que embora haja possível aumento do risco – dada a situação de vantagem –, como veremos, não se transfere efetivamente, diferentemente do que ocorre na hipótese de transmissão, a informação privilegiada, evitando-se, assim, de certa forma<sup>369</sup>, a sua propagação<sup>370</sup>.

---

<sup>366</sup> Por exemplo, o ordenamento português vale-se do termo “aconselhar”, todavia, tanto a legislação italiana (art. 184, n.º 1, al. c, do DL n.º 58/98), quanto a alemã (§§ 38, Abs. 1, n.º 2 lit. a-d, 39 Abs. 2 n.º 4 WpHG) fazem menção ao ato de quem recomenda (em italiano, “raccomanda”, e em alemão “*empfiehl*”). Sem olvidar que ambos os preceitos mencionam ainda a incriminação também da indução de outras pessoas, com base em tais informações, a executarem operações com valores mobiliários.

<sup>367</sup> MONTEIRO, Jorge Ferreira Sinde. *Responsabilidade por conselhos, recomendações ou informações*. Coimbra: Almedina, 1989, p. 14.

<sup>368</sup> *Ibid.*, p. 14-15.

<sup>369</sup> Obviamente não ignoramos a hipótese de transmissão do conselho, mas, por razões óbvias, as quais serão depreendidas a seguir, este apresenta um menor grau de convicção.

<sup>370</sup> Entretanto, isso não significa dizer que sejamos adversos à repressão deste comportamento. Pelo contrário. Entendemos que tais condutas podem, por vezes, resultar tão ou mais nocivos até que a transmissão da informação reservada, razão pela qual é imperioso que tais ações sejam criminalizadas pelos Estados que ainda não a incluíram no seu rol de condutas típicas referentes ao crime de abuso de informação privilegiada.

Tudo isso porquanto apesar de a base da recomendação, de negociação em mercado de valores mobiliários, ser uma informação privilegiada (ou seja, é fundamental que o infrator conheça o seu conteúdo), o aconselhamento não deve estar acompanhado desta, vale dizer, a informação reservada não é diretamente revelada ao terceiro<sup>371</sup> – do contrário, caracterizaria a transmissão, e não o *tipping* –, esta apenas se encontra implicitamente na formação da decisão de aconselhar<sup>372</sup>.

Atente-se, sobretudo, não carecer de qualquer comportamento do *tippee* (receptor do conselho), no sentido de execução de qualquer operação no mercado, para a configuração da conduta do *tippeer* (fornecedor da recomendação), o qual ocorre independentemente da atuação do destinatário do conselho<sup>373</sup>.

Doutra senda, considerando-se que a ação reside no aconselhamento de outrem a negociar no mercado acionário, logo, excluem-se da conduta típica as recomendações voltadas à abstenção de transacionar certos títulos, sob pena de se incorrer em interpretação extensiva ou analogia *in malam partem*. Assim, desde que não haja divulgação concomitante da informação privilegiada – pois, senão, subsumir-se-ia ao ato de transmissão –, não se encontram inseridas neste contexto as recomendações negativas no sentido da conservação da postura adotada (de não ceder ou não adquirir, por exemplo)<sup>374</sup>.

A dúvida paira sobre em quem recai a incriminação do aconselhamento. Seria ao iniciado primário ou ao secundário? A resposta à esta questão não é exata, uma vez que depende da determinação de cada país, posto que em alguns esta conduta encontra-se estritamente relacionada aos *insiders* de primeiro grau, como é o caso da Itália e Alemanha, enquanto em outros é passível de aplicação tanto à *insiders* primários quanto secundários, como

---

<sup>371</sup> Como muito bem coloca PERES, “basta, pois, uma menção do tipo ‘amanhã, será bom negócio comprar ações da sociedade Y’”. Outrossim, “também não é relevante que o iniciado primário obtenha qualquer retribuição, compensação ou ganho pela recomendação ou sugestão proferida”. Cfr. PERES, J. J. Vieira. *op. cit.*, p. 86.

<sup>372</sup> GOMES, Fátima, *op. cit.*, p. 83; SCHRÖDER, Christian. (2. *Kapitel.*) *op. cit.*, p. 1190.

<sup>373</sup> SCHRÖDER, Christian. (2. *Kapitel.*) *op. cit.*, p. 1190.

<sup>374</sup> Note-se que, “se, portanto o senhor X, administrador da empresa Y-S.A. recomenda por escrito ao senhor Z que não venda, nos próximos dias ações da sociedade Y-S.A., não comete pois nenhum crime”. Cfr. PERES, J. J. Vieira. *op. cit.*, p. 86.

é o caso português<sup>375</sup>. Contudo, é de notar que, no mais das vezes, os *outsiders* restam excluídos do rol de sujeitos típicos deste comportamento.

Pois bem, cabe-nos, ainda, delinear a distinção entre transmissão e recomendação ou aconselhamento. Enquanto as últimas ações ocorrem sem que a informação privilegiada seja levada efetivamente a conhecimento do receptor do conselho, a primeira somente se perfaz quando há a transmissão inequívoca desta<sup>376</sup>.

De ver-se, sobretudo, que todos os comportamentos supra referidos são, por completo, incompatíveis com a ideia de omissão, restando, por óbvio, excluídos do âmbito de proteção da norma penal as omissões consistentes na manutenção da posição acionária<sup>377</sup>, as quais são caracterizadoras de algumas das condutas designadas de *non-trading*, como veremos a seguir.

Por fim, é essencial, ao preenchimento do delito, subsistir uma relação entre a conduta e a informação privilegiada<sup>378</sup>.

### **3.2. Insider non-trading**

Por *insider non-trading* designam-se os casos – considerados jurídico-penalmente atípicos – em que um sujeito, estando em posse de uma informação qualificada como privilegiada, se abstém de levar a cabo uma operação sobre valores mobiliários – como negociação, troca, cessão ou subscrição – que havia projetado realizar<sup>379</sup>.

Os comportamentos constitutivos do *non-trading*, para as quais nenhuma regulação estrangeira faz previsão expressa, podem ser agrupados em duas situações:

A primeira delas ocorre quando o agente, depois de aceder a uma informação reservada, deixa de efetuar uma operação previamente planejada; já a segunda sucede quando, após estar na posse de uma informação privilegiada, a qual confirma o acerto de sua decisão inicial, o iniciado mantém sua operação anterior, descartando o seu planeamento de cancelar –

---

<sup>375</sup> Art. 378, n.º. 1 e n.º. 2, CdVM (Portugal); art. 184, n.º. 1, al. c, DL n 58/98 (Itália); §§ 38, Abs. 1, n.º. 2 lit. a-d, 39 Abs. 2 n.º. 4 WpHG (Alemanha).

<sup>376</sup> GOMES, Fátima. *op. cit.*, p. 83; PINO, Ana María Pietro del. *op. cit.*, p. 381.

<sup>377</sup> PÉREZ, Carlos Martínez-Buján. *op. cit.* p. 141; FILHO, José Leite. *op. cit.*, p. 106.

<sup>378</sup> COSTA, José de Faria. RAMOS, Maria Elisabete. *op. cit.*, p. 95.

<sup>379</sup> PINO, Ana María Pietro del. *op. cit.*, p. 373; COSTA, José de Faria. RAMOS, Maria Elisabete. *op. cit.*, p. 109.



ou de poder cancelar, consoante o seu entendimento – uma ordem de subscrição ou cessão de valores mobiliários, cuja execução deixou pendente de uma confirmação posterior<sup>380</sup>.

Quanto ao primeiro caso não pairam dúvidas, sendo a doutrina uniforme em negar a sua tipicidade, entretanto, o mesmo não ocorre quanto ao segundo, por asseverar parte do segmento doutrinário que nesta hipótese não deixa o agente de levar a cabo uma operação, em face do conhecimento privilegiado que lhe indica a inconveniência de tal transação, mas que, do contrário, estaríamos diante de uma hipótese em que compras e vendas já ordenadas seriam executadas por uma confirmação do investidor em razão da posterior posse de uma informação reservada.

Assim, entendem alguns que a punição destes casos deveria se dar – através da comissão por omissão<sup>381</sup> – no sentido de coibir que um *insider* que assiste a todo o processo de formação de uma informação relevante, contorne a proibição por intermédio de um subterfúgio consubstanciado na emissão de uma ordem de aquisição ou de venda antes que a notícia atingisse as qualidades que lhe conferem a caracterização de informação privilegiada, para que, diante da posse desta, pudesse se posicionar apenas limitando-se a cancelar ou manter a ordem previamente emitida, consoante seja favorável ou prejudicial o seu reflexo nas cotações<sup>382</sup>.

Tal raciocínio, apesar de coerente<sup>383</sup>, não apenas desconsidera os casos genuínos, em que a ordem inicial submetida à posterior confirmação tenha se dado sem qualquer intuito de

---

<sup>380</sup> PÉREZ, Carlos Martínez-Buján. *op. cit.*, p. 141-142; PINO, Ana María Pietro del. *op. cit.*, p. 373-374.

<sup>381</sup> A abordagem da questão a partir da ideia dos crimes de comissão por omissão, também denominados de crimes de omissão imprópria ou impura, os quais consubstanciam casos em que ao sujeito, dada a sua condição de garante, possuiria o dever de evitar o resultado – no sentido da assunção de um dever de proteção ao bem jurídico – e, por isso, sobre ele recairia a imputação da omissão a título de ação (dar-se-ia uma equiparação). Todavia, os que argumentam nessa senda esquecem-se do fato de poder ser o crime de abuso de informação privilegiada também praticado por sujeitos sob os quais não recairia, sequer indiretamente, qualquer dever de evitar o resultado ou de proteger tais bens jurídicos (pensemos, a título exemplificativo, na hipótese de perpetração por *outsiders*, os quais não possuem sequer relação com a emissora, que dirá um dever de garante). Destarte, caso se optasse por seguir o raciocínio da comissão por omissão não se poderia aplicá-lo à universalidade de sujeitos ativos possivelmente cogitáveis nesta modalidade delitiva. Sem olvidar não ser pacífica a doutrina quanto à possibilidade ou não da admissão da natureza de comissão por omissão nos crimes de mera atividade, entendendo alguns ser cabível tão somente nos delitos de resultado. De toda sorte, é evidente estarmos perante uma zona cuja dificuldade probatória se mostra inequívoca e demasiado elevada.

<sup>382</sup> PINO, Ana María Pietro del. *op. cit.*, p. 374-375. Segundo a autora, “este caso tem sido objeto de especial atenção por parte da doutrina e da jurisprudência francesas, nas quais se tem defendido a tese de que quem aceder a informação privilegiada fica obrigado a cancelar as ordens de negociação sobre o valor ou valores afetados por dita informação que tivesse emitido previamente”.

<sup>383</sup> SCHRÖDER nos traz à baila as situações em que existente um compromisso para a compra ou venda de instrumento financeiro, declarando pesar sobre este uma forte possibilidade existente para a realização da

submetê-la a eventual posse futura de informação privilegiada, como também desconsidera a existência de irrefutáveis problemas probatórios e, inclusive, de equivalência estrutural da omissão, uma vez que compara a ausência de cancelamento – ou seja, a manutenção – de uma operação submetida à confirmação, como um ato positivo de uso ou negociação (de acordo com a opção do núcleo do tipo que compõe a espécie delitiva), subvertendo o seu sentido<sup>384</sup>.

As razões apodíticas que nos conduzem a reconhecer a atipicidade das situações de *insider non-trading* derivam da incapacidade normativa para abarcar a mera passividade – até em virtude da interpretação do texto legal –, bem como os problemas decorrentes da dificuldade probatória<sup>385</sup>, obrigando-se à renúncia da punição de tais condutas<sup>386</sup>. Igualmente, a inclusão de tais comportamentos findaria por constituir uma extensão demasiado excessiva da interpretação da repressão pretendida em princípio<sup>387</sup>.

Ademais, a sanção penal do *non-trading* levaria ao ápice do pensamento absurdo de que a posse de uma informação privilegiada faria nascer no iniciado um “dever de negociar”, ou a um “dever de cancelar” sua operação, exigindo-lhe que levasse a cabo uma operação racional consubstanciada em um “auto-prejuízo consciente” ao seu patrimônio, como se “a conduta correta (que cumpriria o dever implícito na norma penal) se traduziria em negociar”<sup>388</sup>. Ora, não nos parece que seja admissível a uma norma impor a realização de um ato desta natureza.

---

transação, assim como o exercício de um direito de opção. Entende ser decisivo se a entrada do compromisso foi a possibilidade de transação sob influência de informação privilegiada. Se não for este o caso, pode o compromisso ser realizado. O autor versa, ainda, quanto aos casos de opção de aquisição de títulos, em que depois acede o sujeito à uma informação privilegiada, posicionando-se também por haver indubitavelmente conhecimento “privilegiado” em sua negociação, se este decidir adquirir as novas ações. Cfr. SCHRÖDER, Christian. (2. *Kapitel.*) *op. cit.*, p. 1185.

<sup>384</sup> PÉREZ, Carlos Martínez-Buján. *op. cit.*, p. 142. CIPRIÁN, Daniel Ferrandis. GARAY, Lúcia Martínez. *op. cit.*, p. 142.

<sup>385</sup> Na medida em que de princípio uma sólida decisão de compra estava presente, faltaria a comprovação da relação causal entre a informação e o ato. Cfr. SCHRÖDER, Christian. (2. *Kapitel.*) *op. cit.*, p. 1187.

<sup>386</sup> PINO, Ana María Pietro del. *op. cit.*, p. 377.

<sup>387</sup> RODRIGUEZ, Luis Ramon Ruiz. *op. cit.*, p. 288.

<sup>388</sup> PINTO, Frederico de Lacerda da Costa. (*O novo.*) *op. cit.*, p. 73-74; PÉREZ, Carlos Martínez-Buján. *op. cit.*, p. 141-142.

### 3.3. Análise do injusto em relação a intensidade do ataque ao bem jurídico

Imprescindível é, ainda, a caracterização dogmática da estrutura do tipo penal no que concerne à relação entre as condutas típicas e a objetividade jurídica, equivale dizer, a configuração do injusto em relação à intensidade do ataque ao bem jurídico.

Isto porquanto, embora saibamos que a norma incriminadora do delito de abuso de informação privilegiada visa tutelar a confiança e a igualdade entre os investidores, “a fragmentariedade em direito penal não é só expressão da proteção de um ou outro bem jurídico, mas, do mesmo passo, expressão do modo típico como se realiza aquela proteção”<sup>389</sup>.

É cediço que, recaindo a proteção jurídico-penal do delito sobre bens de ordem supraindividual, sua tutela apenas poderá ocorrer por meio de crime de perigo abstrato<sup>390</sup>. Ora, é exatamente o que ocorre com o caso em questão.

O fundamento ontológico dos crimes de perigo abstrato – em que também se vislumbra a proteção de um bem jurídico com dignidade penal<sup>391</sup>, embora haja uma tutela implícita, mas inequívoca ou manifesta, deste<sup>392</sup> – está no cuidado-de-perigo.

Ademais, apesar de não ser, por óbvio, este o fundamento da utilização desta técnica<sup>393</sup>, não podemos negar que a figura dos crimes de perigo abstrato é eficaz à luta contra os delitos econômico-financeiros, posto que neste campo a apreciação da danosidade provocada não é, na maioria dos casos, direta e/ou imediata<sup>394</sup>. De ver-se, assim, facilitar esta modalidade a superação das dificuldades probatórias decorrentes desta espécie criminalidade, sendo imperioso recorrer a seu uso<sup>395</sup>.

---

<sup>389</sup> COSTA, José de Faria. (*O perigo..*) *op. cit.*, p. 655.

<sup>390</sup> SCHMITZ, Roland. *Der strafrechtliche Schutz des Kapitalmarkts in Europa. In Zeitschrift für die gesamte Strafrechtswissenschaft*, n.º. 115, 2003, p. 508.

<sup>391</sup> Note-se que os delitos de perigo abstrato somente podem se justificar, através de um cuidado-de-perigo, quando para proteger um determinado bem jurídico dotado de dignidade penal. Cfr. *Ibid.*, p. 641.

<sup>392</sup> COSTA, José de Faria. *Noções Fundamentais de Direito Penal (Fragmenta iuris poenalis)*. 2ª ed. Coimbra Editora, 2009, p. 174.

<sup>393</sup> Sob pena de, se o considerarmos a eficácia como o real fundamento do recurso aos crimes de perigo abstrato, estaríamos nos pautando em um Direito penal de cariz funcionalista, do qual buscamos nos afastar.

<sup>394</sup> Acrescente-se que “a ideia do perigo abstrato está presente na hora da tipificação de aqueles delitos econômicos em sentido estrito que tutelam bens jurídicos imateriais, institucionalizados ou espiritualizados, não reconduzíveis a bens jurídicos individuais, porque afetam as estruturas básicas do sistema econômico”. Cfr. PÉREZ, Carlos Martínez-Buján. *Derecho penal económico. Parte Especial*. Valência: Tirant lo blanch, 1999, p. 112.

<sup>395</sup> ANDRADE, Manuel da Costa. COSTA, José de Faria. *op. cit.*, p. 356.

#### 4. Tipo subjetivo

Pelo princípio da excepcionalidade do crime culposos, a norma incriminadora do abuso de informação privilegiada abarca apenas as condutas dolosas. Não é de se negar a existência de situações em que encontramos-nos diante de condutas negligentes, como no caso de um agente que em conversa transmite uma informação reservada a um amigo ou familiar, mas que confia plenamente que este não realizará operações bursáteis com esta; ou mesmo no caso de dois administradores em conversa num restaurante, em que um terceiro, por acaso, escuta a informação.

Ora, não obstante sejam tais situações factualmente possíveis, sobretudo nas hipóteses de transmissão de uma *inside information*, por respeito ao caráter fragmentário, subsidiário e de *ultima ratio* característicos do Direito penal – visando tutelar tão somente as condutas mais gravosas a bens jurídicos essenciais ao sistema –, incorreriam os agentes apenas em uma infração administrativa, quando assim haja previsão pelo Direito administrativo sancionador<sup>396</sup>.

Em que pese perseverarem alguns constituir-se o elemento subjetivo do tipo de uma especificidade caracterizada por um propósito lucrativo ou de causação de prejuízo<sup>397</sup>, tal concepção findaria por consagrar um pleonismo vicioso, já que a finalidade lucrativa ou especulativa é sempre inerente a toda e qualquer operação bursátil<sup>398</sup>.

Igualmente, a inclusão no dolo de um objetivo de gerar prejuízo é completamente incompatível com a formulação da objetividade jurídica, uma vez que o intento de lesar interesses concretos num bem jurídico coletivo é praticamente inexistente, mormente se atentarmos ao fato de que a ideia de danos individuais “difícilmente casam com a *ratio* de um delito socioeconômico”<sup>399</sup>.

Outros se manifestam pela exigibilidade de um dolo específico, consubstanciado em um nexo de causalidade psicológica entre a vantagem cognoscitiva do *insider* e sua operação,

---

<sup>396</sup> GUTIÉRREZ, José Zamyra Veja. *op. cit.*, p. 382-384.

<sup>397</sup> ALONSO, Leonardo. *Crimes Contra o Mercado de Capitais. op. cit.*, p. 132. O autor formula seu raciocínio no contexto da norma brasileira sobre o tema. Contudo, o faz por uma interpretação errônea no que pertine ao termo “capaz de propiciar vantagem indevida ou prejuízo a terceiros”, posto que este não alude ao dolo, mas ao objeto material da ação no sentido de classificar a informação como relevante.

<sup>398</sup> SEMINARA, Sergio (*Insider.*) *op. cit.*, p. 231-232; PINO, Ana María Pietro del. *op. cit.*, p. 383.

<sup>399</sup> RODRIGUEZ, Luis Ramon Ruiz. *op. cit.*, p. 353.

no sentido de uma especial finalidade de tirar proveito do seu conhecimento informativo, a fim de afastar as hipóteses em que, embora na posse de uma informação privilegiada, o agente tenha efetuado as operações impelido da necessidade de liquidar uma particular obrigação contraída<sup>400</sup>.

De ver-se, *a priori*, não constar do tipo injusto qualquer previsão de intenção ou tendência especial<sup>401</sup>, tampouco podemos aceitar este raciocínio, dado que a interpretação a que se chegaria nos conduziria a compreender o dolo como um mera conformação do tipo injusto no sentido de sua execução. Equivale dizer, ao utilizar uma informação privilegiada, por óbvio, já estará o sujeito tirando proveito desta.

Ademais, se o que objetivam aqueles que advogam em prol de um dolo específico é obstar o enquadramento de condutas que, em tese, seriam perpetradas com fins incompatíveis com a natureza dolosa – como as hipóteses de necessidade de quitar uma dívida particular –, esquecem-se de que tais quadros encontram-se abrangidos por uma causa de justificação<sup>402</sup>.

O elemento subjetivo é composto, portanto, pelo dolo genérico<sup>403</sup> – sendo irrelevantes os fins ou motivações, razão pela qual abarca, inclusive, as situações em que não persiga o agente qualquer benefício econômico próprio e direito<sup>404</sup> –, o qual deve abranger toda a estrutura normativa do tipo penal.

Nessa linha, inabdicável é, para a configuração do dolo, a existência do elemento intelectual – o qual se traduz no conhecimento das circunstâncias do delito, ou seja, na consciência da existência dos elementos típicos (quais sejam: a existência de uma informação privilegiada, em sua composição completa) e da ação típica que se pratica (transmitir, negociar, aconselhar alguém a negociar ou ordenar subscrição, aquisição, venda ou troca) –, bem como do elemento volitivo – o qual consistente em querer realizar a ação típica que se está praticando<sup>405</sup>.

---

<sup>400</sup> SEMINARA, Sergio. (*Insider.*) *op. cit.*, p. 231-232.

<sup>401</sup> LUCCHESI, Guilherme Brenner. *op. cit.*, p. 151.

<sup>402</sup> PINO, Ana María Pietro del. *op. cit.*, p. 385.

<sup>403</sup> RODRIGUEZ, Luis Ramon Ruiz. *op. cit.*, p. 352; LUCCHESI, Guilherme Brenner. *op. cit.*, p. 151; SEMINARA, Sergio. (*El nuevo.*) *op. cit.*, p. 149.

<sup>404</sup> CUSSAC, Jose Luis Gonzalez. *op. cit.*, p. 145.

<sup>405</sup> LUCCHESI, Guilherme Brenner. *op. cit.*, p. 151.

Sendo assim, ante a inexistência de dolo, em relação a algum dos elementos do fato típico<sup>406</sup>, o comportamento não adquirirá relevância penal<sup>407</sup>.

Pois bem, embora seja assente tratar-se de modalidade dolosa, o ponto nevrálgico da discussão gira em torno da admissibilidade ou não do dolo eventual. A dúvida emana do fato de versarmos sobre uma informação privilegiada sobre a qual se exigiria o conhecimento do agente.

Note-se que a essência característica do dolo eventual configura-se pela previsibilidade do resultado e indiferença face à sua evitabilidade, equivale dizer, atua o agente no sentido de aceitar a sua realização<sup>408</sup>.

Parcela minoritária da doutrina renega a possibilidade de cometimento desta modalidade delitiva por dolo eventual, justamente por afirmarem ser imprescindível a ciência incontestada do autor acerca desta e de todos os elementos que lhe erigem a qualidade de privilegiada.

Não obstante, majoritariamente é admitida a possibilidade de perpetração do *insider trading* por dolo eventual<sup>409</sup>. Ora, não contestamos que o sujeito deva conhecer a informação reservada, todavia, tal conhecimento não significa um saber seguro – repleto de certeza plena –, sendo suficiente que o agente considere seriamente possível que a informação dada seja uma informação privilegiada (*dolus eventualis*)<sup>410</sup>.

---

<sup>406</sup> Aqui podemos citar, a título exemplificativo, a hipótese, no caso da transmissão de uma informação a um terceiro, a imprescindibilidade de que este não deva aceder àquela, pois, do contrário – como em uma situação em que um administrador comunica “uma informação privilegiada a um companheiro de conselho administrativo ausente por motivos pessoais, ou a um profissional que necessita da informação para realizar um informe interno” –, estaríamos diante de um comportamento atípico, uma vez que a “reserva da informação desaparece frente a quem, por sua posição, deve conhecê-la”. Cfr. RODRIGUEZ, Luis Ramon Ruiz. *op. cit.*, p. 353-354.

<sup>407</sup> COSTA, José de Faria. RAMOS, Maria Elisabete. *op. cit.*, p. 110; PINTO, Frederico de Lacerda da Costa. (*O novo...*) *op. cit.*, p. 74.

<sup>408</sup> DIAS, Jorge de Figueiredo. (*Direito...*) *op. cit.*, p. 368.

<sup>409</sup> Atente-se, aqui, entretanto, assistir razão àqueles que advogam não ser cabível dolo eventual no caso brasileiro, dada a redação do dispositivo que é exposto na exigência, para configuração do tipo, que o sujeito “tenha conhecimento” da informação privilegiada, sem a qual poderia-se facilmente admitir o cometimento por dolo eventual. Nesse tear, DE SANCTIS, Fausto Martin. *op. cit.*, p. 114. Suscitam dúvidas quanto ao enquadramento do dolo eventual também as legislações que requerem, no tipo penal, estar o sujeito “em posse de informação privilegiada”.

<sup>410</sup> ALTENHAIN, Karsten. *Strafvorschriften §38. In* Kölner Kommentar zum WpHG. Carl Heymanns Verlag, 2007, p. 2472. WAßMER explica, ainda, que o dolo eventual poderia recair até sobre um dos elementos que comporiam o conceito de informação privilegiada. Assim, o fato de ser ou não publicamente conhecida ou mesmo sobre a sua potencialidade de influenciar o curso da cotação. O autor, entretanto, parece não ser favorável à

Um adendo deve ser feito às hipóteses de proibições de índole externa, ou seja, às modalidades de transmissão ou recomendação. Deve o dolo abarcar tão somente o conhecimento e a vontade do agente de transmitir a informação privilegiada a terceiros, se limitando, portanto, ao conhecimento de que o receptor não deveria aceder a esta<sup>411</sup>.

Por derradeiro, devemos atentar que, independentemente das dificuldades que se apresentam no âmbito probatório do dolo, não podemos prescindir deste. Ora, seria inadmissível valeremo-nos de uma mera presunção de acesso a uma informação privilegiada simplesmente pela posição ocupada pelo indivíduo em uma determinada entidade emissora<sup>412</sup>.

---

aplicação do dolo eventual nas hipóteses de transmissão ou recomendação. Cfr. WABMER, Martin Paul. *op. cit.*, p. 2006.

<sup>411</sup> GUTIÉRREZ, José Zamyra Veja. *op. cit.*, p. 382.

<sup>412</sup> PINO, Ana María Pietro del. *op. cit.*, p. 386. SEMINARA, Sergio, (*El nuevo..*) *op. cit.*, p. 148.

## 5. Consumo e tentativa

No que pertine ao momento da consumação, importa analisar algumas peculiaridades atinentes a cada uma das condutas, jamais se desconectando da obrigatoriedade de haver um nexo causal entre a informação privilegiada e a ação típica – qualquer que seja a modalidade – desempenhada pelo autor.

Quanto ao ato de ordenar a subscrição, aquisição, venda ou troca de valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros poderia-se teoricamente cogitar sua consumação em duas ocasiões: no momento da transmissão da ordem ao intermediário financeiro ou no momento da execução da ordem no mercado acionário.

Não nos parece correta a compreensão de consumir-se a infração tão somente com a execução da ordem. Afirmar neste sentido nos conduziria à submeter a consumação a uma condição de punibilidade a qual não seria compatível com as razões ontológicas da incriminação, para além de ser estranha à própria formulação do tipo.

Tudo isso fica mais claro se compreendermos que com a mera transmissão da ordem ao intermediário o agente já atuou com tudo que lhe era possível para a realização da conduta típica, porquanto a execução desta requereria uma contraparte com ordem em sentido vetorialmente oposto, tornando a consumação dependente da vontade alheia, o que nos soa desprovido de qualquer sentido<sup>413</sup>.

Quanto à negociação<sup>414</sup> nos parece, de acordo com uma interpretação teleológica da norma penal, que nas legislações cuja inclusão do ato de ordenar no rol de comportamentos típicos se faz presente, o termo tanto pode representar a prática de qualquer ato negocial quanto o aperfeiçoamento do negócio, no sentido de, por exemplo, ter sido efetivamente concretizada uma aquisição ou alienação.

Nesta senda, impende afirmar que nos ordenamentos cuja conduta típica é erigida sobre a utilização de informação privilegiada em negociação, entendemos restar consumada a conduta pela prática de qualquer ato negocial munido do conhecimento desta, seja este uma

---

<sup>413</sup> SEMINARA, Sergio. *op. cit.*, p. 244; GOMES, Fátima. *op. cit.*, p. 102.

<sup>414</sup> De certa forma já, anteriormente, abordada de modo breve no tópico 3.1. do capítulo II.



mera emissão de ordem de subscrição, aquisição, venda ou troca de valores mobiliários<sup>415</sup>; seja uma ordem de cancelamento de operações em curso; ou outro.

A transmissão já suscitaria maiores dúvidas quanto ao seu momento consumativo, mormente por consubstanciar ato que eventualmente se configura como plurissubistente, se perfazendo com vários atos, como seria a hipótese de transmissão por via eletrônica ou por meio escrito. Seria exigível que a informação chegasse ao terceiro ou bastaria que essa fosse emitida?

Se atentarmos à significância teleológica da expressão transmissão, observaremos emanar desta a ideia de passar de um para outro, fazer com que algo chegue a outrem ou mesmo comunicar, propagar<sup>416</sup>. Destarte, partindo desta premissa, entendemos que a informação privilegiada deve chegar ao conhecimento do terceiro para quem transmite o iniciado<sup>417</sup>, não se exigindo, contudo, a compreensão desta por aquele.

Argumentar em sentido contrário nos levaria a considerar não apenas capacidade de compreensão do terceiro<sup>418</sup>, como também levantaria o problema de valorar uma informação em língua estrangeira. Todavia, tendo em vista principalmente que a transmissão consuma-se independentemente da utilização da informação reservada pelo terceiro, não faz qualquer sentido exigir a compreensão do caráter privilegiado desta a este, bastando que o transmitente, conhecendo possuir a notícia qualidade de privilegiada, propague a informação a alguém.

No que tange ao ato de aconselhar ou recomendar a alguém que negocie, é também requerido que a recomendação e/ou conselho chegue ao conhecimento de terceiro, não sendo igualmente exigido que este compreenda ou que sequer faça uso do aconselhamento, ou seja, independe de que o aconselhado pratique qualquer ato comercial ou ordene subscrição, aquisição, cessão ou troca com valores mobiliários.

Esta hipótese se caracteriza pela inexigibilidade de repasse da informação privilegiada a outrem, bastando que aquele que recomenda a conheça e, com base nela, emita seu aconselhamento. Equivale dizer, a particular distinção entre esta modalidade e a transmissão é

---

<sup>415</sup> Aplicando-se aqui o já dantes mencionado quanto à ordenação.

<sup>416</sup> HOUAISS, Antônio. VILLAR, Mauro de Salles. FRANCO, Francisco Manuel de Mello. (editores). *op. cit.*, p. 1869.

<sup>417</sup> Não se considerando, portanto, consumado o delito nos casos em que, por exemplo, a informação reservada seja transmitida por via escrita, mas que, por circunstâncias alheias à vontade do agente.

<sup>418</sup> O que levantaria maiores dúvidas: o critério seria o do homem médio ou de um investidor médio?

exatamente que, nesta, o terceiro não acede ao conteúdo informação que remanesce na esfera cognitiva do conselheiro.

Em face de toda análise feita acerca dos comportamentos típicos que constituem o delito de *insider dealing*, bem como do prévio esmiuçamento do objeto material sobre o qual recaem tais ações, notamos a desnecessidade de um resultado desta adveniente<sup>419</sup>, uma vez que o crime se consuma independentemente desse<sup>420</sup>.

Isso porque, no crime de abuso de informação privilegiada a consumação do fato requer apenas a prática da própria ação do autor, uma vez que coincide a realização do tipo com o último ato da ação, cujo desvalor e punibilidade independem da produção de um ulterior resultado separável desta, classificando-se o como um crime de mera atividade<sup>421</sup>.

Previsão expressa consta dos ordenamentos francês e alemão do tratamento da tentativa do uso de informação privilegiada. Enquanto o legislador francês previu no preceito que a tentativa de realização de operações configura o tipo, na Alemanha optou-se pela punibilidade da tentativa apenas nos casos de aquisição ou alienação de valores ou no caso de transmissão de informação privilegiada<sup>422</sup>.

Muito embora grande parcela do setor doutrinário acerca da disciplina *insider trading* sequer questione a possibilidade de existência da modalidade tentada nos crime de perigo

---

<sup>419</sup> O mesmo não se pode dizer acerca do preceito espanhol, cuja redação exige a obtenção de um benefício econômico de valor mínimo fixo. É expresso, portanto, a obrigatoriedade de existência de um resultado separado da ação típica para a configuração do tipo injusto, o que nos leva a classificá-lo como um delito de resultado (Cfr. QUIROGA, Jacobo López Barja de Quiroja. (*El Insider.*) *op. cit.*, p. 1060). Tal formulação nos conduz à ideia de que o que estaria em pauta seria a tutela, em primeiro plano, da esfera patrimonial dos investidores, o que, no nosso modo de ver, é incompatível com a verdadeira *ratio* ontológica da incriminação do uso indevido de informação privilegiada.

<sup>420</sup> Ora, para além de não fazer qualquer sentido reclamar o tipo um resultado, entendemos que seria reprovável que o fizesse – como o faz o preceito espanhol –, porquanto, como já vimos mais de uma vez, diversos são os fatores (internos e externos) que podem influenciar a cotação dos valores mobiliários, tais como: a situação econômica da empresa (no que concerne aos resultados apresentados, investimentos realizados e futuros, projetos, dívidas, distribuição de dividendos, aumento de capital social, possibilidade de realização de OPAs e etc.); a conjuntura econômica em nível regional, nacional e global; a própria evolução dos mercados financeiros no geral; dentre outros fatores.

<sup>421</sup> ROXIN, Claus. *Derecho Penal. Parte General. Tomo I. Fundamentos. La Estructura de la Teoria del Delito*. 2ª Ed. Civitas, 1997, p. 329.

<sup>422</sup> §38, Abs. 3, WpHG. Note-se que o antigo Código de Mercado de Valores Mobiliários, cuja previsão do crime de abuso de informação privilegiada se fazia constar no art. 666º, previa também expressamente a punição da tentativa, no art. 676º do mesmo diploma, afastando-se o legislador do princípio geral segundo o qual somente seria cabível tentativa nos casos cuja moldura penal do crime consumado fosse superior a três anos (o que não era o caso do *insider trading*). O atual Código dos Valores Mobiliários português é silente no que tange à tentativa, fazendo menção expressa tão somente ao seu cabimento nas hipóteses de contra-ordenação.

abstrato – simplesmente fazendo alguns alusão à unissubsistência ou plurissubsistência do ato, ou seja, aplicando um posicionamento de que quando passível de fracionamento, ou, melhor dito, quando se consubstancie em vários atos, seria de possível aplicação da forma tentada; ou mantendo-se omissa –, não nos parece de todo indubitável, ou mesmo incontroversa, a possibilidade de tentativa de um crime perigo abstrato<sup>423</sup>.

Devemos analisar, primeiramente, no que tange aos delitos de mera atividade – como é o presente caso – que a consumação coincide com a tentativa acabada<sup>424</sup>, pois o resultado radica na própria ação do autor, a qual se apresenta como realização do tipo.

Contudo, se observássemos pelo âmbito de unissubsistência ou plurissubsistência dos atos, somente as hipóteses de negociação<sup>425</sup> (e não do “uso em negociação”), bem como nas vedações de índole externa (transmissão e recomendação), seriam passíveis de, por vezes, serem configuradas por atos fracionáveis, como nas hipóteses de transmissão de informação privilegiada por carta, e-mail (forma escrita), ou por secretária eletrônica, por exemplo, as quais poderiam nunca chegar ao seu destino. Assim, já não se levantariam dúvidas quanto às modalidades de ordenação ou uso em negociação, porquanto cedo que nos atos unissubsistentes é impraticável a tentativa, sempre consubstanciada a forma consumada.

Por outro lado, regressando à problemática da tentativa nos crimes de perigo abstrato, tendo em vista ainda os atos plurissubsistentes, que remanesceram em aberto – já que, como vimos, nos unissubsistentes, quando se trate de crime de mera atividade, a consumação e a tentativa acabada coincidem –, concluiremos pela impossibilidade de configuração da modalidade tentada nestes casos<sup>426</sup>.

Note-se que os crimes de perigo abstrato se apresentam dentro do limite máximo de elasticidade que pode ser conferida ao princípio da ofensividade<sup>427</sup>, porém bem próximo de

---

<sup>423</sup> Versamos aqui expressamente acerca dos crimes de perigo abstrato – ao invés de fazermos referência ao próprio delito de *insider trading*, pois, como já dantes visto, o preceito espanhol (art. 285 do CPes) se trata de crime de resultado, uma vez que exige a configuração de um benefício econômico de valor mínimo estipulado imprescindível à sua consumação, sendo, neste caso, inconcebível levantar questionamentos acerca da possibilidade de configuração da modalidade tentada, sendo esta indubitavelmente admissível.

<sup>424</sup> ROXIN, Claus. *op. cit.*, p. 329.

<sup>425</sup> Todavia, a mera ordem já consumaria o delito nos casos em que prevista como núcleo integrante do tipo.

<sup>426</sup> No mesmo sentido manifesta-se QUIROGA, Jacobo López Barja de. (§ 17..) *op. cit.*, p. 364.

<sup>427</sup> Como nos ensina José de Faria Costa, “a ofensa a um bem jurídico é a chave que permite a intervenção do detentor do *ius puniendi*”. Assim, “de acordo com o princípio da ofensividade terá de existir, ao menos, um perigo

seus confins, de modo a serem estes, por vezes até designados por alguns, como o faz Carlos Martínez-Buján Pérez, como “tentativas autonomamente tipificadas”, razão pela qual não admitem formas imperfeitas<sup>428</sup>.

Se considerarmos ser a tentativa um ilícito típico dotado de autonomia, o qual, entretanto, reclama complementação por meio de uma norma incriminadora contida na parte especial<sup>429</sup>, observaremos que a tentativa de perpetração de um crime de perigo abstrato consubstanciaria uma ampliação demasiada e inadmissível da ofensividade, de modo a configurar um inaceitável alargamento da punibilidade eivado de forçosa antecipação da tutela penal, posto que findaria por caracterizar o pôr-em-perigo<sup>430</sup> do cuidado-de-perigo ou, nos contornos delineados pela conceituação de Carlos Martínez-Buján Pérez, na tentativa de uma tentativa autonomamente tipificada.

---

de lesão de um bem jurídico para que se deva encontrar legitimada a intervenção do Estado”. Cfr. COSTA, José de Faria. (*Noções...*) *op. cit.*, p. 171.

<sup>428</sup> PÉREZ, Carlos Martínez-Buján. *Derecho Penal Económico. Parte General*. Tirant lo Blanch, Valencia: 1998, p. 113.

<sup>429</sup> Sendo a tentativa “um tipo dependente”. Cfr. JESCHECK, Hans-Heinrich. WEIGEND, Thomas. *Tratado de Derecho Penal. Parte General*. Tradução por Miguel Olmedo Cardenete, 5ª ed., Comares Editorial, 2002, p. 553.

<sup>430</sup> COSTA, José de Faria. *Tentativa e dolo eventual (ou da relevância da negação em Direito penal)*. Separata do número especial do Boletim da Faculdade de Direito de Coimbra, Estudos em Homenagem ao Prof. Doutor Eduardo Correia, Coimbra, 1987, p. 20. Ademais, é de anotar ser a tentativa majoritariamente compreendida como um tipo de perigo concreto – mais um motivo pelo qual denotaria sua incompatibilidade nos crimes de perigo abstrato –, embora minoritariamente defendam alguns, como SANTIAGO MIR PUIG, ser um tipo de perigo abstrato. Cfr. OLIVÉ, Juan Carlos Ferré. PAZ, Miguel Ángel Núñez. OLIVEIRA, William Terra de. BRITO, Alexis Couto de. *Direito Penal Brasileiro. Parte Geral*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2011, p. 573.

## CONCLUSÃO

O abuso de informação privilegiada, no mercado de valores mobiliários, atenta não apenas contra aqueles que atuam no mercado, mas à sociedade como um todo, uma vez que são inteiramente influenciados pelo que neste sucede.

Assim, é inegável a relevância do papel desempenhado pelo mercado acionário, importante ferramenta de alocação de recursos ociosos em atividades produtivas, cumprindo significativa função social e fomentando o desenvolvimento econômico e social.

Muito embora exista o assíduo debate quanto aos possíveis efeitos positivos e negativos do uso de informação privilegiada, os últimos denotam-se demasiadamente superiores aos possíveis, pontuais e meramente eventuais, efeitos benéficos que podem deste advir, não remanescendo dúvidas acerca da necessidade de repressão de tais condutas.

Em que pese ter sido os Estados Unidos pioneiro na criminalização do *insider dealing*, consta, hodiernamente, ampla inclinação mundial no sentido da punição de certos comportamentos de uso indevido de informação relevante no âmbito de tais mercados – cuja maior ou menor amplitude da incriminação varia de acordo com o dispositivo de cada país –, tendência esta verificada principalmente em face da ampliação dos riscos decorrentes da internacionalização destes, bem como da insuficiência e incapacidade das demais normas penais incriminadoras para fazerem frente às condutas abusivas de mercado por utilização ou transmissão de vantagem cognoscitiva ilegítima ou, ainda, aconselhamento com base nesta.

Ora, é incontestável que o processo de interação mundial nos conduzia a avanços imprescindíveis, propiciando, inclusive, o aumento do fluxo de capitais. Todavia, não podemos negar que com os meritórios progressos também advieram consequências negativas consubstanciadas na verificação de novos e maiores riscos, dos quais não se pode descurar.

É neste contexto, de uma criminalidade muitas vezes de difícil percepção – como é o caso do *insider trading*, cuja compreensão reporta aos diversos conceitos econômicos e jurídico-mercantis –, imersa em meios lícitos cujo funcionamento é caracterizado pela alta complexidade, que despontam diversas dificuldades na apreensão das condutas criminosas.

É óbvio que ao Direito penal, enquanto *ultima ratio* do ordenamento jurídico, somente incumbe a proteção de condutas socialmente danosas que atentem contra bens jurídicos com

dignidade penal. A necessidade de intervenção penal decorre justamente da relevância dos bens tutelados, bem como da falta de capacidade dos demais ramos para reprimir estas condutas.

Deste modo, a incriminação do *insider trading* é imprescindível à tutela da confiança dos investidores no correto funcionamento do mercado de valores mobiliários, bem como à proteção da decisão econômica individual no sentido que esta se dê em igualdade de oportunidades, equivale dizer, em situação de igualdade de informação para todos os potenciais intervenientes neste seguimento do sistema financeiro, o qual é essencialmente caracterizado pelo anonimato, massificação, bem como pela configuração das negociações através de intermediários financeiros.

Anote-se que a confiança na capacidade de funcionamento do mercado de capitais, que caracteriza um dos componentes do bem jurídico tutelado pela norma penal em questão, possui essencial relevância neste setor, uma vez que sua ausência afeta os mercados não apenas em nível nacional, como mundial, provocando profundas crises econômicas, reduzindo a liquidez dos mercados, afastando investidores efetivos e potenciais, bem como gerando impacto em todos os setores econômicos produtivos dados os efeitos em cadeia que produzem na economia.

Pois bem. Tendo em vista que versamos sobre uma objetividade jurídica de natureza supraindividual, tutela-se por intermédio de crime de perigo abstrato.

É de concluir, ainda, que a punição de tais comportamentos apresenta grandes dificuldades de técnica normativa, sobretudo no que concerne à definição das condutas típicas, do objeto material e dos sujeitos ativo e passivo.

Da conceituação de informação privilegiada, pressuposto basilar da incriminação, despontam diversos problemas e dúvidas atinentes aos seus aspectos e verificação do seu caráter, de fato, “privilegiado”, até porque, como é cediço, a ausência de um dos requisitos constitutivos desta sua qualificação – precisão, especificidade, concretude e relevância – conduzem a negação da possibilidade de subsunção ao tipo injusto.

Sem olvidar ser a falta de uniformidade ou mesmo de proximidade – até nos países pertencentes à união europeia, em que existem Directivas a despeito da matéria, visando a sua harmonização – nos elementos e condutas formadores do tipo, também criticável, uma vez tais práticas muitas vezes transpassam barreiras e são aptas a causar prejuízos em nível global.

Por outro lado, concluímos ser louvável a não inclusão e negação doutrinária às hipóteses designadas por *insider non-trading*. Do contrário, estaríamos desvirtuando os próprios princípios basilares de um Direito penal de *ultima ratio* e, até, de um Estado democrático de Direito.

Entretanto, sob o nosso ponto de vista, pecam os ordenamentos que deixam de incluir as hipóteses de transmissão e recomendação de informação reservada que são igualmente ou até mais prejudiciais, colocando, de igual sorte, em risco a confiança e igualdade de oportunidades. Assim como o fazem os *outsiders* ao se valerem de vantagem cognoscitiva ilegítima. Ignorar tais fatos seria negar à própria realidade.

Acentuamos, ainda, ser mais do que notório existirem problemas probatórios de diversas índoles, por razões variadas, seja de ordem conceitual – acerca de alguma característica do elemento sobre a qual inexistente concordância doutrinária em sua definição ou modo de valoração –; seja de ordem prática, em virtude da dificuldade de constatação deste dado pelo suporte muitas vezes oral das informações privilegiadas, bem como a demonstração tão somente por provas indiretas.

Não se pode negar, por fim, que as instâncias supervisoras desempenham papel preventivo de fulcral importância, para além de colaborarem intensamente na verificação dos elementos de maior especificidade conceitual atinentes ao ramo dos mercados de valores mobiliários.

## BIBLIOGRAFIA

ABREU, Jorge Manuel Coutinho de. *Curso de Direito Comercial*, vol. II, 4ª ed., Coimbra: Almedina, 2011.

ABREU, Jorge Manuel Coutinho de. RAMOS, Maria Elizabete. PEREIRA, Alexandre Dias. DIAS, Gabriela Figueiredo. *A responsabilidade civil de administradores e de sócios controladores*, Coimbra: Almedina, 2004.

AKERLOF, George A. *The Market for Lemmons: Quality, Uncertainty and the Market Mechanism*. In *Quarterly Journal of Economics*, n.º. 84, 1970, pp. 488-500.

ALMEIDA, Carlos Ferreira de. *Desmaterialização dos títulos de crédito: valores mobiliários escriturais*. In *Revista da Banca*, n.º. 26, 1993, pp. 23-39.

ALONSO, Leonardo. *O bem jurídico nos crimes contra o Mercado de Capitais*. In *Revista Brasileira de Ciências Criminais*, n.º. 82, ano 18, 2010, pp. 129-164.

ALONSO, Leonardo. *Crimes contra o Mercado de Capitais*. Dissertação de Mestrado apresentada ao Departamento de Direito Penal, Medicina Forense e Criminologia da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo: 2009.

ALTENHAIN, Karsten. *Strafvorschriften §38*. In *Kölner Kommentar zum WpHG*. Bonn: Carl Heymanns Verlag, 2007.

AMARAL, Nuno Peixoto do. *Insider trading ao serviço do terrorismo*. In COSTA, José de Faria; SILVA, Marco Antônio Marques da. (Coords.) *Direito penal especial, processo penal e direitos fundamentais. Visão luso-brasileira*. São Paulo: Quartier Latin, 2006, pp. 1052-1084.

AMELUNG, Knut. *El concepto “Bien Jurídico” en la teoría de la protección penal de bienes jurídicos*. In HEFENDEHL, Roland (ed.). *La teoría del bien jurídico. ¿Fundamento de legitimación del Derecho penal o juego de abalorios dogmático?* Marcial Pons. Ediciones Jurídicas y Sociales, S.A., 2007, Madrid, pp. 227-264.



ANDRADE, Manuel da Costa. *A “dignidade penal” e a “carência de tutela penal” como referências de uma doutrina teleológico-racional do crime*. In *Revista Portuguesa de Ciência Criminal*, ano 2, fasc. 2, 1992.

ANDRADE, Manuel da Costa. *Artigo 195º*. In DIAS, Jorge Figueiredo (direção). *Comentário Conimbricense do Código Penal. Parte Especial, Tomo I, artigos 131º a 201º*. Coimbra Editora, pp. 771-802.

ANDRADE, Manuel da Costa. *Artigo 196º*. In DIAS, Jorge Figueiredo (direção). *Comentário Conimbricense do Código Penal. Parte Especial, Tomo I, artigos 131º a 201º*. Coimbra Editora, pp. 803-810.

ANDRADE, Manuel da Costa. *A nova lei dos crimes contra a economia (Dec.-Lei nº. 28/84, de 20 de janeiro) à luz do conceito de “bem jurídico”*. In *Direito Penal Económico e Europeu: Textos Doutrinários*, vol. I, 1998, pp. 386-411.

ANDRADE, Manuel da Costa. COSTA, José de Faria. *Sobre a concepção e os princípios do Direito Penal Económico*. In *Direito Penal Económico e Europeu: Textos doutrinários*, vol. I, pp. 347-364.

ANTÓN, António J. Monroy. *El delito de abuso de información privilegiada en el mercado de valores*. Madrid: DIJUSA, 2006.

BAKER, Milena Gordon. *O delito de insider trading: aspectos gerais e estudo comparativo das legislações espanhola e brasileira*. In *Revista Brasileira de Ciências Criminais*, ano 20, nº. 94, 2012, pp. 459-493.

BANDEIRA, Gonçalo Nicolau Cerqueira Sopas de Melo. *Abuso de mercado e “responsabilidade penal” das pessoas (não) colectivas – contributo para a compreensão dos bens jurídicos colectivos e dos “tipos cumulativos”, na mundialização*. Dissertação de doutoramento em ciências jurídico-criminais pela Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, 2008.

BAINBRIDGE, Stephen. *The Insider Trading Prohibition: a legal and economic enigma*. *University of Florida Law Review*, vol. XXXVIII, pp. 35-68.

BASOCO, Juan M. Terradillos. *Protección Penal del Mercado Financiero*. I Congreso hispano-italiano de Derecho Penal Económico. Universidad da Coruña, 1998, pp. 159-182.

BECK, Ulrich. *Risikogesellschaft. Auf dem weg in eine andere Moderne*. Suhrkamp Verlag, 1986.

BECKEMPER, Katharina. *Das Rechtsgut "Vertrauen in die Funktionsfähigkeit der Märkte"*. In *Zeitschrift für Internationale Strafrechtsdogmatik*, n°. 5, 2011, pp. 318-323.

BOHN, Ursula. *Vertrauen in Organisationen: Welchen Einfluss haben Reorganisationsmaßnahmen auf Vertrauensprozesse?* Inaugural-Dissertation zur Erlangung des Doktorgrades der Philosophie an der Ludwig-Maximilians-Universität München, März, 2007.

BUNZEL, Michael. *La fuerza del principio constitucional de proporcionalidade como límite de la protección de bienes jurídicos en la sociedad de la información*, In HEFENDEHL, Roland (ed.). *La teoría del bien jurídico. ¿Fundamento de legitimación del Derecho penal o juego de abalorios dogmático?* Marcial Pons. Ediciones Jurídicas y Sociales, S.A., 2007, Madrid, pp. 147-176.

CABANA, Patrícia Faraldo. *Algunos aspectos del delito de uso de información reservada en el mercado de valores en el proyecto de Código Penal de 1994*. In *Estudios Penales y Criminológicos XVIII*. Universidade de Santiago de Compostela, n°. 18, 1994-1995, pp. 45-122.

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

CASTRO, Carlos Osório de. *A informação no direito do Mercado de Valores Mobiliários*. In *Direito dos Valores Mobiliários*, Coimbra: Coimbra Editora, 1997, pp. 333-347.

CIPRIÁN, Daniel Ferrandis. GARAY, Lúcia Martínez. *Tratamiento penal del abuso de información privilegiada en el mercado financeiro*. In *Estudios Penales y Criminológicos XXIII*, n°. 23, 2001, pp. 100-174.

CORREIA, Eduardo. *Direito Criminal*, vol. I, Coimbra: Almedina, 2007-2008.

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

COSTA, Helena Regina Lobo da. *Contribuições das Teorias de Prevenção Geral Positiva Limitadoras ao Direito Penal Contemporâneo*. In SILVA, Luciano Nascimento (coord.). *Estudos Jurídicos Criminais*. Curitiba: Juruá Editora, 2008, pp. 123-137.

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

COSTA, José de Faria. *O perigo em Direito penal: contributo para a sua fundamentação e compreensão dogmáticas*. Coimbra: Coimbra Editora, 2000.

COSTA, José de Faria. *Direito Penal Especial (Contributo a uma sistematização dos problemas “especiais” da parte especial)*, Coimbra: Coimbra Editora, 2004.

COSTA, José de Faria. *O direito penal e a tutela dos direitos da propriedade industrial e da concorrência (algumas observações a partir da concorrência desleal)*. Separata da obra de *Direito Industrial – APDI*, Coimbra: Almedina, 2003.

COSTA, José de Faria. *Tentativa e dolo eventual (ou da relevância da negação em Direito penal)*. Separata do número especial do Boletim da Faculdade de Direito de Coimbra, *Estudos em Homenagem ao Prof. Doutor Eduardo Correira*, Coimbra, 1987.

COSTA, José de Faria. RAMOS, Maria Elisabete. *O crime de abuso de informação privilegiada*. Coimbra: Coimbra Editora, 2006.

CUSSAC, Jose Luis Gonzalez. *El abuso de información privilegiada*. In *Cuadernos de Política Criminal*, nº. 37, 1989, Edersa: Madrid, pp. 119-153.

DENNERT, Jürgen. *Insider Trading*. In *Kyklos*, vol. 44, fasc. 2, 1991, pp. 181-202.

DENT, George W. *Why Legalized Insider Trading Would be a Disaster*. In *Delaware Journal of Corporate Law*, vol. 38, 2003, pp. 247-273.

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

DIAS, Augusto Silva. “*What if everybody did it? Sobre a “(in)capacidade de ressonância” do Direito penal à figura da acumulação*”. In *Revista Portuguesa de Ciência Criminal*, ano 13, nº. 1, 2003, pp. 303-345.

DIAS, Augusto Silva. “*Delicta in Se” e “Delicta Mere Prohibita”*. Uma Análise das Descontinuidades do Ilícito Penal Moderno à Luz da Reconstrução de uma Distinção Clássica. Coimbra: Coimbra Editora, 2008.

DIAS, Jorge de Figueiredo. *Direito Penal. Parte Geral. Tomo I. Questões Fundamentais. A Doutrina Geral do Crime*. 2ª ed., Coimbra: Coimbra Editora, 2007.

DIAS, Jorge de Figueiredo. *O Direito penal entre a “sociedade industrial” e a “sociedade do risco”*. In *Revista Brasileira de Ciências Criminais*, São Paulo, nº. 33, ano 9, 2001, pp. 38-65.

DIAS, Jorge de Figueiredo. *Para uma dogmática do direito penal secundário*, In *Revista de Legislação e de Jurisprudência*, nº. 116, 1983-4/1984-5, pp. 263-267.

DIAS, Jorge de Figueiredo. ANDRADE, Manuel da Costa. *A problemática Geral das Infrações contra a Economia Nacional*. In *Direito Penal Económico e Europeu: Textos Doutrinários*, vol. I, pp. 319-346.

D’URSO, Luiz Flávio Borges. *Proteção penal dos mercados financeiros: tipificação do insider trading*, In COSTA, José de Faria; SILVA, Marco Antônio Marques da. (Coords.) *Direito penal especial, processo penal e direitos fundamentais. Visão luso-brasileira*. São Paulo: Quartier Latin, 2006, pp. 786-801.

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

FERNÁNDEZ, Miguel Bajo. *Uso de información privilegiada*. Disponível em: <<http://www.bajo-trallero.es/publicacion/023.pdf>>. Acessado em: 05.09.2014.

FERRAJOLI, Luigi. *A questão do embrião entre direito e moral*. Tradução Eduardo Maia Costa. In Revista do Ministério Público, ano 24, nº. 94, 2003, pp. 09-30.

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

FERREIRA, Amadeu José. *Direito dos Valores Mobiliários*, Lisboa: AAFDL, 1997.

FILHO, José Leite. *Notas ao crime de uso indevido de informação privilegiada (art. 27-D da Lei 6.385/76)*. In Revista Brasileira de Ciências Criminais, nº. 60, ano 14, 2006, pp. 78-117.

GAEDE, Karsten. MÜHLBAUER, Tilo. *Protección de bienes jurídicos y problemas de imputación*. In HEFENDEHL, Roland (ed.). La teoría del bien jurídico. ¿Fundamento de legitimación del Derecho penal o juego de abalorios dogmático? Marcial Pons. Ediciones Jurídicas y Sociales, S.A., 2007, Madrid, pp. 265-281.

GODINHO, Inês Fernandes. *Abuso de Informação e a Função de Jornalista*. In Revista Portuguesa de Ciência Criminal. ano 12, nº. 1, jan-março de 2001, pp. 459-495.

GOMES, Fátima. *Insider Trading*. Associação Portuguesa para o Desenvolvimento do Mercado de Capitais (APDMC), Valadares, 1996.

GREEN, Stuart P. *Cheating*. In Law and Philosophy. In International Journal for Jurisprudence and Legal Philosophy, vol. 23, nº. 2, march 2004, pp. 137-185.

GUTIÉRREZ, José Zamyra Vega. *Mercado de valores en derecho penal: abuso de información privilegiada bursátil : "Insider Trading"*. Madrid: Edisofer, 2013.

GUTIÉRREZ, José Zamyra Vega. *Valoración Político-Criminal del Insider Trading como delito económico: la reforma por LO 5/2010, una oportunidad perdida*. In Revista Jurídica Universidad Autónoma de Madrid, nº. 25, 2012, pp. 211-229.

HASSEMER, Winfried. *Puede haber delitos que no afecten a un bien jurídico penal?* In HEFENDEHL, Roland (ed.). La teoría del bien jurídico. ¿Fundamento de legitimación del Derecho penal o juego de abalorios dogmático? Marcial Pons. Ediciones Jurídicas y Sociales, S.A., 2007, Madrid, pp. 95-104.

HEFENDEHL, Roland. *Kollektive Rechtsgüter im Strafrecht*. Carl Heymanns Verlag KG. Köln, 2002.

HEFENDEHL, Roland. *El bien jurídico como eje material de la norma penal*. In HEFENDEHL, Roland (ed.). *La teoría del bien jurídico. ¿Fundamento de legitimación del Derecho penal o juego de abalorios dogmático?* Marcial Pons, Madrid, pp. 179-196.

HEFENDEHL, Roland. *De largo aliento: El concepto de bien jurídico. O que há sucedido desde la aparición del volumen colectivo sobre la teoría del bien jurídico*. In HEFENDEHL, Roland (ed.). *La teoría del bien jurídico. ¿Fundamento de legitimación del Derecho penal o juego de abalorios dogmático?* Marcial Pons. Ediciones Jurídicas y Sociales, S.A., 2007, Madrid, pp. 459-476.

HIRSCH, Andrew von. *El concepto de bien jurídico y el “principio del daño”*. In HEFENDEHL, Roland (ed.). *La teoría del bien jurídico. ¿Fundamento de legitimación del Derecho penal o juego de abalorios dogmático?* Marcial Pons. Ediciones Jurídicas y Sociales, S.A., 2007, Madrid, pp. 37-52.

HOUAISS, Antônio. VILLAR, Mauro de Salles. FRANCO, Francisco Manuel de Mello. (editores). *Dicionário HOUAISS da Língua Portuguesa*. 1ª ed., Instituto Antonio Houaiss, Editora Objetiva, 2009.

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

JESCHECK, Hans-Heinrich. WEIGEND, Thomas. *Tratado de Derecho Penal. Parte General*. Tradução por Miguel Olmedo Cardenete, 5ª ed., Comares Editorial, 2002.

KAHLO, Michael. *Sobre la relación entre el concepto de bien jurídico y la imputación objetiva en el derecho penal*. In HEFENDEHL, Roland (ed.). *La teoría del bien jurídico. ¿Fundamento de legitimación del Derecho penal o juego de abalorios dogmático?* Marcial Pons. Ediciones Jurídicas y Sociales, S.A., 2007, Madrid, pp. 53-68.

KIMBERLY, D. Krawiec. *Fairness, Efficiency, and Insider Trading: Deconstructing the Coin of the Real in the Information Age*. In *Northwestern University Law Review*, vol. 95, nº. 2,

2001, pp. 443-503. Disponível em: <[http://scholarship.law.duke.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2677&context=faculty\\_scholarship](http://scholarship.law.duke.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2677&context=faculty_scholarship)>. Acessado em: 05.07.2014.

KÜMPEL, Siegfried. *Direito do Mercado de Capitais. Do ponto de vista do direito europeu, alemão e brasileiro. Uma introdução*. Rio de Janeiro: Renovar, 2007.

LEE, Ian B. *Fairness and Insider Trading*. In *Columbia Business Law Review*, n.º. 1, 119, 2002, pp. 119-192.

LEITE, Alaor. *O Doping como suposto problema jurídico-penal: um estudo introdutório*. In *Doping e Direito Penal*, São Paulo: Editora Atlas, 2001, pp. 01-30.

LELAND, Hayne E. *Insider Trading: Should it be prohibited?* In *Journal of Political Economy*, n.º. 4, vol. 100, August, 1992, pp. 859-887.

LUCCHESI, Guilherme Brenner. *O objeto de tutela penal no delito de insider trading*. In *Revista Brasileira de Ciências Criminais*, ano 19, n.º. 90, 2011, pp. 137-160.

MANNE, Henry G. *Insider Trading and Property Rights in New Information*. In *CATO Journal*, vol. 4, n.º. 3, 1985, pp. 933-943.

MARINUCCI, Giorgio. DOLCINI, Emilio. *Manuale di Diritto Penale. Parte Generale*. 3ª ed., Milano: Giuffrè Editore, 2009.

MARQUES, Mafalda Gouveia. FREIRE, Mário. *A informação no Mercado de Capitais*. In *Cadernos de Mercado de Valores Mobiliários*, n.º. 3, CMVM, 1998, pp. 112-123.

MEMMINGER, Peter M. *The New German Insider Law: Introduction and Discussion in Relation to United States Securities Law*. In *Florida Journal of International Law*, vol. 11, 1996, pp. 189-232.

MERKT, Hanno. ROSSBACH, Oliver. *Zur Einführung: Kapitalmarktrecht*. Juristische Schulung, Heft 3, 43. Jahrgang, 2003, pp. 217-224.

MOCCIA, Sergio. *Dalla tutela di beni alla tutela di funzioni: tra illusioni postmoderne e riflessi illiberali*. In *Rivista Italiana di Diritto e Procedura Penale*. ano XXXVIII, fasc. 2, 1995, pp. 343-374.

MONTEIRO, Jorge Ferreira Sinde. *Responsabilidade por conselhos, recomendações ou informações*. Dissertação de Doutoramento em Ciências Jurídicas pela Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra. Coimbra: Almedina, 1989.

MOURULLO, Gonzalo Rodriguez. *Estudios de Derecho Penal Económico*. Thomson: Navarra, 2009.

MUCCIARELLI, Francesco. *L'Informazione Societaria: Destinatari e Limiti posti dalla normativa in materia di insider trading*. In *Banca, Borsa, Titoli di Credito*. vol. LII, n°. 6, nov.-dez. 1999, pp. 745-782.

NERVI, Andrea. *La nozione giuridica di informazione e la disciplina di mercato. Argomenti di discussione*. In *Rivista del Diritto Commerciale e del Diritto Generale delle Obbligazioni*. Parte Prima, n°. 96, 1998, pp. 843-872.

NUÑEZ, Ricardo C. *Manual de Derecho Penal. Parte General*. 4ª ed., Editora Cordoba, 1999.

OLIVÉ, Juan Carlos Ferré. PAZ, Miguel Ángel Núñez. OLIVEIRA, William Terra de. BRITO, Alexis Couto de. *Direito Penal Brasileiro. Parte Geral*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2011.

PANFILO, Leandro. *A informação no mercado de capitais. Fundamentos jurídicos para a proteção dos investidores*. Dissertação de Mestrado em Ciências Jurídico-Empresariais pela Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, 2007.

PARK, Tido. *Kapitalmarkt Strafrecht. Nomos Kommentar*. Nomos Verlagsgesellschaft, Baden-Baden, 2004.

PARK, Tido. *Schwerpunktbereich – Einführung in das Kapitalmarktstrafrecht*. In *Juristische Schulung*, n°. 7, 2007, pp. 621-262.



PERES, J. J. Vieira. *O delito de “insider trading” e a obrigação de informação*. In BASTO, José Guilherme Xavier de. *et. al. Problemas Societários e Fiscais do Mercado de Valores Mobiliários*. Fisco, Lisboa, 1992, pp. 81-98.

PÉREZ, Carlos Martínez-Buján. *Derecho Penal Económico. Parte General*. Valencia: Tirant lo Blanch, 1998.

PÉREZ, Carlos Martínez-Buján. *Derecho Penal Económico. Parte Especial*. Valencia: Tirant lo blanch, 1999.

PINO, Ana María Pietro. *El Derecho Penal ante el Uso de Información Privilegiada en el Mercado de Valores*. Pamplona: Aranzadi, 2004.

PINTO, Frederico de Lacerda da Costa. *O novo regime dos crimes e contra-ordenações no Código dos Valores Mobiliários*. Almedina, 2000.

PINTO, Frederico de Lacerda da Costa. *Crimes económicos e mercados financeiros*. In *Revista Brasileira de Ciências Criminais*, ano 10, n.º. 39, 2002, pp. 29-62.

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

QUIROGA, Jacobo López Barja de. § 17. *El abuso de información privilegiada*. In BACIGALUPO, Enrique. *Curso de Derecho Penal Económico*. Marcial Pons, 1998, pp. 341-342.

QUIROGA, Jacobo López Barja de Quiroja. *El “Insider Trading”*. In *Anuario de Derecho Penal y Ciencias Penales (ADPCP)*, Tomo 46, n.º. 3, 1993, pp. 1031- 1060.

RODRIGUEZ, Luis Ramon Ruiz. *Proteccion Penal del Mercado de Valores (infidelidades en la gestion de patrimonios)*. Valencia: Tirant lo Blanch, 1997.

ROXIN, Claus. *Derecho Penal. Parte General. Tomo I. Fundamentos. La Estructura de la Teoria del Delito*. 2ª ed. Civitas, 1997.

ROXIN, Claus. *Doping e Direito Penal*. In *Doping e Direito Penal*, São Paulo: Editora Atlas, 2001, pp. 31-47.

ROXIN, Claus. *Que comportamentos pode o Estado proibir sob ameaça de pena? Sobre a legitimação das proibições penais*. Texto distribuído aos inscitos no seminário ocorrido em Porto Alegre, nos dias 18 a 20 de março de 2004, em homenagem ao Professor Claus Roxin, de Direito penal econômico, organizado pelo Prof. Cezar Roberto Bitencourt.

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

SCHMITZ, Roland. *Der strafrechtliche Schutz des Kapitalmarkts in Europa*. In *Zeitschrift für die gesamte Strafrechtswissenschaft*, nº. 115, 2003, pp. 501-538.

SCHRÖDER, Christian. *Handbuch Kapitalmarktstrafrecht*. 2. Auflage. Carl Heymanns Verlag, 2010.

SCHRÖDER, Christian. *2 Kapitel Straf- und Bußgeldtatbestände im BörsG und WpHG*. In ACHENBACH, Hans. RANSIEK, Andreas (Hrsg.). *Handbuch Wirtschaftsstrafrecht*, 3. Auflage. München: C.F. Müller, 2012, pp. 1166-1193.

SEHER, Gehard. *La Legitimación De Normas Penales Basada Em Principios Y El Concepto De Bien Jurídico*. In HEFENDEHL, Roland (ed.). *La teoría del bien jurídico. ¿Fundamento de legitimación del Derecho penal o juego de abalorios dogmático?* Marcial Pons. Ediciones Jurídicas y Sociales, S.A., 2007, Madrid, pp. 69-92.

SEMINARA, Sergio, *Insider Trading e Diritto Penale*. Giuffrè, 1989.

SEMINARA, Sergio. *El nuevo delito de insider trading en el ordenamento jurídico italiano*. I Congreso hispano-italiano de Derecho Penal Económico, 1998, Universidade da Coruña, pp. 141-158.

SOUSA, Susana Aires. *Direito Penal das Sociedades Comerciais*. In *Revista Portuguesa de Ciência Criminal*, ano 12, nº. 1, 2002, pp. 49-77.

TIEDEMANN, Klaus. *Wirtschaftsstrafrecht. Besonderer Teil*. Köln: Carl Heymanns Verlag, 2006.

VOGEL, Joachim. *Schrifttum*: s. Vor §38. In ASSMANN, Heinz-Dieter. SCHNEIDER, Uwe H. *Wertpapierhandelsgesetz: Kommentar*. 5. Auflage. Köln: Otto Schmidt, 2009.

VOLK, Klaus. *Strafrecht gegen Insider?* In Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht, vol. 142, n.º. 1, 1978, pp. 01-18.

VON LISZT, Franz. *Tratado de Direito Penal Alemão*. Tradução por José Hygino Duarte Pereira, Tomo I, 1899.

WAßMER, Martin Paul. *Strafbarer Insiderhandel*. In FUCHS, Andreas. (hrsg.) *Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) Kommentar*. München: Verlag C.H.Beck, 2009.

WENDRICH, Lisa. *Anlegervertrauen in die Funktionsfähigkeit der Kapitalmärkte als geschütztes Rechtsgut des Kapitalmarktstrafrechtes*. In Zeitschrift für das Juristische Studium, n.º. 3, 2013, pp. 238-248.

YAZBEK, Otávio. *Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais*, 2ª. ed., Rio de Janeiro: Campus Jurídico, 2008.

ZAPATERO, Luis Arroyo. *El abuso de información privilegiada en el derecho español*. In *Hacia un derecho penal económico europeo*. Jornadas em honor del profesor Klaus Tiedemann. Madrid, 1995, pp. 45-62.

## **Legislação**

ALEMANHA. *Gesetz über den Wertpapierhandel (WpHG)*.  
Disponível em: <<http://www.gesetze-im-internet.de/wphg/>>. Acessado em: 10.09.2014.

BRASIL. *Código Penal Brasileiro*.  
Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/decreto-lei/del2848.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/del2848.htm)>. Acessado em: 10.09.2014.

BRASIL. Lei n.º 6.385, de 7 de Dezembro de 1976.

Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6385.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm)>. Acessado em: 10.09.2014.

ESPAÑA. *Código Penal y Legislación Complementaria*.

Disponível em: <[https://www.boe.es/legislacion/codigos/codigo.php?id=038\\_Codigo\\_Penal\\_y\\_legislacion\\_complementaria&modo=1](https://www.boe.es/legislacion/codigos/codigo.php?id=038_Codigo_Penal_y_legislacion_complementaria&modo=1)>. Acessado em: 10.09.2014.

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. *Securities Act of 1933*.

Disponível em: <<https://www.sec.gov/about/laws/sa33.pdf>>. Acessado em: 10.09.2014.

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. *Securities Exchange Act of 1934*.

Disponível em: <<https://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf>>. Acessado em: 10.09.2014.

FRANÇA: *Code monétaire et financier*.

Disponível em: <[http://www.legifrance.gouv.fr/affichCode.do;jsessionid=E327E4BD3968E3C708973B494CDE1F5B.tpdjo04v\\_1?idSectionTA=LEGISCTA000006170504&cidTexte=LEGITEXT000006072026&dateTexte=20140820](http://www.legifrance.gouv.fr/affichCode.do;jsessionid=E327E4BD3968E3C708973B494CDE1F5B.tpdjo04v_1?idSectionTA=LEGISCTA000006170504&cidTexte=LEGITEXT000006072026&dateTexte=20140820)>. Acessado em: 10.09.2014.

ITÁLIA. *Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n.º 58. Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*.

Disponível em: <[http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti\\_it/regolamentazione\\_bancaria\\_finanziaria/normativa/TUIF\\_2005.pdf](http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/regolamentazione_bancaria_finanziaria/normativa/TUIF_2005.pdf)>. Acessado em: 10.09.2014.

PORTUGAL. *Código Penal Português*.

Disponível em: <[http://www.pgdlisboa.pt/leis/lei\\_mostra\\_articulado.php?nid=109&tabela=leis](http://www.pgdlisboa.pt/leis/lei_mostra_articulado.php?nid=109&tabela=leis)>. Acessado em: 10.09.2014.

PORTUGAL. *Código dos Valores Mobiliários*.

Disponível em: <[http://www.cmvm.pt/CMVM/Legislacao\\_Regulamentos/Codigo%20dos%20Valores%20Mobiliarios/Documents/CodVMVersDownload\\_alterado%20Junho%202014\\_v2.pdf](http://www.cmvm.pt/CMVM/Legislacao_Regulamentos/Codigo%20dos%20Valores%20Mobiliarios/Documents/CodVMVersDownload_alterado%20Junho%202014_v2.pdf)>. Acessado em: 10.09.2014.

## **Jurisprudências**

*Strong v. Repide*, 213 U.S. 419 (1909). Disponível em: <<https://supreme.justia.com/cases/federal/us/213/419/>>. Acessado em: 08.09.2014.

*Chiarella v. United States*, 445 U.S. 222 (1980). Disponível em: <<https://supreme.justia.com/cases/federal/us/445/222/case.html>>. Acessado em: 08.09.2014.

*Dirks v. SEC*, 463 U.S. 646 (1983). Disponível em: <<https://supreme.justia.com/cases/federal/us/463/646/case.html>>. Acessado em: 08.09.2014.

*United States v. O'Hagan*. 521 U.S. 642 (1997). Disponível em: <<https://supreme.justia.com/cases/federal/us/521/642/case.html>>. Acessado em: 08.09.2014.

*SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*, 401 F.2d 833. Disponível em: <<http://openjurist.org/446/f2d/1301/securities-and-exchange-commission-v-texas-gulf-sulphur-company>>. Acessado em: 08.09.2014.