

# Intervenção pública e proibição do *insider trading*

Eficiência e *ultima ratio* na *responsive regulation*

FILLIPE AZEVEDO RODRIGUES

**Resumo:** O artigo parte da análise da assimetria de informação presente no mercado de capitais e de como tal falha é capaz de gerar insegurança e desequilíbrio nas relações negociais, afastando investidores. Define os conceitos de *insider trading*, *corporate insiders*, *temporary insiders*, *tippees* ou *outsiders*, importantes para o estudo a respeito do *insider trading* como prática danosa ao sistema financeiro. Menciona as diversas posições doutrinárias norte-americanas relativamente à proibição, prevenção e repressão do *insider trading*, sobretudo no âmbito da investigação das ciências econômicas. Adentra nos ordenamentos jurídicos brasileiro e português com o objetivo de identificar o fundamento constitucional para a proibição do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais. Detalha a análise das consequências jurídicas da conduta no contexto luso-brasileiro, destacando suas semelhanças e diferenças. Conclui pela aplicação de uma *responsive regulation*, tanto na esfera administrativa quanto na esfera penal, orientada pelo princípio da eficiência em *ultima ratio*.

**Palavras-chave:** *Insider trading*. Princípio da subsidiariedade. Regulação econômica responsiva.

## 1. Introdução

O acesso assimétrico a informações no mercado é algo inevitável e cada vez mais presente em uma economia tão complexa e dinâmica como a do mundo globalizado, podendo ensejar danos consideráveis no equilíbrio das relações negociais.

Particularmente no mercado de valores mobiliários, a informação tem um valor ainda mais relevante, pois a oscilação do preço das ações

Recebido em 8/9/15  
Aprovado em 29/9/15

de uma dada sociedade de capital aberto depende de um conjunto de dados disponíveis sobre suas atividades, o êxito em suas operações, a reputação de estabilidade e crescimento etc. Muitas vezes, meras informações especulativas podem fazer com que uma empresa, antes considerada rentável e atraente para investimentos, vá à falência.

A crise de 2007-2008 mostrou o poder e a velocidade com que informações de grandes prejuízos no mercado imobiliário norte-americano geraram desvalorização de ações das instituições financeiras envolvidas e um efeito, quase imediato, de avalanche na economia global.

Qualquer investidor que, no dia anterior, tivesse conhecimento privilegiado da informação de insolvência dos papéis *subprime* nos Estados Unidos rapidamente negociaria suas ações no mercado de capitais, obtendo um preço bastante elevado, comparado com o que conseguiria após o mesmo fato relevante passar a ser de conhecimento geral. Outro comportamento não podia ser esperado; afinal, os agentes econômicos costumam reagir a incentivos (informação da crise), conforme a maximização de seus interesses.

De fato, os operadores das financeiras norte-americanas tiveram acesso privilegiado à informação que culminou na crise econômica, de modo que puderam se desfazer de seus investimentos no mercado de ações antes que houvesse maior desvalorização, enquanto outros investidores mais distantes não puderam fazer o mesmo para evitar o enorme prejuízo.

De igual modo, a informação de que determinada empresa vai realizar uma fusão com uma concorrente chega primeiro ao conhecimento de seus executivos, além de outras pessoas que têm acesso ao ambiente de tomada de decisões da sociedade. Assim, esses indivíduos privilegiados podem comprar ações de ambas

as empresas com preço mais baixo, antes da divulgação da informação para todo o mercado de capitais, o que lhes renderá considerável lucro com a valorização dos papéis.

A confiança no mercado de valores mobiliários depende, portanto, de meios garantidores de justa e livre concorrência, o que, *a priori*, importa na prevenção e repressão à conduta de abuso de informação privilegiada, mais conhecida como *insider trading*. Afinal, não resta dúvida de que a estabilidade e o desenvolvimento do mercado passam pela redução de assimetrias informacionais entre os agentes econômicos.

Todavia, a escolha pública de tais meios garantidores é muito relevante para a obtenção do resultado almejado sem uma intervenção estatal desproporcional no domínio econômico. Até que ponto o Estado Regulador, quanto à proibição do *insider trading*, vem sendo compreendido de uma perspectiva crítica de graus de intervenção eficientes e em *ultima ratio*?

Definida a problemática em análise, o presente trabalho será desenvolvido utilizando-se o método dedutivo-analítico, por meio de pesquisa bibliográfica na legislação, bem como em obras acadêmicas consagradas e de vanguarda. No tocante aos objetivos, propõe-se a analisar o impacto de assimetrias de informação no mercado de capitais, com ênfase no surgimento do debate *juseconômico* a respeito do *insider trading*, em particular quanto à evolução do conceito e dos modos de prevenção e repressão; discutir o papel do Estado Regulador na realização do Direito brasileiro e do Direito português, bem como a sua importância no que tange à proteção constitucional do sistema financeiro; e, por fim, sustentar a importância de uma *responsive regulation*, em suas mais diversas manifestações, da perspectiva de eficiência em *ultima ratio*, sobretudo quanto à análise crítica da intervenção penal

clássica no combate ao uso indevido de informação privilegiada no âmbito do mercado de valores mobiliários.

Para tanto, a pesquisa parte da contextualização do tema, com destaque para a referência às noções de *falhas de mercado* e *assimetrias informacionais*, relevantes nas ciências econômicas. A seguir, apresenta alguns dados importantes sobre o conceito e a evolução histórica da repressão ao *insider trading*.

Em um momento posterior, o trabalho passa a abordar a proteção constitucional do sistema financeiro nas ordens constitucionais brasileira e portuguesa para, em seguida, proceder a uma breve introdução ao Estado Regulador, culminando no estudo detalhado da regulação econômica em ambos os países relativamente à proibição do *insider trading*.

Por fim, sob o enfoque doutrinário jurídico e econômico pertinente, será discutido como empreender uma *responsive regulation* na proibição do *insider trading*, reduzindo o grau de intervenção penal clássica em prol de meios mais eficientes em *ultima ratio*, tanto no caso brasileiro como no português.

## 2. Considerações econômicas preliminares e mercado financeiro

### 2.1. Conceitos elementares

Antes de proceder à investigação pormenorizada a respeito do *insider trading*,<sup>1</sup> cumpre abordar algumas premissas e conceitos econômicos relevantes para a contextualização do tema para além da esfera jurídica em sentido estrito, a começar pelo conceito de *escolha racional*.

Os modelos econômicos, desenvolvidos nos parâmetros ideais de *mercado*, assim como as leis da Física, operam com margens de variância, pois o comportamento previsível do indivíduo maximizador está suscetível ao fluxo de diversos outros aspectos sociais e culturais, a *custos de transação*, bem como às chamadas *falhas de mercado*,<sup>2</sup> entre as

---

<sup>1</sup>“*Insider Trading* é a união de duas palavras: *insider* – alguém que pela sua actividade profissional ou *status* adquire informações não públicas relativas a uma sociedade – e *trading*, do verbo inglês *to trade*, no sentido de operar ou comercializar” (AUGUSTO, 2004, p. 1000).

<sup>2</sup>Nos termos expostos por Ana Lúcia Pinto Silva, Bráulio Borges, Carlos Eduardo Carvalho e Cláudia Viegas: “As falhas de mercado mais comumente encontradas são: a) assimetria de informação; b) externalidades; c) recursos comuns; d) bens públicos; e) monopólio. Diante dessas situações, transações mediadas exclusivamente pela variável preço não resultarão em uma alocação eficiente de recursos. Ou seja, o resultado final será distinto do obtido em *concorrência perfeita*, e a intervenção do Estado, via regulação econômica, ou a busca de contratos mais complexos que aqueles obtidos exclusivamente pelo funcionamento do mecanismo mercado serão requeridos para mitigar o efeito das

quais cabe destaque especial, neste trabalho, às *assimetrias de informação* (RODRIGUES, 2014, p. 65).

O *equilíbrio* na transação entre dois indivíduos maximizadores depende do nível de informação de ambos a respeito do bem ou do interesse transacionado. Na hipótese de uma das partes ser detentora de mais informação, tanto em caráter quantitativo como qualitativo, o mecanismo de *mercado* não levará a trocas eficientes para ambos os agentes. Uma das implicações, *a posteriori*, pode ser a opção de vendedores saírem do “mercado ou que compradores fiquem excessivamente desconfiados sobre a qualidade/características do bem a ser adquirido e optem por cancelar a compra” (SILVA, 2012, p. 521). Em situações como essa, além dos mecanismos convencionais de mercado, torna-se necessária a interferência de outras variáveis para equilibrar a transação. A variável mais comum para tal mister são os institutos jurídicos (RODRIGUES, 2014, p. 65-66).

Indo além das relações de consumo, disciplinadas pela legislação consumerista, tal qual o exemplo *retro*, as assimetrias de informação podem gerar agressões a bens jurídicos tutelados, inclusive, pelo Direito Penal. Afinal, indaga-se: como costuma dar-se o *modus operandi* do estelionatário<sup>3</sup> (BRASIL, 1940)<sup>4</sup> ou do manipulador do mercado pela prática ilícita do *insider trading* (BRASIL, 1976a)<sup>5</sup>? É evidente que os benefícios ilícitos auferidos pelo delinquente se dão por meio da manipulação de assimetrias informacionais em seu favor (RODRIGUES, 2014, p. 66-67).<sup>6</sup>

---

falhas de mercado de forma a aproximar o resultado final daquele obtido em concorrência perfeita” (SILVA, 2012, p. 521).

<sup>3</sup> Para Edgard Magalhães Noronha: “É o estelionato, como já ficou dito, forma de criminalidade evolutiva, crime do homem civilizado [ou do *homo economicus*] e que toma vulto com o progresso e o desenvolvimento. O mundo moderno oferece-lhe, dessarte, *clima* propício, pela multiplicidade de relações jurídicas que a expansão econômica e o desenvolvimento das atividades humanas impõem. Ora, o equilíbrio e a harmonia social exigem que essas relações se assentem sobre o pressuposto da boa-fé, e daí o objetivo particular da lei de tutelá-la, ameaçando com a pena as violações da lisura, da honestidade, que, como imperativo constante, deve reinar nas relações jurídicas [econômicas], em torno das quais a vida hodierna se agita. Esse interesse é eminentemente social, pelo que somos dos que pensam que a tutela do dispositivo não se dirige tanto a proteger a boa-fé *individual* no negócio jurídico – já que aceitamos que o crime existe ainda que a vítima não se tenha havido com grande lisura – mas é inspirada no *interesse público* de reprimir de qualquer maneira a fraude causadora do dano alheio” (NORONHA, 1988, p. 362).

<sup>4</sup> Ver art. 171 do Decreto-Lei nº 2.848/1940.

<sup>5</sup> Ver art. 27-D da Lei Federal nº 6.385/1976

<sup>6</sup> Sobre o comportamento oportunista do detentor de informações em assimetria, veja o que afirma Marcia Carla Pereira Ribeiro: “Também as assimetrias informacionais dos agentes impactam na formação da vontade negocial. A quantidade de dados disponíveis em relação ao objeto negociado, assim como o custo para obtenção de informações adicionais, formam o contexto psicológico dos contratantes. Quando a ciência econômica passa a considerar as falhas de racionalidade, o pressuposto da eficiência absoluta a partir da liberdade contratual, aponta para desvios como aqueles decorrentes de comportamentos oportunistas por parte dos contratantes. Aquele que titula uma informação que não

## 2.2. Assimetrias de informação e mercado financeiro

A questão a ser debatida é, justamente, até que ponto o Estado deve tutelar ou intervir no domínio econômico para prevenir ou reduzir os impactos negativos na economia? Impactos, por exemplo, decorrentes de falhas de mercado, como assimetrias de informação comuns no mercado de capitais.

Segundo Mario Gomes Schapiro, a ocorrência de falhas na autorregulação do mercado é a mais conhecida justificativa da intervenção do Estado na economia. Ainda segundo o autor, parte-se do pressuposto de que a “intervenção pública deve ser adstrita ao objetivo de corrigir os referidos problemas que afetam as transações privadas. A finalidade da intervenção estatal é garantir a funcionalidade para as atividades de mercado” (SCHAPIRO, 2012, p. 120-121).

O mercado financeiro, da mesma forma, apresenta falhas intrínsecas que justificam a regulação pública a fim de: (i) “garantir transparência, níveis prudenciais e preservar a higidez e a solvabilidade do sistema financeiro”; e (ii) “reduzir riscos e incentivar os agentes privados a empreenderem atividades financeiras” (SCHAPIRO, 2012, p. 137).

A principal delas – reitere-se – é o acesso assimétrico a informações relevantes na relação entre investidores e empresas tomadoras de capital aberto. As partes mencionadas não detêm o mesmo conjunto de informações ou não o recebem ao mesmo tempo, “até porque se trata de uma transação intertemporal, em que muitas das informações necessárias para

---

chega a ser acessível à outra parte pode se aproveitar desta informação para lucrar de forma injustificada. O outro, lesado pela carência de informação, é exemplo da limitação de racionalidade que pode atingir os agentes econômicos” (RIBEIRO, 2011, p. 66).

garantir uma troca mutuamente benéfica ainda não existem efetivamente” (SCHAPIRO, 2012, p. 133).

Sem contar que “a administração de uma empresa sabe muito mais sobre suas finanças do que qualquer investidor externo pode saber” (HUBBARD; O'BRIEN, 2010, p. 638), e que ele também desconhece eventuais operações dos administradores que venham a incrementar valor ou a desvalorizar as ações negociadas no mercado de valores mobiliários. Há um evidente descompasso informacional entre os agentes econômicos envolvidos, de modo que os investidores, caso se sintam inseguros, relutarão em investir naquela empresa e, na perspectiva de um risco moral sistêmico, deixarão inclusive de investir no mercado de capitais em geral, em flagrante situação de seleção adversa.<sup>7</sup>

## 2.3. Insider trading

Opera no mercado de capitais um seletivo grupo de indivíduos cuja posição lhes oferece acesso privilegiado a informações relevantes para os negócios realizados perante o sistema financeiro. São eles, normalmente, administradores, membros do conselho de administração e demais indivíduos que, por razão de sua proximidade com o ambiente ou com os

---

<sup>7</sup>“Como os investidores enfrentam dificuldades em distinguir entre empresas bem dirigidas e empresas mal dirigidas, eles relutam em comprar ações e títulos de dívida de empresas, a menos que uma grande quantidade de informação a respeito delas seja disponibilizada ao público. Consequentemente, isso significa que apenas empresas acompanhadas de perto por analistas de investimento de empresas de corretagem e de empresas de investimento podem ter êxito em vender ações e títulos de dívida a investidores. O analista de investimentos declara as suas opiniões a respeito do real estado financeiro de empresas em relatórios que estão disponíveis para o público investidor. Uma grande quantidade de informação a respeito da Microsoft está disponível ao público, e os analistas de investimentos acompanham a empresa de perto” (HUBBARD; O'BRIEN, 2010, p. 637).

agentes de gestão e tomada de decisões das empresas, podem se antecipar e fazer uso de tais informações, em seu benefício, antes de serem publicamente veiculadas no mercado.

A esses indivíduos é atribuída a denominação inglesa de *corporate insiders*<sup>8</sup> ou, simplesmente e de forma mais abrangente, *insiders*, os quais estão a par dos assuntos internos das sociedades de capital aberto e negociam seus papéis no mercado de valores mobiliários.

De modo mais detalhado, Ana Micaela Pedrosa Augusto (2004, p. 1009) explicita as “várias categorias de sujeitos que revistam as características de *insiders*”:

(i) “*Corporate insiders* – pessoas com relação de confiança com a sociedade e respectivos accionistas, como administradores, diretores ou mesmo empregados, também designados como *insiders* primários”;

(ii) “*Temporary insiders* – pessoas que adquirem informação privilegiada através de relação esporádica e ocasional com a sociedade, como advogados, analistas ou consultores”;

(iii) “*Traders, tippers* ou *tippees* – pessoas que não se enquadram em nenhuma das outras categorias e que recebem, directa ou indirectamente, uma informação privilegiada, realizando com base nela operações sobre valores mobiliários”, também conhecidos como *secondary insiders*.

A prática do *insider trading* existe desde o desenvolvimento do mercado financeiro, sobretudo a partir do século XX. No que diz respeito a sua proibição, a origem da repressão se deu nos EUA, sobretudo na atuação da *Securities Exchange Comissions (SEC)*, que “emitiu,

em 1942, a *Rule 10b-5*, a qual, entre outros aspectos, considera *unlawful to make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact* em conexão com a compra ou venda de *securities*” (RAMOS; COSTA, 2006, p. 20). Segundo a lição dos professores Maria Elisabeth Ramos e José de Faria Costa (2006, p. 21), a SEC, à luz dessa regulação administrativa, passou a sustentar a *disclose or abstain theory*, segundo a qual o detentor de informação privilegiada deveria adotar uma das seguintes posturas: (i) divulgar amplamente e conforme a legislação cabível a informação; ou (ii), na hipótese de omiti-la, abster-se de negociá-la, bem como negociar ações em seu proveito ou em proveito de terceiros em decorrência do conhecimento privilegiado.

Também a respeito do tema, Ana Micaela Pedrosa Augusto (2004, p. 1003-1009) desenvolveu um estudo pormenorizado para apontar as principais linhas doutrinárias e jurisprudenciais desenvolvidas ao longo do século XX nos Estados Unidos, a saber:

(i) *Special facts theory*: “a doutrina americana dos *special facts* (ou factos especiais ou relevantes) obrigava que a parte detentora da informação privilegiada informasse a outra parte de que estava a negociar com base numa informação que era privilegiada” (AUGUSTO, 2004, p. 1003). Em 1909, a Suprema Corte norte-americana anulou, no julgamento *Strong vs. Repide*, um negócio envolvendo ações com base em omissão de informação relevante à outra parte, consoante a teoria dos fatos especiais, majoritariamente aceita até o início da década de 1940 e presente na seção 16<sup>o</sup> do *Securities Exchange Act* de 1934;

<sup>8</sup>Para Stanislav Dolgoplov (2008, p. 1), “Corporate insiders are individuals whose employment with the firm (as executives, directors, or sometimes rank-and-file employees) or whose privileged access to the firm’s internal affairs (as large shareholders, consultants, accountants, lawyers, etc.) gives them valuable information”.

<sup>9</sup>“For the purpose of preventing the unfair use of information which may have been obtained by such beneficial owner, director, or officer by reason of his relationship to the issuer, any profit realized by him from any purchase and sale, or any sale and purchase, of any equity security of such issuer (other than an exempted security) or a securi-

(ii) *Disclose or abstain theory*: como evolução da *special facts theory*, a construção doutrinária e jurisprudencial da divulgação ampla ou da total abstenção quanto a informações privilegiadas sustentou-se, originalmente, na já mencionada *Rule 10b-5*<sup>10</sup> e ganhou ainda mais evidência com o julgamento dos casos *Texas Gulf Sulphur Company*, de 1986,<sup>11</sup> e *Chiarella*, de 1978,<sup>12</sup> cuja importância dos julgados foi o “alargamento da qualificação de um agente como *insider*” para além do âmbito da administração da empresa (AUGUSTO, 2004, p. 1004); e

(iii) *Misappropriation theory*: consiste em mais uma perspectiva teórica de alargar o conceito de *insider* ao considerar “que o uso de informação privilegiada constitui uma apropriação ilegítima de informação em relação a seu proprietário original”, com a intenção de alcançar sujeitos não vinculados à sociedade empresária por dever de lealdade, estando presente nos casos *Dirks*, de 1983,<sup>13</sup> e *United States vs. O’Hagen*, de 1997.<sup>14</sup>

---

ty-based swap agreement involving any such equity security within any period of less than six months, unless such security or security-based swap agreement was acquired in good faith in connection with a debt previously contracted, shall inure to and be recoverable by the issuer, irrespective of any intention on the part of such beneficial owner, director, or officer in entering into such transaction of holding the security or security-based swap agreement purchased or of not repurchasing the security or security-based swap agreement sold for a period exceeding six months” (ESTADOS UNIDOS, 1934b, p. 259).

<sup>10</sup> Ver o texto da norma: “Rule 10b-5 – Employment of Manipulative and Deceptive Devices – It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails or of any facility of any national securities exchange, (a) to employ any device, scheme, or artifice to defraud, (b) to make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or (c) to engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person, in connection with the purchase or sale of any security” (ESTADOS UNIDOS, 1934a).

<sup>11</sup> Conforme a pesquisa de Ana Micaela Pedrosa Augusto (2004, p. 1004), “O Tribunal considerou que a questão central não era apenas a relação de especial confiança existente ou não entre o *insider* e a sociedade, já que o *insider* era todo aquele que tivesse acesso a informação privilegiada, ainda que sem uma relação de especial confiança, pelo que estava sujeito a abster-se de divulgar a informação a todo o mercado ou a comunicá-la ao mesmo, dever esse imposto directamente a quem tivesse relação especial com a sociedade”.

<sup>12</sup> Ainda conforme a pesquisa de Ana Micaela Pedrosa Augusto (2004, p. 1005), a Suprema Corte restringiu o alcance da norma 10b-5 no caso *Chiarella*, porquanto se tratava de um funcionário de tipografia prestadora de serviço a entidades financeiras, razão pela qual as informações a que teve acesso privilegiado não chegaram a ele em decorrência de uma posição de confiança na empresa fonte. Assim, a Suprema Corte norte-americana decidiu que o funcionário da tipografia não poderia ser considerado *insider*.

<sup>13</sup> Mais um caso em que a Suprema Corte dos Estados Unidos não considerou como *insider* um agente obtentor de informação privilegiada que não participava da administração da empresa – no caso, um analista financeiro que avisou seus clientes sobre os prejuízos que teriam ao investir em determinada empresa por ter identificado situações irregulares (AUGUSTO, 2004, p. 1006).

<sup>14</sup> O advogado O’Hagen adquiriu ações da sociedade para qual prestava seus serviços, ciente de informações a ele confiadas referentes a uma grande oferta pública de aquisição que valorizou bastantes os papéis da empresa. Nesse caso, a Suprema Corte entendeu pela ocorrência de uma violação de um dever de lealdade para com a empresa fonte da informação (AUGUSTO, 2004, p. 1007).

Vale salientar que a intervenção da SEC para regular o mercado de valores mobiliários, centrado na proteção do investidor, parte do princípio da informação plena (*full disclosure*) como algo positivo para a estabilidade do sistema financeiro. De acordo com tal princípio, a informação no mercado de capitais deve ser plena, tanto no aspecto quantitativo como no qualitativo, razão pela qual o uso de informação privilegiada por um *insider* em detrimento do conhecimento prévio dos demais agentes econômicos é rechaçado pelos defensores desse princípio, o que, como já dito, prevaleceu na regulação norte-americana.

Não obstante, a própria doutrina norte-americana conta com relevante posicionamento diverso, albergado pela Escola de Chicago, cujo precursor foi o economista Henry Manne. Em sua obra *Insider Trading and Stock Market*, de 1966, Manne opõe-se à vedação de tal prática de mercado, por entender que a assimetria de informação que favorece os *corporate insiders* representa uma vantagem para o crescimento do mercado (MANNE, 1966). Esses agentes econômicos sinalizarão os negócios mais promissores aos investidores experientes (*investor-turned-trader*), bastando que estejam atentos aos movimentos dos *insiders*.<sup>15</sup>

Ocorre que, em que pesem os argumentos contrários, o *insider trading* é tido como conduta ilícita nos EUA, bem como na maior parte dos países que operam economias de mercado, a exemplo de Portugal, no âmbito da União Europeia, e do Brasil, conforme se verá em maior detalhe adiante.<sup>16</sup>

---

<sup>15</sup> Nas palavras de Henry Manne: “Thus far we have dealt two extreme kinds of share purchasers, the pure speculator or trader and the pure investor or holder. At some point, however, every human investor must become a trader. Individuals cannot own shares in perpetuity, and death causes a change of ownership. At that moment, or at any other points at which ownership changes, the investor becomes a trader, and he may dispose of his shares the day before a bonanza is announced. But the investor-turned-trader may have sold and realized even less if insiders were not trading. More importantly, the longer a shareholder has held his shares, the less significant proportionately will be any gain lost to insiders the day before a piece of good news was publicly announced. To illustrate this last point: if shares have risen over period of five years from a price of 10 to a price of 50, the loss of two points as a result of not having inside information will not be very significant. But if shares were bought the day before yesterday at 49 and sold today at 50, the failure to gain the two additional points seems quite important. Indeed, it means that the gain could have been tripled by holding on for a day. Thus it seems fair to conclude for a second time that the less frequently outside shareholders trade, the less they will lose as a result of the exploitation of valuable information by insiders. But the fact that the same individual may both hold and then trade stock does not justify a rule for investors when they turn into traders that we would not justify for the pure speculator” (MANNE, 1966, p. 109).

<sup>16</sup> Esclarece o professor da Universidade Berkeley da Califórnia Hayne E. Leland (1992, p. 859) a posição do legislador americano em proibir a prática do *insider trading*, bem como em que passo segue o debate sobre sua proibição: “Is insider trading good for financial markets? In 1934, the U.S. Congress decided ‘no’, and the insider trading in the United States has been regulated by the Securities and Exchange Commission since that time. Not all countries have followed the U.S. example, and the debate continues: some countries without regulation are now considering it whereas in academic circles, the benefits of regulating insider trading are still being contested (see, e.g., Manne 1966, Carlton and Fischel 1983; Easterbrook 1985; Glosten 1988; Bajeux and Rochet 1989; Manove 1989)”.

Por fim, cumpre adotar um conceito geral a respeito do *insider trading*, além de, por desdobramento, expor o alcance das expressões *insider* e *informação relevante* ou *privilegiada*, de modo a contemplar, *a priori*, as definições legais luso-brasileiras: uso de informação ainda não divulgada, relevante para a cotação dos valores mobiliários ou potencialmente capaz de influir na decisão de investidores perante o mercado de capitais, da qual teve conhecimento privilegiado em razão de sua proximidade com a fonte da informação (administração das empresas envolvidas, por exemplo), com a intenção de obter vantagem indevida para si ou para terceiro.

### 3. Consequências jurídicas do *insider trading*

#### 3.1. Ordem constitucional e mercado financeiro

A tutela da ordem financeira no ordenamento jurídico brasileiro é estruturada desde a Constituição Federal até um complexo sistema normativo infraconstitucional, que contempla uma gama de prescrições normativas administrativas e penais.

A Constituição de 1988 inovou ao trazer capítulo destinado exclusivamente a disciplinar o Sistema Financeiro Nacional (SFN), ao passo que as cartas políticas anteriores relegaram a matéria tão somente à legislação infraconstitucional.

O novo contexto jurídico-constitucional confere demasiada importância às atividades econômicas e financeiras próprias do segundo setor (mercado) por atribuir-lhes uma estrutura de comandos constitucionais norteadores da intervenção do Estado em tais searas, o que enseja uma ordem favorável ao desenvolvi-

mento social e econômico do país de forma harmônica.

Trata-se do Título VII da Constituição da República, o qual estabelece princípios e regras que regem a Ordem Econômica e Financeira do Estado brasileiro, cabendo ao correspondente Capítulo IV, precisamente no art. 192 (Emenda Constitucional nº 40, de 2003), dispor sobre o SFN.

Depreendem-se dessa estrutura normativa os princípios constitucionais (i) do desenvolvimento equilibrado do país; (ii) da supremacia dos interesses da coletividade; e (iii) dos limites à participação do capital estrangeiro, os quais funcionam como os fins e as arestas a serem observados pelos órgãos e entidades que compõem o SFN (RODRIGUES; SILVA, 2013, p. 340).

Com relação à ordem constitucional portuguesa, cumpre salientar a proximidade semântica com as normas correspondentes no Direito brasileiro, porquanto a Constituição Portuguesa de 1976 incumbe prioritariamente ao Estado, em seu art. 81º, *f*, o mister de “assegurar o funcionamento eficiente dos mercados, de modo a garantir a equilibrada concorrência entre as empresas, a contrariar as formas de organização monopolistas e a reprimir os abusos de posição dominante e outras práticas lesivas do interesse geral”.

Em suma, o texto constitucional autoriza a intervenção do Estado português no domínio econômico desde que esteja constricto ao objetivo de “garantir o eficiente funcionamento do mercado”, norteado pelos princípios da *livre concorrência* e do *interesse geral*.

É importante ressaltar, igualmente, que ambas as ordens econômicas nacionais estão alicerçadas na proteção da livre iniciativa,<sup>17</sup> de-

<sup>17</sup> Nesse sentido, José Carlos Vieira de Andrade (2012, p. 255) defende que a Constituição Portuguesa “seja inter-

vidamente consagrada no art. 170, *caput*, da Constituição da República brasileira e nos arts. 61, 1, e 80, c, da Constituição Portuguesa de 1976.

A intervenção estatal, por meio da regulação dos mercados tanto no Direito brasileiro como no Direito português, não tem o condão, portanto, de conduzir a economia, mas somente de prevenir e corrigir os desvios e abusos dos agentes econômicos que ponham em questão a segurança do próprio mercado. A inspiração do constituinte de 1976 serviu-se de conceitos econômicos antes mencionados: (i) o pressuposto da *teoria da escolha racional*, devido à qual se reconhece que os agentes econômicos maximizam a satisfação de seus interesses particulares, (re)agindo racionalmente conforme os incentivos presentes; (ii) a inevitável ocorrência de *falhas de mercado*, a exemplo de *monopólios* ou *abuso de posição dominante* e – especialmente para o caso sob análise – *informações assimétricas*.<sup>18</sup>

### 3.2. Insider trading e regulação econômica

#### 3.2.1. Introdução ao Estado Regulador

O regular funcionamento do mercado demanda a existência de supervisão e fiscalização dos agentes econômicos envolvidos, a fim de prevenir e reparar danos decorrentes de condutas nocivas à própria existência e à estabilidade do sistema.

A supervisão e a fiscalização do mercado, por sua vez, fundadas em um conjunto de normas pertinentes ao funcionamento do setor em questão, consistem na sua regulação e, em sendo tal setor impactante no domínio econômico, a regulação assume a qualidade de regulação

---

pretada no sentido de consagrar o princípio da liberdade como regra das relações entre indivíduos iguais. Os indivíduos, no uso de seu direito ao livre desenvolvimento de personalidade, devem poder autodeterminar os seus comportamentos e conduzir o seu próprio projeto de vida, tal como lhes compete em primeira linha harmonizar e ajustar entre si, no uso da liberdade negocial, os seus direitos e interesses”.

<sup>18</sup>“*As informações e o Direito* – São as mais diversificadas as normas legais cuja finalidade reside, especificamente, em obrigar determinados agentes econômicos a prestarem às partes interessadas as informações relevantes para tomada de decisões. [...] Fora do campo do consumo, a própria lei das sociedades anônimas contém diversos dispositivos agrupados sob o título *Dever de Informar*, o mesmo valendo para regulamentação das operações de Bolsa e em diversas outras hipóteses. Em uma empresa dedicada a empreitadas públicas os diretores e principais assessores podem ficar sabendo a respeito de importante contrato a ser por ela celebrado, por exemplo, para a construção de um trecho do metrô de uma grande cidade. Eles poderão ir à Bolsa de Valores e adquirir grande quantidade de ações daquela companhia, para revendê-las com substancial lucro, logo depois, quando a notícia do contrato chegar ao mercado bursátil, elevando o preço daqueles papéis. O mesmo poderá se dar, em sentido inverso, se o contrato vier a ser cancelado. A isso chama-se ‘informação privilegiada’ ou em inglês *insider trading*, isto é, negociação por aqueles de dentro – em muitas legislações capitulado como crime –, caso não feita ao mercado a competente comunicação” (NUSDEO, 2005, p. 148).

econômica, podendo-se manifestar tanto na esfera pública como na esfera privada (autorregulação).

Dessa forma, Flora Pinotti Sano (2009, p. 11) considera a regulação no seu sentido amplo, como supervisão, fiscalização e elaboração de normas, “expedidas por autoridades públicas ou entidades auto-reguladoras como um dos vetores fundamentais para o desenvolvimento do mercado”.

A regulação pública, conforme Pedro Costa Gonçalves (2013, p. 12), tem origem no Estado, correspondendo “a uma incumbência ou responsabilidade estadual, traduzida em disciplinar juridicamente o funcionamento da economia e do mercado (regulação econômica)”, além de proteger demais bens públicos, assim tidos pelo Direito, como o meio ambiente ecologicamente equilibrado e a saúde pública, bem como “direitos dos cidadãos, enquanto consumidores de serviços de interesse econômico geral (regulação social)”. Ainda segundo o autor, o Estado Regulador, ao assumir a responsabilidade constitucional de regular tais setores, originalmente privados – mas que ganham, em escala, relevo na esfera do interesse público –, passa a se comportar como um verdadeiro “Estado Administrativo de Garantia”.

É importante salientar que o Estado Administrativo de Garantia, que sucedeu ao antigo Estado social (interventor)<sup>19</sup> e no qual a

<sup>19</sup>No que tange à realidade dos efeitos da crise econômica de 2008, Pedro Costa Gonçalves (2013, p. 40-41) esclarece o que se passa sobretudo em Portugal: “Está em curso um vasto processo de diminuição substancial da intervenção pública e dos gastos públicos nos setores sociais (sobretudo, saúde e educação), bem como nas áreas de intervenção assistencial (segurança social, proteção na doença e no desemprego); o caminho faz-se voltando para trás, por via da compressão e da abolição de direitos sociais; o facto, acima assinalado, de estarmos na presença de uma crise de dupla face faz com que, por razões financeiras, a assistência do Estado se reduza no momento em que os cidadãos mais precisam dela”.

regulação econômica tem papel central, surge como um verdadeiro compromisso de disciplinar e “gerir as consequências das medidas de privatização”,<sup>20</sup> isto é, o novo modelo de Estado Regulador “incumbiu-se de assegurar uma *função de direção, condução* ou *pilotagem*, mesmo que não se empenhe na produção de bens e na prestação direta de serviços aos cidadãos” (GONÇALVES, 2013, p. 13).

Segundo Fábio Nusdeo (2005), entre as quatro formas elementares de intervenção do Estado no domínio econômico, a *regulação* condiz melhor com o novo papel que o Estado Administrativo de Garantia deve ostentar em meio ao domínio econômico. Trata-se de um papel mais coadjuvante com relação à atuação primordial dos agentes econômicos privados.

As demais formas são a *indução*, a *participação* e a *absorção*.

A *indução* consiste na capacidade da Administração Tributária de gerar incentivos no mercado para estimular ou desestimular a atividade de certos segmentos de mercado, utilizando, para tanto, a tributação extrafiscal,<sup>21</sup> ou seja, sem a intenção precípua de arrecadar receitas. Um exemplo de *indução* estatal é a alta carga tributária comumente aplicada à fabricação e ao consumo de tabaco e bebidas alcoólicas, por meio da qual o Estado procura desestimular o consumo de tais produtos, vi-

<sup>20</sup>O autor destaca a importância da participação dos agentes privados na prestação cooperada de serviços públicos, *in verbis*: “Um outro eixo do maior relevo passa pela procura de soluções de um novo tipo, que estendam para as áreas do Estado Social a governação colaborativa e os esquemas de parceria entre os setores público e privado. A mobilização dos privados para a colaboração e a cooperação com o setor público poderá representar um fator chave com contribuição direta para a saída da crise e deste tempo de turbulência” (GONÇALVES, 2013, p. 41).

<sup>21</sup>Para Paulo de Barros Carvalho (2011, p. 231): “Consistindo a extrafiscalidade no emprego de fórmulas jurídico-tributárias para a obtenção de metas que prevalecem sobre os fins simplesmente arrecadatórios de recursos monetários, o regime que há de dirigir tal atividade não poderia deixar de ser aquele próprio das exações tributárias”.

sando reduzir os danos à saúde dos consumidores e a elevação de despesas com a saúde pública.

A *participação* e a *absorção* são semelhantes, divergindo apenas quanto ao grau de intervenção, porquanto consistem na atuação direta do Estado na economia, como fornecedor de bens e serviços aos cidadãos, por regime de empresas estatais monopolistas (*absorção*) ou concorrendo com os demais particulares.

Não há dúvida de que, conforme a ordem constitucional-econômica vigente, não existe mais espaço para o avanço do Estado no domínio econômico sob a forma de *participação* ou *absorção*, sob pena de violação do princípio constitucional da *livre iniciativa*, consagrado tanto no Direito brasileiro como no Direito português. A presente constatação corrobora a importância da regulação,<sup>22</sup> conforme defendida pela doutrina antes mencionada, ao lado de proporcionais intervenções por meio de normas tributárias indutoras.<sup>23</sup>

### 3.2.2. Regulação econômica do mercado de valores mobiliários e a proibição do *insider trading* no Brasil

A regulação brasileira do Mercado de Valores Mobiliários está a cargo da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), entidade autárquica de controle,<sup>24</sup> criada pela Lei Federal nº 6.385, de 1976.

---

<sup>22</sup> Rolf Stober (2012, p. 91-92) expõe o conceito de uma Economia Social de Mercado, em que o papel do Estado é subsidiário, bem ajustada a intervenção por meio da regulação e da indução tributária, conforme transcrição a seguir: “As regras fundamentais da interação de interesses individuais, de interesses de grupo e de interesses do Estado são o princípio da subsidiariedade [...] e o princípio da solidariedade (‘um por todos e todos por um’). Por esta razão, o Estado dirige o decurso da economia para vincular a liberdade econômica ao mercado com justiça social e equilíbrio social. O Estado comportase como vigilante do mercado, porque o mercado leva pouco em consideração os interesses sociais dos participantes econômicos. Exemplos: Pequenas e médias empresas [...], consumidor [...], trabalhador, vizinho de empresa. São possíveis diferentes maneiras de correção social, dependendo dos respectivos objetivos de orientação do Estado. O fim pode ser a correção de abusos de mercado (formação de monopólios) e de insuficiências de mercado, evitar resultados econômicos lesivos para o bem comum e proteger e apoiar determinados sujeitos econômicos (proteção do consumidor) ou anular uma má evolução da economia”.

<sup>23</sup> A respeito do impacto das normas tributárias indutoras do equilíbrio do mercado: “Paralelamente, pode-se apontar no tributo uma relação imediata com aquelas funções, quando se tem em conta sua função indutora de comportamentos. Esta característica impõe que se perceba que o tributo tem várias funções. Ao lado da mais óbvia – a arrecadadora – destacam-se outras, comuns a toda a atividade financeira do Estado (receitas e despesas): as funções distributiva, alocativa (indutora) e estabilizadora. Ao afetar o comportamento dos agentes econômicos, o tributo poderá influir decisivamente no equilíbrio antes atingido pelo mercado. As distorções daí decorrentes também haverão de ser consideradas na análise da tributação” (SCHOUERI, 2012, p. 40).

<sup>24</sup> Para José dos Santos Carvalho Filho (2011, p. 463-464), “A essas autarquias reguladoras foi atribuída a função principal de controlar, em toda a sua extensão, a prestação dos serviços públicos e o exercício de atividades econômicas, bem como a própria atuação das pessoas privadas que passaram a executá-los, inclusive impondo sua adequação aos fins colimados pelo Governo e às estratégias econômicas e administrativas que inspiraram

A Lei Federal nº 6.404, de 1976, a seu turno, “dispõe sobre as sociedades por ações” e, por força de seu art. 4º, rege, especialmente, as sociedades de capital aberto, isto é, aquelas que negociam suas ações no mercado de valores mobiliários, razão pela qual tal diploma tem inequívoco relevo na regulação do mercado de capitais, ao cuidar da intimidade dos negócios e da administração de tais empresas.

As leis assinaladas acima inauguram o regime de prevenção e repressão à prática do *insider trading* no Brasil, dispondo sobre o assunto tanto na perspectiva da regulação econômica típica do direito administrativo quanto na perspectiva jurídico-penal. Importa destacar que, em ambas, as disposições expressas quanto à proteção dos investidores e do equilíbrio do mercado em face do *insider trading* foram introduzidas pela Lei Federal nº 10.303, de 2001.

Assim, além da criação da CVM, a Lei Federal nº 6.385, de 1976, prescreve, no art. 4º, os objetivos que devem nortear a atuação da autoridade reguladora a ser desempenhada pela autarquia federal:

I – estimular a formação de poupanças e a sua aplicação em valores mobiliários;

II – promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações, e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social de companhias abertas sob controle de capitais privados nacionais;

III – assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados da bolsa e de balcão;

IV – proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra:

- a) emissões irregulares de valores mobiliários;
- b) atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas, ou de administradores de carteira de valores mobiliários;
- c) o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários (alínea incluída pela Lei nº 10.303, de 31/10/2001).

---

o processo de desestatização. Pode mesmo afirmar-se, sem receio de errar, que tais autarquias deverão ser fortes e atentas à área sob seu controle. Sem isso, surgirá o inevitável risco de que pessoas privadas pratiquem abuso de poder econômico, visando à dominação dos mercados e à eliminação da concorrência, provocando aumento arbitrário de seus lucros. [...] A propósito, a relação jurídica entre a agência reguladora e as entidades privadas sob seu controle tem gerado estudos e decisões quanto à necessidade de afastar indevidas influências destas últimas sobre a atuação da primeira, de modo a beneficiar-se as empresas em desfavor dos usuários do serviço. É o que a moderna doutrina denomina de teoria da captura (“capture theory”, na doutrina americana), pela qual se busca impedir uma vinculação promíscua entre a agência, de um lado, e o governo instituidor ou os entes regulados, de outro, com flagrante comprometimento da independência da pessoa controladora”.

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

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

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

VIII – assegurar a observância no mercado, das condições de utilização de crédito fixadas pelo Conselho Monetário Nacional (BRASIL, 2001).

No âmbito da administração das sociedades por ações de capital aberto, a Lei Federal nº 6.404, de 1976, prescreve, em seus arts. 154 e 155, os *deveres gerais de lealdade e de diligência*, entre os quais se relacionam com o *insider trading* os seguintes:

(i) é vedado ao administrador receber de terceiros, sem autorização estatutária ou da assembleia-geral, qualquer modalidade de vantagem pessoal, direta ou indireta, em razão do exercício de seu cargo (art. 154, § 2º, “c”);

(ii) o administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios, sendo-lhe vedado usar, em benefício próprio ou de outrem, com ou sem prejuízo para a companhia, as oportunidades comerciais de que tenha conhecimento em razão do exercício de seu cargo (art. 155, *caput* e I);

(iii) cumpre, ademais, ao administrador de companhia aberta, guardar sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, obtida em razão do cargo e capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários, sendo-lhe vedado valer-se da informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários (art. 155, § 1º);

(iv) o administrador deve zelar para que a violação do disposto no § 1º não possa ocorrer através de subordinados ou terceiros de sua confiança (art. 155, § 2º);

(v) a pessoa prejudicada em compra e venda de valores mobiliários, contratada com infração do disposto nos §§ 1º e 2º, tem direito de haver do infrator indenização por perdas e danos, a menos que ao contratar já conhecesse a informação (art. 155, § 3º);

(vi) é vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários<sup>25</sup> (BRASIL, 2001).

A CVM, no exercício da atribuição de autoridade reguladora do mercado de capitais, expediu a Instrução nº 358, de 2002, a fim de densi-

<sup>25</sup> Ver § 4º do art. 155 – parágrafo introduzido pela Lei Federal nº 10.303, de 2001.

ficar a legislação quanto à proibição do *insider trading*, mais especificamente a respeito da “divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas”, disciplinando a divulgação de informações na negociação de valores mobiliários.

Em síntese, o ato normativo da Comissão procura definir *fato relevante* que potencialmente pode dar azo à prática ilícita de *insider trading*, fazendo uso, para tanto, de um rol exemplificativo de fatos negociais relevantes para oscilação do mercado de capitais, tais como: (i) incorporação, fusão ou cisão envolvendo a companhia ou empresas ligadas (art. 2º, VII); (ii) lucro ou prejuízo da companhia e a atribuição de proventos em dinheiro (art. 2º, XVI); (iii) descoberta, mudança ou desenvolvimento de tecnologia ou de recursos da companhia (art. 2º, XX); e (iv) impetração de concordata, requerimento ou confissão de falência ou propositura de ação judicial que possa vir a afetar a situação econômico-financeira da companhia (art. 2º, XXII). Além disso, resguarda o dever de sigilo e as cautelas para prevenir o vazamento de tais informações sobre *fatos relevantes* antes de sua devida divulgação, também conforme o disposto na Instrução. Ademais, impõe vedações importantes que previnam o uso indevido de informações relevantes por indivíduos ligados à administração da sociedade de capital aberto, bem como de terceiros que possam obtê-las por alguma falha na garantia do sigilo da informação, evidentemente antes de sua ampla divulgação.<sup>26</sup>

---

<sup>26</sup> Trata-se dos seguintes dispositivos da Instrução nº 358, de 2002, da CVM: “Art. 13 Antes da divulgação ao mercado de ato ou fato relevante ocorrido nos negócios da companhia, é vedada a negociação com valores mobiliários de sua emissão, ou a eles referenciados, pela própria companhia aberta, pelos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, ou por quem quer que, em virtude de seu cargo, função ou posição na companhia aberta, sua controladora, suas controladas ou coligadas, tenha conhecimento da informação relativa ao ato ou fato relevante. §1º A mesma vedação aplica-se a quem quer que tenha conhecimento de informação referente a ato ou fato relevante, sabendo que se trata de informação ainda não divulgada ao mercado, em especial àqueles que tenham relação comercial, profissional ou de confiança com a companhia, tais como auditores independentes, analistas de valores mobiliários, consultores e instituições integrantes do sistema de distribuição, aos quais compete verificar a respeito da divulgação da informação antes de negociar com valores mobiliários de emissão da companhia ou a eles referenciados. §2º Sem prejuízo do disposto no parágrafo anterior, a vedação do *caput* se aplica também aos administradores que se afastem da administração da companhia antes da divulgação pública de negócio ou fato iniciado durante seu período de gestão, e se estenderá pelo prazo de seis meses após o seu afastamento. §3º A vedação do *caput* também prevalecerá: I – se existir a intenção de promover incorporação, cisão total ou parcial, fusão, transformação ou reorganização societária; e II – em relação aos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores e membros do conselho de administração, sempre que estiver em curso a aquisição ou a alienação de ações de emissão da companhia pela própria companhia, suas controladas, coligadas ou outra sociedade sob controle comum, ou se houver sido outorgada opção ou mandato para o mesmo fim. § 4º Também é vedada a negociação pelas pessoas mencionadas no *caput* no período de 15 (quinze) dias que anteceder a divulgação das informações trimestrais (ITR) e anuais (DFP) da companhia, ressalvado o disposto no § 3º do art. 15. §5º As vedações previstas no *caput* e nos §§ 1º, 2º, e 3º, inciso I, deixarão de vigorar tão logo a companhia divulgar o fato relevante ao mercado, salvo se a negociação com as

A *responsabilidade civil* pela prática de *insider trading* importa no dever de reparação a eventuais danos causados à empresa, aos acionistas, bem como a terceiros e a demais investidores no mercado de capitais, decorrentes da infração aos dispositivos transcritos da Lei Federal nº 6.385, de 1976, e da Lei Federal nº 6.404, de 1976.

Quanto à *responsabilidade administrativa*, cumpre destacar o que dispõe o art. 11 da Lei Federal nº 6.385, de 1976, cujo *caput* confere à CVM o mister de cominar sanções administrativas a infratores tanto de suas respectivas disposições legais quanto da Lei Federal nº 6.404, de 1976 (Lei das Sociedades por Ações) e da regulação expedida pela própria Comissão, a exemplo da já citada Instrução nº 358, de 2002. O rol de sanções vai desde advertências a sanções rigorosas de multas bastante elevadas, inabilitação do exercício de cargos de administrador e conselheiro por até vinte anos e cassação de autorização ou registro de operação da empresa (“pena de morte” da pessoa jurídica).

Por fim, a *responsabilidade penal* decorre do tipo do art. 27-D<sup>27</sup> da Lei Federal nº 6.385, de 1976, acrescentado à redação original também por força da Lei Federal nº 10.303, de 2001, que criminalizou a prática do *insider trading*, sob a rubrica de *uso indevido de informação privilegiada*.<sup>28</sup>

---

ações puder interferir nas condições dos referidos negócios, em prejuízo dos acionistas da companhia ou dela própria” (BRASIL, 2002).

<sup>27</sup>“Art. 27-D Utilizar informação relevante ainda não divulgada ao mercado, de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo, capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiro, com valores mobiliários: Pena – reclusão, de 1 (um) a 5 (cinco) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime” (BRASIL, 1976a).

<sup>28</sup>Quanto à jurisprudência, há notícia de apenas uma condenação pela prática de *insider trading* no Brasil, no caso da fusão das empresas *Sadia e Perdigão*, cuja ementa do acórdão segue transcrita: “PENAL E PROCESSUAL PENAL – CRIME CONTRA O MERCADO DE CAPITAIS – USO INDEVIDO DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA – *INSIDER TRADING* – ART. 27-D DA LEI Nº 6.385/76 – JUSTIÇA FEDERAL – COMPETÊNCIA – AUTORIA, MATERIALIDADE E DOLO – COMPROVAÇÃO – OFENSA AO BEM JURÍDICO TUTELADO NO BRASIL – REPRIMENDAS QUE DEVEM SER MAJORADAS – PENA DE MULTA – FUNDO PENITENCIÁRIO NACIONAL – ARTIGO 72 DO CP – INAPLICABILIDADE – FIXAÇÃO DO DANO MORAL COLETIVO (ART. 387, VI, CPP) – APLICAÇÃO – APELAÇÃO MINISTERIAL PARCIALMENTE PROVIDA – APELAÇÃO DEFENSIVA DESPROVIDA. [...] 2.- Autoria delitiva comprovada ante o conjunto probatório carreado, apto à demonstração de infringência ao dever de lealdade consubstanciada na utilização de informações privilegiadas ainda não divulgadas ao mercado acionário nas operações referentes à oferta pública de ações, em razão dos cargos ocupados pelos acusados. Materialidade incontestada ante a prova documental coligida. 3.- Não há falar em ausência de dolo, pois os acusados eram ocupantes de funções de alta relevância na empresa, e por óbvio tinham ciência do dever de lealdade e de sigilo das informações em razão dos cargos que ocupavam, bem como não poderiam utilizar de informações privilegiadas para negociar valores mobiliários no mercado de capitais, valendo-se de intermediários estrangeiros com o intuito de ocultar das autoridades brasileiras as operações negociadas no exterior. 4.- O bem jurídico tutelado no delito em apreço consiste na confiança depositada pelos investidores no mercado a fim de assegurar o correto funcionamento do mercado de capitais. Ademais, a credibilidade das operações do mercado de valores mobiliários se consubstancia na transparência das informações e na divulgação ampla de fato ou ato relevante a fim de garantir a igualdade

O país adotou, conforme a legislação em vigor e a regulação pertinente, sistema semelhante à *disclose or abstain theory*,<sup>29</sup> sobretudo para fins de responsabilização administrativa e penal, ao dirigir as sanções àqueles que detêm o dever de lealdade e de preservar o sigilo das informações relevantes para o mercado de capitais. Trata-se, pois, de ilícitos próprios,<sup>30</sup> isto é, próprios a certos indivíduos com condição igualmente relevante perante as sociedades de capital aberto.

### 3.2.3. Regulação econômica do mercado de valores mobiliários e a proibição do *insider trading* em Portugal

A Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM), pessoa coletiva de direito público dotada de autonomia administrativa e financeira, é a entidade reguladora a quem

---

de condições a todos investidores de operar no mercado de capitais. [...] 9. – O dano moral coletivo está expressamente previsto tanto no Código de Defesa do Consumidor (Lei no. 8.078/90, art. 6º, VI e VII) quanto na Lei de Ação Civil Pública (Lei no. 7.347/85, art. 1º, IV). Ainda, compete ressaltar a existência da Lei nº 7.913, de 07.12.1989, que instituiu a ação civil pública de responsabilidade por danos causados aos investidores no mercado de valores mobiliários” (BRASIL, 2013).

<sup>29</sup>“Os *insiders* são pessoas que, em virtude de especiais circunstâncias derivadas de seu relacionamento com a companhia, têm acesso a informações sigilosas capazes de influenciar, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela empresa. Em virtude dos postulados da lealdade e da informação plena, os *insiders* têm o dever de divulgar o fato relevante a que tiveram conhecimento ou absterem-se de utilizar a informação considerada privilegiada em benefício próprio ou de outrem (*disclose or refrain from trading*). A criação do delito de *insider trading* no Brasil (art. 27-D da Lei no. 6.385/76) acompanha a experiência desenvolvida em outros países, afigurando-se necessária para a adequada proteção dos interesses envolvidos” (GRANDIS, 2011, p. 134).

<sup>30</sup>Nesse sentido, Rodrigo de Grandis (2011, p. 134-135) entende que “O *insider trading* é um crime próprio. Somente aquelas pessoas que tenham o dever de manter sigilo sobre a informação ou fato relevante é que, ao utilizarem a informação privilegiada, cometerão o delito estampado no art. 27-D da Lei no. 6.385/76. O dever de sigilo deve ser extraído do art. 155, § 1º, da Lei n. 6.404/76 e do art. 8º da Instrução CVM n. 358/2002”.

compete supervisionar, fiscalizar e disciplinar o mercado de capitais português e, consequentemente, identificar abusos de informação privilegiada nesse setor da economia. Criada pelo já revogado Decreto-Lei nº 142-A, de 1991, seu estatuto, atualmente, está sob a égide do Decreto-Lei nº 473, de 1999, segundo o qual é uma das atribuições da Comissão “promover o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários e de outros instrumentos financeiros e das actividades de intermediação financeira” (art. 4º, 1, “c”).

A respeito da problemática da informação no mercado de capitais, o Código de Valores Mobiliários (Decreto-Lei nº 486, de 1999) reserva integralmente seu Capítulo III, sob a epígrafe “Informação”, para lidar com eventuais assimetrias informacionais e garantir aos agentes econômicos em geral informação ampla e de qualidade sobre os negócios do setor. Assim, cumpre transcrever o prescrito no art. 7º, 1, do Código no que se refere à qualidade da informação:

A informação respeitante a instrumentos financeiros, a formas organizadas de negociação, às actividades de intermediação financeira, à liquidação e à compensação de operações, a ofertas públicas de valores mobiliários e a emitentes deve ser completa, verdadeira, actual, clara, objectiva e lícita (PORTUGAL, 1999b).

Sem embargo, a primeira manifestação do legislador português relativamente à censura do *insider trading* teve origem no Código das Sociedades Comerciais (CSC – Decreto-Lei nº 262, de 1986, revisado pelo Decreto-Lei nº 76-A, de 2006), por força do que dispõem seus arts. 449º, 450º e 524º, este último já revogado, acerca do “abuso de informação” obtida na intimidade de sociedade anônima de capital negociável no mercado de valores mobiliários.

Entre os comandos em vigor do referido diploma, o art. 64<sup>31</sup> do CSC consagra, tal como no Direito brasileiro, os deveres de diligência e lealdade que os *insiders* devem observar, além da cautela necessária para resguardar o sigilo das informações relevantes da companhia a fim de que não sejam utilizadas indevidamente por terceiros.

O art. 524<sup>o</sup> do CSC, que dispunha sobre a criminalização do “abuso de informações”, foi revogado pelo Código de Valores Mobiliários, que migrou a criminalização da conduta do *insider trading* para o art. 378<sup>o</sup> de seu texto normativo, em mais uma semelhança com a legislação brasileira.

A *responsabilidade civil* por dolo decorre, sobretudo, do descumprimento dos comandos do Código das Sociedades Comerciais, precisamente quanto ao *abuso de informação* proibido pelos arts. 449<sup>o</sup> e 450<sup>o</sup> do CSC. Quanto à responsabilidade por negligência, sublinhe-se a importância dos deveres de lealdade e de diligência prescritos no art. 64 do mesmo Diploma Legal.

A *responsabilidade administrativa* dos *corporate insiders* fica, em considerável medida, absorvida pela abrangente *responsabilidade penal*, decorrente do tipo do art. 378<sup>o</sup><sup>32</sup> do Código de Valores Mobiliários, bem

---

<sup>31</sup> “Artigo 64<sup>o</sup> (Deveres fundamentais) 1 – Os gerentes ou administradores da sociedade devem observar: a) Deveres de cuidado, revelando a disponibilidade, a competência técnica e o conhecimento da actividade da sociedade adequados às suas funções e empregando nesse âmbito a diligência de um gestor criterioso e ordenado; e b) Deveres de lealdade, no interesse da sociedade, atendendo aos interesses de longo prazo dos sócios e ponderando os interesses dos outros sujeitos relevantes para a sustentabilidade da sociedade, tais como os seus trabalhadores, clientes e credores. 2 – Os titulares de órgãos sociais com funções de fiscalização devem observar deveres de cuidado, empregando para o efeito elevados padrões de diligência profissional e deveres de lealdade, no interesse da sociedade” (PORTUGAL, 1986).

<sup>32</sup> “Artigo 378<sup>o</sup> (Abuso de informação) 1 – Quem disponha de informação privilegiada: a) Devido à sua qualidade de titular de um órgão de administração ou de fiscalização de um emitente ou de titular de uma participação no respectivo capital; ou b) Em razão do trabalho ou do serviço que preste, com carácter permanente ou ocasional, a um emitente ou a outra entidade; ou c) Em virtude de profissão ou função pública que exerça; ou d) Que, por qualquer forma, tenha sido obtida através de um facto ilícito ou que suponha a prática de um facto ilícito; e a transmita a alguém fora do âmbito normal das suas funções ou, com base nessa informação, negocie ou aconselhe alguém a negociar em valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros ou ordene a sua subscrição, aquisição, venda ou troca, directa ou indirectamente, para si ou para outrem, é punido com pena de prisão até 5 anos ou com pena de multa. 2 – Qualquer pessoa não abrangida pelo número anterior que, tendo conhecimento de uma informação privilegiada, a transmita a outrem ou, com base nessa informação, negocie ou aconselhe alguém a negociar em valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros ou ordene a sua subscrição, aquisição, venda ou troca, directa ou indirectamente, para si ou para outrem, é punida com pena de prisão até 4 anos ou com pena de multa até 240 dias. 3 – Entende-se por informação privilegiada toda a informação não tornada pública que, sendo precisa e dizendo respeito, directa ou indirectamente, a qualquer emitente ou a valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros, seria idónea, se lhe fosse dada publicidade, para influenciar de maneira sensível o seu preço no mercado. 4 – Em relação aos instrumentos derivados sobre mercadorias, entende-se por informação privilegiada toda a informação com carácter preciso que não tenha sido tornada pública e respeite, directa ou indirectamente, a um ou mais desses instrumentos derivados e que os utilizadores dos mercados em que aqueles são negociados esperariam receber ou teriam direito a receber em conformidade, respectivamente, com as práticas de

como por suas penas acessórias cominadas no art. 380º, a exemplo da interdição, por até cinco anos, do exercício pelo agente de atividade relacionada com o crime de *abuso de informação* (*insider trading*), como o desempenho das funções de “administração, direcção, chefia ou fiscalização e, em geral, de representação de quaisquer intermediários financeiros, no âmbito de alguma ou de todas as actividades de intermediação em valores mobiliários ou em outros instrumentos financeiros”. Por fim, resta mencionar a consequência jurídica do crime, inscrita no art. 380º-A, concernente à *apreensão e perda das vantagens do crime* eventualmente obtidas pelo *insider* ou por terceiro beneficiário, o que abrange “as mais-valias efectivas obtidas e as despesas e os prejuízos evitados com a prática do facto, independentemente do destino final que o arguido lhes tenha dado e ainda que as tenha posteriormente perdido”.

Portugal, ao contrário do que foi adotado no Brasil quanto ao ilícito criminal ser de natureza própria no âmbito subjetivo, expandiu o âmbito de incidência da *responsabilidade penal* para terceiros (*temporary insiders*, *insiders* não institucionais e *outsiders*) que obtenham *informações relevantes* e se utilizem delas para auferir ganho patrimonial para si ou para outrem, mesmo que não possuam qualquer tipo de vínculo com a sociedade comercial de ca-

---

mercado aceites ou com o regime de divulgação de informação nesses mercados. 5 – O disposto neste artigo não se aplica quando as operações sejam efectuadas pelo Banco Central Europeu, por um Estado, pelo seu banco central ou por qualquer outro organismo designado pelo Estado, por razões de política monetária, cambial ou de gestão da dívida pública, nem às transacções sobre acções próprias efectuadas no âmbito de programas de recompra realizados nas condições legalmente permitidas. 6 – (Revogado.) 7 – Se as transacções referidas nos nos. 1 e 2 envolverem a carteira de uma terceira pessoa, singular ou colectiva, que não seja constituída arguida, esta pode ser demandada no processo crime como parte civil, nos termos previstos no Código de Processo Penal, para efeito da apreensão das vantagens do crime ou da reparação de danos” (PORTUGAL, 1986).

pital aberto (*outsiders*).<sup>33</sup> Para Ana Micaela Pedrosa Augusto (2004, p. 1022), isso “demonstra a possível recepção pelo ordenamento jurídico português da teoria desenvolvida nos Estados Unidos, aceite pelo ordenamento jurídico comunitário e transposta pelos ordenamentos europeus, a *misappropriation theory*”, cuja imputação penal quanto a terceiros, conforme já elucidado neste trabalho, parte da premissa da criminalização da apropriação indevida da informação e do enriquecimento ilícito.<sup>34</sup>

## 4. Intervenção estatal constitucional na proibição do *insider trading*

### 4.1. Fundamentos econômicos e constitucionais para a proibição do *insider trading*

Antes de tudo, a intervenção estatal para coibir a prática do abuso de informação privilegiada, seja qual for o grau (administrativo ou penal, *exempli gratia*), deve identificar qual bem jurídico almeja proteger e, uma vez reconhecido, proceder à análise de qual grau de intervenção é adequado, necessário e efi-

---

<sup>33</sup> “Seguindo a tipologia que a casuística norte-americana organizou, o art. 378º, nº 1, alínea *a*), do CVM, pune os *corporate insiders* (ou seja, titulares de órgãos de administração ou de fiscalização de um emitente ou titular de participação no respectivo capital), as alíneas *b*) e *c*) alargam esta incriminação até aos *temporary insiders* e *insiders* não institucionais (pessoas com um vínculo profissional, permanente ou temporário, a um emitente ou, ainda, pessoas que exercem profissão ou função pública), enquanto o nº 2 pune, em determinadas circunstâncias, os *outsiders* (ou *tippies*). Estes últimos são pessoas que, não revestindo as qualidades previstas pelos anteriores preceitos, têm conhecimento de uma informação privilegiada que depois utilizam” (RAMOS; COSTA, 2006, p. 61-62).

<sup>34</sup> O caso mais notório apreciado pelos tribunais portugueses foi a *Oferta Pública de Aquisição* do Banco BCP sobre o BPA, julgado pelo Tribunal da Relação de Lisboa (PORTUGAL, 2008).

ciente<sup>35</sup> para incidir sobre a conduta ilícita, sob pena de a medida transcender os limites constitucionais de preservação dos direitos de liberdade.

A regulação econômica, para Ana Raquel Gonçalves Moniz (2013, p. 104), deve ter como objetivo “promover o equilíbrio das atividades econômicas num ambiente de concorrência livre e *fair* entre os operadores e de assegurar os bens e serviços essenciais (*Grundversorgung*)”.

É importante esclarecer, então, se o abuso de informação no mercado de capitais tem a capacidade de pôr em prejuízo a livre concorrência e o equilíbrio do próprio mercado, bem jurídico consagrado pelas ordens constitucionais investigadas como de interesse geral para a sociedade e para o desenvolvimento sustentável da economia.<sup>36</sup>

Conforme Rodrigo de Grandis (2011, p. 135), os bens jurídicos ofendidos pela prática reiterada (cumulativa) do *insider trading* são “a confiança e as regras de transparência e de informação plena vigentes no mercado de capitais”, relacionadas, em última análise, ao “correto, regular e eficiente funcionamento de um sistema com conformação constitucional, qual seja, a ordem econômica”, de natureza *supraindividual*.

No mesmo sentido, José de Faria Costa e Maria Elisabete Ramos (2006, p. 36-37) entendem que a antijuridicidade do abuso de informação não tem no horizonte a proteção de interesses individuais. “O que está em causa é, justamente, a existência do próprio mercado de valores mobiliários enquanto *connected sys-*

*tem* e não o mercado enquanto justaposição de posições individuais.”

Uma análise econômica alternativa realizada por Michael Manove (1989, p. 842-843) chegou à conclusão de que a ocorrência do *insider trading* tende a desencorajar o investimento na empresa afetada e, em larga escala, no mercado de valores mobiliários em geral, quando os potenciais investidores e os já acionistas passam a ter conhecimento de *insiders* auferindo lucros privilegiados devido às respectivas posições privilegiadas. Isso porque os *insider traders* são capazes de se apropriar de uma parte substancial dos lucros decorrentes dos investimentos à custa dos acionistas menores.<sup>37</sup>

Para Hayne Leland (1992, p. 884), não há dúvida de que os investidores menores, externos à administração das empresas (*outsiders investors*), saem normalmente prejudicados com a não proibição do *insider trading*. A expectativa de retorno de seus investimentos é reduzida porque negociam contra investidores mais bem informados. Com a reiterada prática do abuso de informação privilegiada por *insiders*, os *outsiders* possuem mais ações quando os retornos esperados são baixos e menos ações quando os retornos esperados são elevados, embora tenham reduzido o risco nos investimentos ao acompanhar os resultados obtidos, de antemão, pelos *insiders* no mercado. De toda forma, o autor reitera que os interesses dos investidores externos sempre ficam prejudicados.<sup>38</sup>

---

<sup>37</sup> Ver a redação original: “We have argued that insider trading tends to discourage corporate investment when outsiders are aware of its general presence in the marketplace. This is because insider traders are able to appropriate some part of the returns to corporate investments made at the expense of outsider shareholders. [...] Our model represents insider trading in the shares of a single corporation, but that corporation could serve as a metaphor for an entire securities market” (MANOVE, 1989, 842-843).

<sup>38</sup> Confira-se o original: “Outside investors also are hurt when insider trading is permitted. Their expected return is reduced. Because they are trading against better-

Há, portanto, fundamentos econômicos e jurídico-constitucionais bastantes para a proibição do *insider trading* tanto no Direito brasileiro quanto no Direito português. Outro ponto, contudo, é discutir qual meio de proibição (ou de intervenção) corresponde melhor aos anseios das próprias ordens constitucionais. Resta proceder ao estudo da conformação constitucional das consequências jurídicas do uso indevido de informação privilegiada, adotadas no Brasil e em Portugal.

#### 4.2. A caminho de uma responsive regulation para o *insider trading*

No tópico 3, Consequências Jurídicas do *Insider Trading*, foram compiladas as respostas dadas pelo Direito brasileiro e pelo Direito português, tanto de cariz jurídico-penal quanto por meio da regulação econômica administrativa.

A intervenção no domínio econômico por parte do Estado Regulador manifesta-se normalmente pela veiculação de normas de Direito Administrativo Sancionador, produzidas e aplicadas por entidades reguladoras, independentes da estrutura tradicional da Administração Pública.<sup>39</sup> Entretanto, torna-se cada vez mais comum a expansão<sup>40</sup> da tutela estatal

---

-informed investors, they own, on average, more shares when expected returns are low and fewer shares when expected returns are high. But outside investors also have reduced risks: because some risks are revealed through prices, the remaining risks are less. Both the mean and variance of outsiders' returns are reduced by insider trading. Outsiders' demand for stock may increase, but their welfare always decreases" (LELAND, 1992, p. 884).

<sup>39</sup> A respeito de tais entidades, João Nuno Calvão da Silva (2013, p. 184) as denomina de Autoridades Reguladoras Independentes (ARI). Segundo o autor, "considera-se crucial a separação entre a política e economia, pois só com ARI constituídas por especialistas técnicos e politicamente neutros se protege o quadro regulatório da instabilidade dos ciclos eleitorais e se garante a previsibilidade de que os operadores necessitam".

<sup>40</sup> "A expansão deste campo das normas sancionatórias, motivada pelo gigantismo industrial e financeiro que

da ordem econômica para o terreno do Direito Penal Econômico, a exemplo das incriminações do *insider trading* (i) no Brasil, art. 27-D da Lei Federal nº 6.385, de 1976; (ii) em Portugal, art. 378 do Código de Valores Mobiliários, Decreto-Lei nº 486, de 1999.

A esse fenômeno de expansão atribui-se o nome de *administrativização* do Direito Penal, pois, segundo Jesús María Silva Sánchez (2011, p. 156), o Direito Penal "assume o modo de racionalizar próprio do Direito Administrativo sancionador, senão que inclusive, a partir daí, se converte em um Direito de gestão ordinária de grandes problemas sociais".

Duas hipóteses comuns que justificam o fenômeno são: (i) a transferência da proteção de bens jurídicos do Direito Administrativo para o Direito Penal, decorrente de novos riscos e das peculiaridades da sociedade complexa, a exemplo da necessidade de defesa do meio ambiente e da ordem econômica (gestão de riscos); além disso, (ii) pode-se considerar o descrédito da instância administrativa, em si, na prevenção e reparação de ilícitos de mera conduta ou cumulativos, o que atraiu a intervenção penal subsidiária.

A expansão penal nesse sentido, em que pese parecer inevitável, não pode ser admitida com a imposição de pena de prisão. De imediato se afastam os princípios da proporcionalidade e da eficiência, pois o menor potencial ofensivo não é conciliável com a privação de

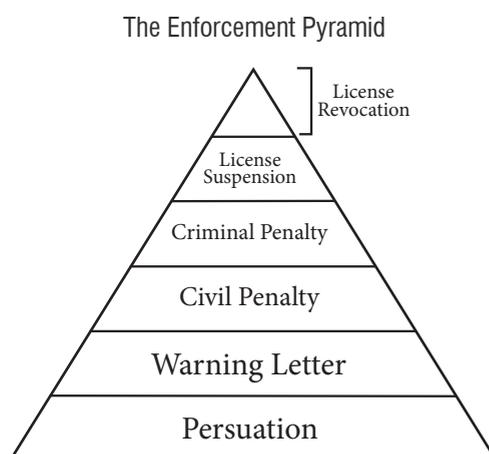
---

se acentuou exponencialmente nas últimas décadas do século passado, tornou-se por outra parte inevitável face à tomada de consciência dos novos riscos globais, determinados pelos avassaladores progressos técnico-instrumentais suscetíveis de pôr em causa a própria sobrevivência da humanidade, e que por isso o Estado não pode ignorar, antes lhe cumpre acautelar. Esta cautela perante os grandes e novos riscos conduz ao condicionamento da atividade dos agentes econômicos, designadamente das empresas, acentuando um conflito difícil de gerir entre a iniciativa e a autonomia econômicas dos privados, por um lado, e a proteção e prevenção do correto funcionamento do sistema econômico" (DIAS, 2012, p. 525-526).

liberdade – sanção mais severa prescrita nos ordenamentos jurídicos estudados –, assim como a prisão já se demonstrou ineficaz e de elevado custo ao erário na realidade brasileira.<sup>41</sup>

Por outro lado, há quem defenda não ser a incriminação associada a sanções tradicionais do Direito Penal, como a privação de liberdade, o grau de intervenção estatal mais temido pelos agentes econômicos, tais como os *insider traders*.

A partir do que expõem Ian Ayres e John Braithwaite (1992, p. 35), os agentes econômicos, considerados como agentes maximizadores de seu bem-estar e que respondem, nessa medida, a incentivos, reagem distintamente conforme o grau de intervenção estatal, bem como de acordo com a severidade da sanção caso se desviem da conduta lícita imposta pela autoridade reguladora. Para tanto, os autores sistematizam as estratégias de uma *responsive regulation* na estrutura de uma pirâmide de intervenção reguladora (*enforcement pyramid*).



Segundo Ayres e Braithwaite (1992, p. 35-36), a maior parte das ações reguladoras se dá no primeiro patamar, o de persuasão, que, para Ana Raquel Gonçalves Moniz (2013, p. 116), consiste em uma estratégia persuasiva (*proativa*) cujo êxito (eficiência regulatória) “poderá revelar-se tanto maior, quanto mais fortes forem os poderes sancionató-

<sup>41</sup> Conforme Cezar Roberto Bitencourt (2012, p. 39), “não se questiona a necessidade de o Direito Penal manter-se ligado às mudanças sociais, respondendo adequadamente às interrogações de hoje, sem retroceder ao dogmatismo hermético de ontem. Quando a sua intervenção se justificar deve responder eficazmente. A questão decisiva, porém, será: de quanto de sua tradição e de suas garantias o Direito Penal deverá abrir mão a fim de manter essa atualidade?”

rios” (*estratégias reativas*).<sup>42</sup> Impõe-se, portanto, decidir qual grau de intervenção deve ser adotado com base na aplicação do princípio da *ultima ratio*, recorrendo-se à intervenção penal regulatória apenas em último caso, após superadas todas as estratégias persuasivas (não sancionatórias).

A regulação *reativa* ou sancionatória deve sempre ceder à regulação *estratégica proativa*, sob o espectro conjugado dos princípios da subsidiariedade e da eficiência. Quanto menos gravoso o grau de intervenção e satisfatório o resultado por ele obtido, mais eficiente é a regulação econômica.

Nesse sentido, cumpre transcrever a defesa de Ana Raquel Gonçalves Moniz por uma *responsive regulation*: “a persuasão deverá atuar como estratégia de primeira linha, pelo que, somente se esta não funcionar, se recorrerá ao exercício de poderes sancionatórios”.<sup>43</sup>

Retomando a análise da *enforcement pyramid*, cumpre mencionar a posição inferior da intervenção penal com relação às sanções administrativas de suspensão e cassação de licença de operação. Pelo menos à primeira vista,

---

<sup>42</sup> Quanto à autorregulação destinada a prevenir o *insider trading*, Richard Posner (c2011, p. 567-568) é cético. Veja-se: “These problems and the more fundamental one that insider trading is inherently easy to conceal may explain why corporations have made little effort on their own to ban the practice, leaving this function to public regulation instead. Otherwise their inaction would be powerful evidence that the practice was efficient. But if the probability of detection is so low and the potential gains so great that heavy penalties – which private companies are not allowed to impose – would be necessary to curtail the practice, companies might be helpless to curtail it though they wanted to”.

<sup>43</sup> A título exemplificativo, esclarece Ana Raquel Gonçalves Moniz (2013, p. 117): “Considerem-se, por exemplo, os operadores econômicos que se apresentem como de baixo risco, e que, com facilidade, se podem transformar em ‘ofensores esquecidos’ (*forgotten offenders*). Estamos numa área em que assume especial relevância o recurso a instrumentos de persuasão ou de *soft law*, os quais, recorrendo a alguma criatividade, podem envolver a realização de campanhas de informação (‘atuações informais informativas’, como as recomendações, os esclarecimentos e as advertências) ou de inspeções”.

estas representam uma sanção mais severa em face da natureza da atividade e das vantagens patrimoniais que deixarão de ser obtidas com a cessação dela.

De fato, o ordenamento jurídico brasileiro contempla sanções administrativas nesse sentido para a prática de *insider trading*, isto é, inabilitação para o exercício de cargos de administrador e conselheiro por até vinte anos e cassação de autorização ou registro de operação da empresa (“pena de morte” da pessoa jurídica).

O Direito português cominou medidas restritivas de direito semelhantes, mas como sanções penais acessórias às penas privativas de liberdade e de multa. Curiosamente, a sanção penal restritiva de direito do Código de Valores Mobiliários português é bem mais branda do que a imposta a título de responsabilização administrativa no Brasil – a interdição do exercício profissional perante o mercado de capitais limita-se a cinco anos.

Diante do exposto, os dois ordenamentos pecam na prescrição de penas privativas de liberdade, em excesso gravosas aos direitos fundamentais de liberdade e não mais eficientes no efeito de prevenção geral e na reparação dos danos causados pela prática de *insider trading* do que estratégias regulatórias de persuasão e sancionatórias administrativas e civis, conforme a *enforcement pyramid*.

O estudo dos impactos danosos causados pela reiterada prática de *insider traders* ainda não é pacífico, não obstante os consistentes trabalhos jurídicos e econômicos que sustentam a antijuridicidade do uso de informação privilegiada. O que parece incontroverso é a ineficiência da intervenção penal, sobretudo associada à aplicação de penas privativas de liberdade. O diálogo entre o Estado regulador administrativo e o Estado titular do *jus puniendi* deve ocorrer sem que haja supressão in-

devida e desnecessária de direitos e liberdades. Aplicando-se o critério de *ultima ratio* numa escala racional de meios de prevenção, repressão e reparação do *insider trading*, chegar-se-á a um *responsive regulation* na proibição do *insider trading*.

## 5. Conclusão

No mercado de capitais, há um evidente descompasso informacional entre os agentes econômicos envolvidos, de modo que, caso os investidores se sintam inseguros, relutarão em investir em dada empresa e, na perspectiva de um risco moral sistêmico, deixarão inclusive de investir no mercado de capitais em geral, em flagrante situação de seleção adversa.

Isso ocorre porque alguns indivíduos (*insiders*) que operam no mercado de capitais estão em posição privilegiada quanto à obtenção de informações relevantes para os negócios realizados perante o sistema financeiro. São eles, normalmente, administradores, membros do conselho de administração (*corporate insiders*) e demais indivíduos que, por razão de sua proximidade com o ambiente ou com os agentes de gestão e tomada de decisões das empresas (*temporary insiders*, *tippees* ou *outsiders*), podem se antecipar e fazer uso de tais informações em seu benefício, antes de elas serem publicamente veiculadas no mercado, prática intitulada de *insider trading*.

Dessa forma, ainda que a própria doutrina norte-americana compreenda opiniões contrárias à ilicitude do *insider trading*, a exemplo do economista Henry Manne, as principais teorias aplicadas no estudo e na repressão do uso indevido de informações por esses agentes foram desenvolvidas nos Estados Unidos e evoluíram, basicamente, no sentido de alcançar um rol mais abrangente de sujeitos ativos,

desde os *corporate insiders* até os *outsiders*, a fim de preservar o equilíbrio do mercado de capitais.

A Constituição brasileira de 1988 e a Constituição portuguesa de 1976 permitem a intervenção pública no domínio econômico desde que o Estado esteja constricto ao objetivo de garantir o eficiente funcionamento do mercado, norteado pelos princípios da *livre concorrência* e do *interesse geral*, o que condiz com a proibição e fiscalização do *insider trading* pelo Estado Regulador.

Nesse contexto, o Brasil adotou sistema de intervenção pública semelhante à *disclose or abstain theory*, ao dirigir a regulação sancionatória àqueles que detêm o dever de lealdade e de preservar o sigilo das informações relevantes para o mercado de capitais, razão pela qual o país optou por um regime de ilícitos próprios.

Portugal, por outro lado, no contexto normativo da União Europeia, ao adotar a *misappropriation theory*, expandiu o âmbito de incidência da *responsabilidade penal* para terceiros (*temporary insiders*, *insiders* não institucionais e *outsiders*) que obtenham *informações relevantes* e se utilizem delas para auferir ganho patrimonial para si ou para outrem, mesmo que não possuam qualquer tipo de vínculo com a sociedade comercial de capital aberto (*outsiders*).

Em que pese tais movimentos de proibição do *insider trading* – tanto no Direito brasileiro quanto no Direito português – protegerem bem jurídico constitucional (ordem econômica e financeira, em última análise), este trabalho propôs discutir qual meio de proibição (ou de intervenção) corresponde melhor aos anseios das próprias ordens constitucionais, especificamente no afã de verificar a conformação constitucional das consequências jurídicas do uso indevido de informação privilegiada.

Os ordenamentos jurídicos brasileiro e lusitano contemplam medidas restritivas de direito semelhantes: respectivamente, um por meio de sanções administrativas e o outro mediante sanções penais acessórias às penas privativas de liberdade. Ocorre que ambos falham em buscar uma estratégia ótima de proibição do *insider trading*, pois prescrevem penas privativas de liberdade, em excesso gravosas aos direitos fundamentais individuais e não mais eficientes na prevenção geral e na reparação dos danos causados pela prática de *insider trading*. Afinal, impõe-se a comparação com estratégias regulatórias de persuasão e sancionatórias não penais (administrativas e civis), conforme uma *responsive regulation*.

Assim, conclui-se pela ineficiência da intervenção penal clássica, vinculada à aplicação de penas privativas de liberdade, cabendo proceder ao diálogo entre o Estado regulador administrativo e o Estado titular do *jus puniendi* na direção da prevenção, repressão e reparação do *insider trading*, sem que isso implique a supressão indevida e desnecessária de direitos e liberdades. Aplicando-se o critério de *ultima ratio* numa escala racional de meios de prevenção, repressão e reparação do *insider trading*, chegar-se-á a uma *responsive regulation* na proibição do *insider trading*.

## Sobre o autor

Filipe Azevedo Rodrigues é doutorando em Ciências Jurídico-Criminais pela Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra (FDUC), Coimbra, Portugal; mestre em Direito Constitucional, Regulação Económica e Desenvolvimento pela Universidade Federal do Rio Grande do Norte (UFRN), Natal, RN, Brasil; professor de Direito Penal e Direito Processual Penal na Faculdade Maurício de Nassau (UNINASSAU) e na Universidade Potiguar (UnP), Natal, RN, Brasil.

E-mail: rodrigues.cgern@gmail.com

## Título, resumo e palavras-chave em inglês<sup>44</sup>

PUBLIC ENFORCEMENT & PROHIBITION OF INSIDER TRADING: EFFICIENCY AND ULTIMA RATIO IN THE RESPONSIVE REGULATION

ABSTRACT: The paper begins with analysis of information asymmetry in the capital market and how this fail can create uncertainty and imbalance in business relationships, scaring investors. Defines the concepts of insider trading, corporate insiders, temporary

---

<sup>44</sup>Sem revisão do editor.

insiders, outsiders or tippees, all important to study about insider trading as damaging to the financial system practice. Mentions several U.S. doctrinal positions on the prohibition, prevention and control of insider trading, especially in research in economics. Enters the Brazilian and Portuguese legal systems in order to identify the constitutional basis for the prohibition of the use of privileged information in the financial market. Details the analysis of the legal consequences of the practice of insider trading in the Luso-Brazilian context, highlighting their similarities and differences. Concludes by applying a responsive regulation, both administratively and in the criminal sphere, guided by the principles of efficiency and *ultima ratio*.

KEYWORDS: INSIDER TRADING. SUBSIDIARITY PRINCIPLE. RESPONSIVE ECONOMIC REGULATION.

## Referências

ANDRADE, José Carlos Vieira de. *Os direitos fundamentais na constituição portuguesa de 1976*. 5. ed. Coimbra: Almedina, 2012.

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

AYRES, Ian; BRAITHWAITE, John. *Responsive regulation: transcending the deregulation debate*. Oxford: Oxford University Press, 1992.

BITENCOURT, Cezar Roberto. *Tratado de direito penal*. 17. ed., rev., ampl. e atual. São Paulo: Saraiva, 2012. v. 1

BRASIL. Decreto-Lei nº 2.848, de 7 de dezembro de 1940. Código Penal. *Diário Oficial da União*, 31 dez. 1940.

\_\_\_\_\_. Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. *Diário Oficial da União*, 9 dez. 1976a.

\_\_\_\_\_. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. *Diário Oficial da União*, 17 dez. 1976b.

\_\_\_\_\_. *Constituição da República Federativa do Brasil de 1988*. Brasília: Senado Federal, Subsecretaria de Edições Técnicas, 1988.

\_\_\_\_\_. Lei nº 10.303, de 31 de outubro 2001. Altera e acrescenta dispositivos na Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. *Diário Oficial da União*, 1º nov. 2001.

\_\_\_\_\_. Comissão de valores imobiliários. *Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002*. jan. 2002. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/inst/anexos/300/inst358consolid.pdf>>. Acesso em: 9 mar. 2016.

\_\_\_\_\_. Tribunal Regional Federal da 3ª Região. Apelação Criminal nº 0005123-26.2009.4.03.6181/SP. Relator: Desembargador Luiz Stefanini. DJ, 4 fev. 2013. *Diário da Justiça*, 14 fev. 2013.

CARVALHO, Paulo de Barros. *Curso de direito tributário*. 23. ed. São Paulo: Saraiva, 2011.

CARVALHO FILHO, José dos Santos. *Manual de direito administrativo*. 24. ed., rev., ampl. e atual. até 31.12.2010. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2011.

DIAS, Jorge de Figueiredo. O direito penal económico entre o passado, o presente e o futuro. *Revista Portuguesa de Ciência Criminal*, v. 22, n. 3, p. 521-543, 2012.

DOLGOPOLOV, Stanislav. *Insider trading*. 2008. Disponível em: <<http://www.econlib.org/library/Enc/InsiderTrading.html>>. Acesso em: 8 mar. 2016.

ESTADOS UNIDOS. *Rule 10b-5*. Employment of manipulative and deceptive devices. 1934a.

\_\_\_\_\_. *Securities exchange act of 1934*. 1934b. Disponível em: <<http://taft.law.uc.edu/CCL2/34Act/index.html>>. Acesso em: 9 mar. 2016.

GONÇALVES, Pedro Costa. Reflexões sobre o Estado regulador e o Estado contratante. Coimbra: Coimbra Editora, 2013.

GRANDIS, Rodrigo de. Aspectos penais do uso de informação privilegiada (insider trading) no direito brasileiro. In: VILARDI, Celso Sanchez et al (Coord.). *Direito penal econômico: crimes financeiros e correlatos*. São Paulo: Saraiva, 2011.

HUBBARD, R. Glenn; O'BRIEN, Anthony Patrick. *Introdução à economia*. 2. ed., atual. Porto Alegre: Bookman, 2010.

LELAND, Hayne E. Insider trading: should it be prohibited?. *The journal of political economy*, v. 100, n. 4, p. 859-887, ago. 1992.

MANNE, Henry G. *Insider trading and stock market*. New York: Free Press, 1966.

MANOVE, Michael. The harm from insider trading and informed speculation. *Quarterly journal of economics*, v. 104, n. 4, p. 823-845, jan. 1989.

MONIZ, Ana Raquel Gonçalves. A crise e a regulação: o futuro da regulação administrativa. In: GONÇALVES, Pedro et al (Coord.). *A crise e o direito público: VI encontro de professores portugueses de direito público*. Lisboa: Instituto de Ciências Jurídico-Políticas, 2013. p. 95-132.

NORONHA, Edgard Magalhães. *Direito penal*. 23. ed. São Paulo: Editora Saraiva, 1988. v. 2.

NUSDEO, Fábio. *Curso de economia: introdução ao direito econômico*. 4. ed., rev. e atual. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2005.

PORTUGAL. *Decreto-Lei nº 262/86, de 2 de setembro*. Código das sociedades comerciais. 1986. Disponível em: <<http://www.irn.mj.pt/sections/irn/legislacao/docs-legislacao/codigo-das-sociedades/downloadFile/file/soc.pdf?nocache=1206463590.44>>. Acesso em: 8 mar. 2016.

\_\_\_\_\_. *Decreto-Lei nº 142-A/91, de 10 de abril*. Código do mercado de valores mobiliários. 1991. Disponível em: <<http://dre.pt/pdf1sdip/1991/04/083A01/00020118.pdf>>. Acesso em: 8 mar. 2016.

\_\_\_\_\_. *Decreto-Lei nº 473/99, de 8 de novembro*. 1999a. Disponível em: <<http://www.dre.pt/pdf1s/1999/11/260A00/77897796.pdf>>. Acesso em: 8 mar. 2016.

\_\_\_\_\_. *Decreto-Lei nº 486/99, de 13 de novembro*. Código de valores mobiliários. 1999b. Disponível em: <<http://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/Legislacaoacional/CodigoDosValoresMobiliarios/Pages/Decreto-Lei-n-48699-de-13-de-Novembro.aspx?v=>>>. Acesso em: 8 mar. 2016.

\_\_\_\_\_. *Decreto-Lei nº 76-A/2006, de 29 de março*. 2006. Disponível em: <<http://www.dre.pt/pdf1s/2006/03/063A01/00020190.pdf>>. Acesso em: 8 mar. 2016.

\_\_\_\_\_. *Processo nº 8533/08-3*. Relatora: Juíza Margarida Ramos de Almeida. *Tribunal da Relação de Lisboa*, 5 nov. 2008. Disponível em: <<http://www.cmvm.pt/pt/Comunicados/ContraordenacoesECrimesContraOMercado/Documents/7c08543cb27e469b98c105199d4ac709AC19122008.pdf>>. Acesso em: 8 mar. 2016.

POSNER, Richard A. *Economic analysis of law*. 8. ed. New York: Aspen Publishers, c2011.

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

RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. Racionalidade limitada. In: \_\_\_\_\_; KLEIN, Vinicius (Coord.). *O que é análise econômica do direito: uma introdução*. Belo Horizonte: Fórum, 2011.

RODRIGUES, Fillipe Azevedo. *Análise econômica da expansão do direito penal*. Belo Horizonte: Del Rey, 2014.

RODRIGUES, Fillipe Azevedo; SILVA, Kathy Aline de Medeiros. Crimes financeiros e a criminalidade organizada transnacional: considerações sobre a expansão internacional do direito penal. In: MENEZES, Wagner et al (Coord.). *Direito internacional*. Florianópolis: FUNJAB, 2013, p. 397-419.

RODRÍGUEZ, Raúl Carnevali. Derecho penal como ultima ratio: hacia una política criminal racional. *Ius et Praxis*. v. 14. n. 1, p. 13-48, 2008. Disponível em: <[http://www.scielo.cl/scielo.php?pid=S0718-00122008000100002&script=sci\\_arttext](http://www.scielo.cl/scielo.php?pid=S0718-00122008000100002&script=sci_arttext)>. Acesso em: 8 mar. 2013.

SANO, Flávia Pinotti. O modelo de supervisão em risco e o papel da auto-regulação. In: CUSCIANO, Dalton Tria et al. *Auto-regulação e desenvolvimento do mercado de valores mobiliários brasileiro*. São Paulo: Saraiva, 2009.

SCHAPIRO, Mario Gomes. Estado, economia e sistema financeiro: bancos públicos como opção regulatória e como estrutura de governança. In: LIMA, Maria Lúcia L. M. Pádua (coord.). *Agenda contemporânea: direito e economia: 30 anos de Brasil*. São Paulo: Saraiva, 2012.

SCHOUERI, Luís Eduardo. *Direito tributário*. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2012.

SILVA, Ana Lúcia. Principais conceitos econômicos. In: LIMA, Maria Lúcia L. M. Pádua (coord.). *Agenda contemporânea: direito e economia: 30 anos de Brasil*. São Paulo: Saraiva, 2012.

SILVA, João Nuno Calvão da. O estado regulador, as autoridades reguladoras independentes e os serviços de interesse econômico geral. In: ESTUDOS de direito público. Campo Grande: Contemplar, 2013, p. 159-183.

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

STOBER, Rolf. *Direito administrativo econômico geral: fundamentos e princípios: direito constitucional econômico*. São Paulo: Saraiva, 2012.