O CRIME DE *INSIDER TRADING* EM PORTUGAL E NO BRASIL: ANÁLISE COMPARATIVA

THE INSIDER TRADING IN PORTUGAL AND BRAZIL: COMPARATIVE ANALYSIS

Mariana Almeida de Lima[1]
Helen Lucia de Barros Silva[2]
Carlos Pinto de Almeida Júnior[3]

Resumo: A regulação dos mercados financeiros contribui diretamente para o desempenho da economia. Certo é que a defesa do patrimônio público e privado é uma das funções primordiais do Estado que, além de assegurar o funcionamento eficiente dos mercados, de modo a garantir a equilibrada concorrência entre as empresas, deve contrariar as formas de organização monopolistas e reprimir os abusos de posição dominante, entre outras práticas lesivas ao interesse geral. É nesse cenário que germina a Comissão de Mercados de Valores Mobiliários, com vistas a fiscalizar e disciplinar o mercado de valores mobiliários, aplicando punições àqueles que descumprem as regras estabelecidas. Nesse contexto, o Direito Penal Econômico não deve se restringir mais ao simples papel de reprimir fatos criminosos, principalmente no que tange à figura do *insider trading*, mas, constitui-se como um novo protótipo de ordenamento jurídico: o surgimento de uma proposta essencialmente preventiva, na qual a ação reguladora estatal passa a impor ao particular deveres com vistas a evitar os riscos penais. Assim, o *criminal compliance* pode ser entendido como o elemento responsável por questões penais insertas em um programa de *compliance* genérico, visando, desta forma garantir a observância da norma legal, especificamente a jurídico-penal, de modo a abrandar riscos penais existentes no incremento da atividade empresarial.

Palavras-chave: Comissão de Valores Mobiliários; *Compliance*; Economia; *Insider Trading*; Mercados financeiros.

Abstract: This research intends to contribute the regulation of financial markets contributes directly to the performance of the economy. It is true that the defense of public and private assets is one of the primary functions of the State, which, in addition to ensuring the efficient functioning of markets, in order to ensure balanced competition between companies, must counter monopoly forms of organization and suppress abuses dominant position, among other practices detrimental to the general interest. It is in this scenario that the Securities Markets Commission, in order to supervise and discipline the securities market, applies punishment to those who do not comply with the established rules. In this context, Economic Criminal Law should not be restricted to the simple

[1] Mariana Almeida de Lima. Possui graduação em Direito pela Universidade Candido Mendes (2013), especialização em Direito Imobiliário pela Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro (2015) e especialização em Direito Notarial e Registral pela Universidade Anhanguera de São Paulo (2017). Atualmente é Tabeliã e Registradora do Estado do Amazonas. Rio de Janeiro – RJ. Brasil. Mestranda na Universidade Autonoma de Lisboa (UAL). E-mail: marianaalmeida45@yahoo.com
[2] Advogada. Mestranda em Ciências Jurídicas pela Universidade Autônoma de Lisboa (UAL). Pós-Graduada em Direito Notarial e Registral pela Faculdade CERS (Complexo de Ensino Renato Saraiva). Graduada em Direito pela Universidade Candido Mendes.
[3] Promotor de Justiça do Ministério Público do Estado do Maranhão. Mestrando em Ciências Jurídicas pela Universidade Autônoma de Lisboa (UAL). Pós Graduado em Direito Privado Pela Universidade Candido Mendes. Graduado em Direito pela Pontifica Universidade Católica de Minas Gerais.

role of repressing criminal facts, especially as regards the figure of insider trading, but it constitutes a new prototype of legal order: the emergence of an essentially preventive proposal , in which the state regulatory action starts to impose on the particular duties with a view to avoiding the criminal risks. Thus, criminal compliance can be understood as the element responsible for criminal matters embedded in a generic compliance program, in order to ensure compliance with the legal norm, specifically criminal law, in order to mitigate existing criminal risks in business activity.

Keywords: Securities Markets Commission; Compliance; Economy; Insider Trading; Financial markets.

Introdução

A história da evolução humana é dividida em Idades e, como é de se esperar, as sociedades de modificam, surgindo novos interesses, tecnologias e até meios outros de se enxergar o mundo. Exsurge, daí a chamada evolução técnica das sociedades humanas, principalmente no continente europeu. Em outras palavras: novas tecnologias – e em maior velocidade – foram sendo criadas, configurando uma nova sociedade fomentada pelo capitalismo, modificando, por conseguinte, toda a estrutura econômica e social global[4].

A partir dessa nova configuração de sociedade, surgem com ela novos interesses, conflitos e demandas, impondo a formação de grupos econômicos dominantes[5].

Para tecer quaisquer comentários sobre a informação privilegiada e o *insider trading* do ponto de vista criminal faz-se necessário relembrar que as sociedades comerciais podem ser constituídas de diversas formas, possuindo, desta forma, características distintas, seja em relação à personificação, à forma de constituição do capital, estrutura econômica e, principalmente, à responsabilidade dos sócios[6].

No Brasil, o uso de informações privilegiadas por administradores das empresas é proibido desde o ano de 1976, enquanto que a responsabilização criminal da pessoa jurídica foi expressamente prevista na Constituição da República, promulgada em 1988, em seu artigo 225, §3º, no tocante aos crimes ambientais, e, um tanto quanto superficial no que diz respeito às condutas que atentam contra a ordem econômica e financeira e contra a economia popular, conforme previsão do artigo 173, §5º, do referido dispositivo constitucional[7].

Em Portugal, as normas atinentes às sociedades empresárias estão consolidadas no Código das Sociedades Comerciais de Portugal, instituído pelo Decreto-Lei (DL) n.º 262/86, de 02 de setembro e suas alterações. Conforme será sinalizado nos parágrafos posteriores, o

[4] MIRANDA, F. S. M. P. A mudança do paradigma econômico, a Revolução Industrial e a positivação do direito do trabalho. Direito, Justiça e Cidadania, v. 3, n. 1, p. 4, 2012.
[5] Op. Cit., p. 5.
[6] Op. Cit., p. 5.
[7] Op. Cit., p. 5.

objetivo do presente artigo é explanar considerações acerca da informação privilegiada e do *insider trading* sob a ótica do direito luso-brasileiro[8].

Nele, nota-se que a legislação portuguesa regulou dois crimes, quais sejam o abuso de informação e a manipulação fraudulenta das cotações de títulos. Anos após, mais precisamente em 1991, foi aprovado o Código dos Valores Mobiliários, oportunidade na qual foram incluídos dois tipos de crime análogos. O Estado, preocupado com a proteção de grupos econômica e socialmente vulneráveis, passou a exigir a instauração de mecanismos de controle e regulação de determinados fluxos econômicos e tecnológicos[9], os quais serão abordados ao longo deste feito[10].

Direito penal econômico

A disciplina do Direito Penal Econômico tem sido palco de interesse nos últimos anos, isto porque o Direito Penal passou a olhar mais atentamente para a economia e para as empresas, haja vista a existência de uma criminalidade que se opera no campo de atuação das corporações, cujos efeitos são incomensuráveis, a necessidade de estabelecer mecanismos de prevenção e combate a tal criminalidade, bem como a necessidade de se coibir comportamentos tais por meio do estabelecimento de reprimendas às pessoas jurídicas. De tal modo, iniciou-se um escorço para a adequação do famigerado Direito Penal Econômico, da responsabilidade penal de pessoas jurídicas e dos sistemas de *criminal compliance*[11].

Costuma ser definido como "crime de colarinho branco" (*white colllar crimes*), expressão cunhada pelo sociólogo estadunidense Edwin Hardin Sutherland no ano de 1939, e "crime dos engravatados". A intenção de Sutherland era chamar atenção para a análise de uma categoria de ilícitos veementemente ignorada nos estudos da sociologia e criminologia: os crimes praticados por diretores de grandes corporações[12], a qual focou nos seguintes aspectos: nas fraudes financeiras em relação a acionistas, nos consumidores, nos concorrentes (roubo de segredos industriais) e no governo (fraudes fiscais e corrupção de funcionários públicos)[13].

[8] Op. Cit., p. 5.
[9] SCHMIDT, A. Z. Direito penal econômico: parte geral. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 2015, p. 8. ISBN 978-857-348-966-8.
[10] Op. Cit., p. 5.
[11] Op. Cit., p. 6.
[12] Para Sutherland, a escassa persecução penal a esses crimes se devia principalmente a três fatores: 1) o status de seus autores; 2) a tendência a apenas reprimir tais condutas em outros ramos do direito; 3) a falta de organização das vítimas contra os *White collar crimes* (VERAS, 2010, p. 34).
[13] Op. Cit., p. 6.

Analisar-se-á, portanto, a orientação e a escopo político-criminal da inserção da discussão técnica sobre os sistemas de *compliance* como elemento de estudo do Direito Penal Econômico, especificamente em face das pessoas jurídicas e da possibilidade (ou não) de imputá-las em âmbito criminal. Para tanto, serão analisadas as relações existentes entre o direito penal econômico, a responsabilidade de pessoas e programas de *compliance*[14].

Aspectos Históricos do Direito Penal Econômico

No cenário doutrinário atual, acredita-se que o desenvolvimento da técnica somado à tecnologia e ao incremento das relações interpessoais e sociais são, em grande parcela, responsáveis pelo surgimento de novos espaços de intervenção, dos quais, até então, o Direito Penal clássico não havia se debruçado[15].

Recentemente, uma nova terminologia parece ter ganhado espaço, principalmente no que tange às empresas: o *compliance*. É cediço que a adoção de um sistema de diminuição de riscos é medida que se impõe quando se trata de mercado de capitais, mostrando-se útil e necessária porquanto propicia benefícios tais como a valoração imaterial da sociedade, calcada na respeitabilidade e confiança que expõe no cenário econômico e social, além de ocasionar benefícios outros, como a redução de despesas com indenizações, multas etc[16].

Nessa esteira, percebe-se que o conceito de *compliance* já era observado desde a primeira metade do século XX, especialmente após o período pós-guerra, em cujo bojo surgiram os primeiros conglomerados econômicos, acarretando, assim, a introdução do Direito Penal Econômico[17].

Na lição de Carlos Martínez-Buján Pérez, o Direito Penal Econômico desabrochou a partir da expansão do Direito Penal, que promoveu a criação de novos delitos, sobretudo, no âmbito econômico[18], sob o mesmo fundamento adotado por Jesús-María Silva Sánchez, o qual afirmava que as causas de expansão do Direito Penal compreendem, entre outros aspectos, o surgimento de novos interesses, a efetiva aparição de novos riscos, a institucionalização da insegurança, a sensação social de insegurança, a configuração de uma sociedade de sujeitos

[14] Op. Cit., p. 6.
[15] Op. Cit., p. 6.
[16] Op. Cit., p. 6.
[17] Op. Cit., p. 6.
[18] MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, C. Derecho penal económico y de la empresa: parte general. Valencia: Tirant lo Blanch, 2007, p. 73. ISBN 978-84-9086-964-2.

passivos, a identificação de uma maioria social como vítima de delitos e o descrédito das outras instâncias de proteção[19].

Nesse diapasão, nasceu o Direito Penal Econômico, baseado em dois importantes movimentos: a Revolução Industrial e a Revolução Francesa, que deflagraram, por derradeiro, uma classe social burguesa no que tange a acumulação de bens de capitais, tendo como resultado a desenfreada desigualdade social que assola comunidades[20].

Como consectário lógico, sendo o direito uma ciência social, esse tem por obrigação precípua acompanhar o avanço das questões igualitárias, para, então, entendermos no que o *compliance* se aplica ao Direito Penal[21].

O Direito Penal Econômico como fonte subsidiária

Uma das demandas mais complexas do Direito Penal é a acepção de bem jurídico. Para Jorge Figueiredo, a noção de bem jurídico até hoje não pôde ser determinada com a nitidez e segurança capazes de permitir convertê-la em conceito fechado e apto a subsunção[22].

É seguro afirmar que o Direito Penal tem o encargo de proteger a sociedade, salvaguardando os bens jurídicos relevantes aos interesses sociais, ou seja, aqueles indispensáveis à convivência pacífica dos homens e que não podem ser protegidos de forma menos incisiva[23].

O advento da chamada sociedade de risco acarretou drásticas modificações no tratamento destinado à conceituação de bem jurídico penal, fato intrinsecamente ligado à expansão do Direito Penal e sua crise, rapidamente abordada no item 1.1. Diz-se que o Direito Penal se encontra em crise porque a sociedade contemporânea clama pelo combate aos crimes econômicos, ambientais e políticos, que vem crescendo em larga escala[24].

A esse teor, a intervenção estatal no campo econômico, para alguns, revela-se justificável a medida em que consideram os crimes econômicos como potenciais ofensas a bens jurídicos. Para Andrei Zenkner Schmidt[25], por exemplo, a ordem econômica, uma vez arquitetada a

[19] SILVA SÁNCHEZ, J.-M. La expansión del derecho penal: aspectos de la política criminal en las sociedades postindustriales. Madrid: Civitas Ediciones, 2001, p. 26-61.
[20] Idem.
[21] Op. Cit., p. 8.
[22] DIAS, Jorge de Figueiredo: direito penal: questões fundamentais a doutrina geral do crime — apontamentos e materiais de estudo da cadeira de Direito Penal, 3º ano, p. 52.
[23] Idem.
[24] Op. Cit., p. 9.
[25] SCHMIDT, Op. cit., p. 70-71.

instrução constitucional, autoriza o Estado a regulamentar, ou, até mesmo, intervir em espaços onde a autorregulação econômica se mostre insuficiente para a solidificação e transparência do comércio. Essa intervenção – direta ou indireta – deve ocorrer tão somente nas frações onde os fluxos econômicos causem potencial risco considerável ao indivíduo enquanto pessoa, em estrita observância aos primados da pessoa humana[26].

Sob esse viés, uma vez corroborada a importância da ordem econômica no cenário mundial, enquanto bem jurídico compartilhado por todos e indispensável ao desenvolvimento humano do sujeito, não seria razoável que atos atentatórios nessa seara não fossem passíveis de reprovação, fora do alcance das normas jurídico-penais[27], razão pela qual se justifica a classificação do Direito Penal Econômico como ramo do Direito Penal voltado para uma categoria de crimes de ocorrem nas relações comerciais ou na atividade empresarial, praticados tanto por administradores, como por diretores ou sócios, envolvendo, em regra, fraude ou abuso da relação de confiança[28].

Com efeito, os crimes econômicos, sejam eles contra a ordem econômica, contra o sistema financeiro ou contra a ordem tributária, possuem uma característica primordial: caráter supra individual do bem jurídico atingido[29].

Direito Comparado: Sistema Common Law vs. Sistema de Direito Continental

O embate acerca da responsabilidade penal da pessoa jurídica no panorama da *Common Law* impulsionou-se no séc. XX, quando se passou a reconhecer que pessoas jurídicas podem ser imputadas em matéria criminal, pelos atos comissivos ou omissivos praticados por pessoas que compõe seus quadros. Os dois países pioneiros são Estados Unidos e Inglaterra, que reconheceram a possibilidade de condenar penalmente sociedades empresárias por infrações que não exigiam a demonstração de dolo[30].

Já o Direito Continental ganhou contorno a partir de eventos promovidos, como as Jornadas de penalistas alemães, suíços e austríacos, no ano de 1993, e o Seminário Internacional de Direito Comparado no Cairo, no ano subsequente. Entre os anos de 1990 e 2000, vários países europeus filiados ao sistema romano-germânico passaram a aderir a responsabilidade

[26] Op. Cit., p. 9.
[27] Op. Cit., p. 10.
[28] Op. Cit., p. 9.
[29] Op. Cit., p. 9.
[30] Op. Cit., p. 10.

penal da pessoa jurídica em seus ordenamentos[31]. A França foi o primeiro país de origem de Direito Continental que adotou o instituto da responsabilidade penal da pessoa jurídica. Em contrapartida, a Espanha, antes da edição da LO 15/2003 e LO 5/2010, juntamente com a Alemanha e Itália formaram o triunvirato contrário à responsabilidade penal. No entanto, os ilícitos cometidos por pessoas jurídicas nesses países são punidos com sanções de natureza administrativa[32].

Direito Comparado: Brasil vs. Portugal

No Brasil, existem dois grandes mercados que regulam a economia do país: a Bolsa de Valores de São Paulo e a Bolsa de Mercadorias e Futuros do Brasil. O uso de informações privilegiadas por administradores das empresas é proibido desde o ano de 1976, enquanto que a responsabilização criminal da pessoa jurídica foi expressamente prevista na Constituição da República, promulgada em 1988, em seu artigo 225, §3º, no tocante aos crimes ambientais, e, um tanto quanto superficial no que diz respeito às condutas que atentam contra a ordem econômica e financeira e contra a economia popular, conforme previsão do artigo 173, §5º, do referido dispositivo constitucional[33].

Em 1998 foi editada a Lei n. 9.605, de 12 de fevereiro, que dispõe sobre as sanções penais e administrativas derivadas de condutas e atividades lesivas ao meio ambiente. Em relação à possibilidade (ou não) da pessoa jurídica no caso das hipóteses previstas no artigo 173, ainda não houve implementação legislativa para tal[34].

Em Portugal, até o ano de 2007 o Código Penal do país não previa diretamente a responsabilidade penal das pessoas coletivas. Após o advento da Lei n.º 59/2007, de 4 de setembro, foi, então, consagrada a responsabilização criminal dos entes coletivos no diploma português. Todavia, o modelo adotado pelo legislador infere na ação e na culpa dos titulares dos órgãos e representantes das pessoas jurídicas, conduzindo, desta forma, à impunidade do ente quando não seja possível identificar um fundamento humano que, em razão da sua condição, tenha atuado, manifestando a vontade coletiva[35].

[31] Op. Cit., p. 10.
[32] SEMINARA, S. Compliance y derecho penal: la experiencia italiana. In: PUIG, S. M.; BIDASOLO, M. C.; MARTÍN, V. G. (Dir.). **Responsabilidad de la empresa y compliance**. Madrid; Buenos Aires; Montevideo: Edisofer; B. de F., 2014, p. 128.
[33] Op. Cit., p. 11.
[34] Op. Cit., p. 11.
[35] Op. Cit., p. 11.

No país, as normas atinentes às sociedades empresárias estão consolidadas no Código das Sociedades Comerciais de Portugal, instituído pelo Decreto-Lei (DL) n.º 262/86, de 02 de setembro, conforme já mencionado. É seguro afirmar que a legislação portuguesa regulou dois crimes, quais sejam o abuso de informação e a manipulação fraudulenta das cotações de títulos. Anos após, mais precisamente em 1991, foi aprovado o Código dos Valores Mobiliários (CVM), oportunidade na qual foram incluídos dois tipos de crime semelhantes. Nota-se, aí, a preocupação estatal com a proteção de grupos econômica e socialmente vulneráveis, passou a exigir a instauração de mecanismos de controle e regulação de determinados fluxos econômicos e tecnológicos[36].

A informação privilegiada, o *insider trading* e outras figuras jurídicas afins

A reiterada prática de *insider trading* tem sido um desafio para os mercados de capitais mundo afora, e vem sendo guerreada com legislações rigorosas. Grande parte da mídia atenta para as punições aplicadas àqueles que tentam usar informações privilegiadas e/ou manipulam o mercado em seu próprio benefício[37].

Doutrinariamente, ignorando-se, por ora, a legislação vigente em cada país, o *insider* em relação a determinada companhia é toda e qualquer pessoa que, em virtude de fatos circunstanciais, tem acesso a informações potencialmente relevantes relativas aos negócios e situação da sociedade.

Paralelamente, não podemos deixar de abordar a figura do *front running*, incluindo o *front running* em instrumentos derivados sobre mercadorias, que constitui uma prática ilegal de obtenção de informações privilegiadas, nos termos do considerando 19 da Directiva 2003/6/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 28 de janeiro de 2003. Ocorre, de igual modo, quando uma pessoa obtém, de antemão, alguma informação de ordens que serão executadas e que afetarão um investimento na bolsa[38].

Apesar de terem conceituações similares, o *front running* (na tradução literal "sair correndo na frente") consiste em realizar operações antecipadamente às operações principais e o *insider trading* resume-se na utilização de informação privilegiada para obtenção de lucros. A diferença é que nesse a informação dita privilegiada não é, necessariamente, sobre uma operação de compra ou venda na bolsa de valores. Para ser considerado *front running* é forçoso

[36] SCHMIDT, A. Z. Direito penal econômico: parte geral. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 2015, p. 8. ISBN 978-857-348-966-8.
[37] Op. Cit., p. 13.
[38] Op. Cit., p. 13.

que a pessoa que obteve o conhecimento seja um agente intermediador de investimentos, o que não ocorre para a caracterização do *insider trading*[39].

Além deste, e não menos importante, há o que Miguel Brito Bastos[40] define como sendo *scalping*, referindo-se ao comportamento do agente que, após a aquisição de determinados valores mobiliários, recomenda a terceiros a aquisição do mesmo, alienando, em seguida, os valores previamente adquiridos, obtendo, com efeito, um lucro correspondente a uma subida das cotações, derivada da sua própria recomendação. O *scalping* nada mais é do que o pressuposto que o agente possui capaz de influenciar as cotações. O autor afirma que tal prática não se caracteriza como um comportamento instantâneo, ou seja, são necessários três momentos distintos, entre eles a aquisição de instrumentos financeiros; a recomendação de aquisição de tais instrumentos e a alienação dos instrumentos[41].

O crime por uso de informação privilegiada (insider trading) sob o panorama brasileiro

Conforme já multicitado neste trabalho, a sociedade hodierna é balizada pela globalização econômica, pelo desenvolvimento tecnológico e pelo estreitamento das relações socioeconômicas. Paralelamente, a contínua expansão e o desenvolvimento do mercado de capitais foram marcados pela complexidade, fluidez e agilidade. É nesse contexto que novos meios de controle foram adotados pelo Estado, visando proteger os investidores e monitorar o fluxo de capital, ampliando, desta forma, a transparência do mercado, atraindo, consequentemente, novos investimentos.

Sabe-se que o mercado de capitais é integrado pelas bolsas de valores, sociedades corretoras e instituições financeiras permitidas, reconhecido por ser um dos principais propulsores da economia. Sob esses escólios, após a crise de 1929, o ente estatal passou a intervir nesse domínio, de modo a garantir o desenvolvimento apropriado do mercado de capitais, por meio de normas de organização e condutas relativas aos agentes operadores e ao funcionamento igualitário do próprio mercado. Uma dessas normas previstas na legislação brasileira, envolta das *fiduciary duties*, do Direito norte-americano, é o dever de guardar sigilo, segundo o artigo 8º da Instrução CVM 358/2002[42].

[39] Op. Cit., p. 13.
[40] *In* revista de Concorrência e regulação, ano III, número 9, Janeiro – Março de 2012.
[41] Op. Cit., p. 13.
[42] *"Cumpre aos acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, e empregados da*

Assim sendo, a inquietação com o uso indevido dessas informações levou à necessidade de criação de mecanismos jurídicos que visam impedir a conduta, aqui, debatida, como o crime de *insider trading*, previsto na legislação brasileira no artigo 27-D da Lei n. 10.303/2001[43], que acrescentou o Capítulo VII à Lei n. 6.385/1976, que trata do Mercado de Valores Mobiliários.

O crime de *insider trading*, igualmente conhecido como uso indevido de informação privilegiada, apenado apenas a título de dolo, consiste na utilização de informações relevantes sobre valores mobiliários, antes mesmo que tais conhecimentos sejam de notório saber público. Compreende-se, de uma simples leitura do tipo penal, que, para a consumação do delito é supérflua a obtenção da vantagem ilícita por seu sujeito ativo (autor), caracterizando-se, assim, como delito formal. A exigência diz respeito tão somente ao potencial de ajustar qualquer vantagem, sem que seja necessária a real aquisição de lucro ou evitação de prejuízo[44].

Além disso, o objeto material do delito, qual seja a informação privilegiada, deve ser concisa, sólida, factível e plausível de ser verificada em relação a seu conteúdo. Não é toda e qualquer informação que pode ser rotulada como privilegiada, a fim de subsunção ao tipo penal. A própria Instrução CVM 358/2002, além de definir o conceito de informação relevante, arrola as características para ser considerada privilegiada, tais quais o caráter não público da informação, a capacidade para influenciar de forma sensível o preço das ações e o caráter concreto da informação[45].

Especificamente no Brasil, mesmo após mais de quinze anos da previsão do crime de *insider trading* na legislação interna do país, são raros os casos em que efetivamente houve investigação, persecução penal ou até mesmo condenação de alguém pela prática do delito. Isso provém, à primeira vista, da dificuldade em se perquirirem os requisitos objetivos necessários à configuração do tipo penal, como a existência de informação privilegiada; a concisa identificação desta; o dever de sigilo imposto ao autor do crime; a potencialidade de

companhia, guardar sigilo das informações relativas a ato ou fato relevante às quais tenham acesso privilegiado em razão do cargo ou posição que ocupam, até sua divulgação ao mercado, bem como zelar para que subordinados e terceiros de sua confiança também o façam, respondendo solidariamente com estes na hipótese de descumprimento".

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

[44] CORSETTI, Michelangelo. Insider trading: Informação Privilegiada — o uso indevido no mercado de capitais. Curitiba: Juruá, 2013.

[45] Idem.

resultar em vantagem indevida; a utilização da informação, mediante negociação, com valores mobiliários; entre outros[46].

A título meramente ilustrativo, estima-se que, no país, entre os anos de 2002 e 2014, foram apurados 187 casos pelo uso de informação privilegiada, desmembrados em três hierarquias: internos (grupo de agentes que possuem vínculo direto e permanente com a emissora), externos (não tem vínculo direto com a emissora) e mercado (grupo de agentes que não são considerados nem internos nem externos, mas apenas agentes de mercado). Num abreviado estudo realizado, foi possível apurar que o número de autores apontados na camada de internos, foi de 56 casos; 12 para a classe de agentes externos; e 179 agentes para a divisão de mercado. Destes 187 casos, apenas 51 foram julgados[47].

Enquadramento legal do Abuso de Informação em Portugal

Em Portugal, foi no ano de 1986, após a aprovação e edição do Código das Sociedades Comerciais (CSC), que a legislação lusa regulou duas figuras típicas: o abuso de informação e a manipulação fraudulenta das cotações de títulos. Após, em 1991, foi consagrado o Código dos Valores Mobiliários que incluíram dois tipos de crime muito semelhantes, revogando, portanto, os artigos 524º e 525º do CSC (artigo 24º do Decreto-Lei nº 142-A/91, de 10 de Abril). A versão atualizada foi introduzida pelo Decreto-Lei nº 52/2006 de 15 de Março, à exceção do nº 2 e do nº 6 e da alínea d) do nº 1, que transpôs a diretiva 2003/6/CEE, alterando, assim, os sujeitos típicos, largueando a sua previsão para "quem disponha de informação privilegiada".

As normas previstas nos artigos 378º e 379º versam sobre os crimes contra o mercado de capitais, mormente o abuso de informação privilegiada e a manipulação de mercado. A notícia do crime praticado contra o mercado dá-se por conhecimento da CMVM, através dos órgãos de polícia criminal ou mediante denúncia (artigo 382º CVM).

Da breve exposição, pode-se anuir em que apenas serão tidos como informação privilegiada os fatos ou circunstâncias diretamente relacionados com um ou mais emitentes e com um ou mais valores mobiliários. Do contrário, toda a informação que não tenha o emitente ou os valores mobiliários por este emitidos por referente direto não tem de ser divulgada ao público pelo emitente[48].

[46] Op. Cit., p. 17.
[47] Op. Cit., p. 17.
[48] Op. Cit., p. 18.

Outros crimes eventualmente relacionados com o insider trading

No campo do *insider trading* podem por vezes surgir ações ou condutas que se traduzam em relações de concurso efetivo com outros crimes, designadamente o de burla, branqueamento de capitais e crime de especulação[49].

Burlar ou crime de burla denota enganar outrem. Se houver a intenção de obter, para si ou para outrem, alguma vantagem econômica, prejudicando de modo patrimonial um terceiro, então estaremos diante uma burla. Distingue-se do crime de manipulação, pois nesta figura típica protege-se o mercado como um todo, enquanto que a burla é o patrimônio de algumas pessoas que se tem como bem jurídico tutelado. O crime de burla encontra respaldo no artigo 217.º do Código Penal português, que determina que quem com intenção de obter para si ou para terceiro enriquecimento ilegítimo, por meio de erro ou engano sobre fatos que astuciosamente provocou, determinar outrem à prática de atos que lhe causem, ou causem a outra pessoa, prejuízo patrimonial[50].

Por fim, o crime de especulação está fulcrado no artigo 35º do DL nº 28/84 de 20 de Janeiro, alterado pela lei nº 20/2008 de 21 de Abril, com vistas a punir:

> quem vender ou prestar serviços por preços superiores aos permitidos pelos emitentes legais a que os mesmos estejam submetidos (al. a) do º 1), alterar, sob qualquer pretexto ou por qualquer meio e com intenção de obter lucro ilegítimo, os preços que do regular exercício da atividade resultariam para os bens ou serviços ou, independentemente daquela intenção, os que resultariam da regulamentação legal em vigor (al. b) do nº 1), vender bens ou prestar serviços por preço superior ao que conste de etiquetas, rótulos, letreiros ou listas elaborados pela própria entidade vendedora ou prestadora do serviço, vender bens que, por unidade, devem ter certo peso ou medida, quando os mesmos sejam inferiores a esse peso ou medida, ou contidos em embalagens ou recipientes cujas quantidades forem inferiores às nestes mencionadas (al. d) do nº 1)[51].

Depreende-se, então, que a proibição de especulação de preços tende a tutelar a estabilidade dos preços. Para o autor, no caso de o influente utilizar uma informação privilegiada, afetando o mercado e alterando os preços, são várias as normas legais a serem

[49] In O Crime de abuso de informação privilegiada (*insider trading*): a informação enquanto problema jurídico-penal, Coimbra: Coimbra Editora, 2006.
[50] Op. Cit., p. 19.
[51] Op. Cit., p. 19.

violadas, sendo o abuso de informação privilegiada uma forma especial de especulação de preços[52].

Casos de referência na seara do insider trading

Quando nos referimos aos Fatos Históricos sobre o *Insider Trading*, elencamos alguns *leading cases* que ampararam a construção da norma condenatória do crime de *insider trading*. Assim, foram indicados o caso *Strong vs. Repide*, o *Texas Gulf Sulphur Company*, *Chiarella*, *United States vs. O'Hagan* e, por último, o *Dirks*[53].

Apesar de existirem inúmeros casos probos de apreciação, citaremos alguns, como por exemplo o caso de *R. Foster Winans*, jornalista do *The Wall Street Journal*, condenado a 18 meses de prisão, no ano de 1985, por informar dois corretores sobre o conteúdo que pensava escrever em sua coluna[54].

O CEO *James McDermott Jr*, do Banco de Investimentos *Keefe, Bruyette & Woods*, foi condenado por *insider trading* nos anos 2000 por informar a sua amante Kathryn Gannon sobre as fusões bancárias da indústria. Restou condenado a oito meses de prisão e multa de 25 mil dólares[55].

A popular *Martha Stewar* foi acusada por obstrução da justiça relativamente à venda de ações da *ImClone*, que resultou na sua condenação a dez meses de prisão, e uma multa no valor de 30 mil dólares[56].

Fato é que apesar de todas as regras voltadas ao combate do crime de *insider trading*, continuam a existir casos de crimes cometidos contra o mercado financeiro.

Caso *United States vs. Falcone*

O caso *United States vs. Falcone* diz respeito à revista *Business Week*, que publicava semanalmente uma coluna onde eram discutidos aspetos relativos à bolsa e sobre os valores das ações das sociedades. O detalhe é que tudo era mantido em segredo até à publicação da referida revista. No entanto, das várias pessoas que participavam na preparação da mesma, acabaram por ser vendidas algumas informações antes mesmo de ser publicada. *Joseph*

[52] Op. Cit., p. 19.
[53] Op. Cit., p. 20.
[54] Op. Cit., p. 20.
[55] Op. Cit., p. 20.
[56] Op. Cit., p. 20.

Falcone ganhou cerca de 5 milhões de dólares com a compra desta notícia privilegiada, oportunidade na qual acabou por ser condenado como incurso do crime de *insider* com base na *misappropriation theory*[57] – isto é, estava ciente e era conhecedor do dever de confidencialidade do conteúdo do magazine antes da sua publicação.

O caso mais conhecido no Direito Brasileiro

O caso de maior repercussão no Direito Brasileiro, e um dos poucos levados à apreciação do Poder Judiciário refere-se a Sérgio Schimdt Neves, Diretor do Conselho de Administração do Servix Engenharia, AS. Nesse sentir, permita-nos colacionar o acórdão do Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo sobre o caso:

Trata-se de ação indenizatória dos prejuízos causados pelo Réu, com a prática do insider trading. Como Diretor do Conselho de Administração da Servix Engenharia S/A, sociedade de capital aberto, teve conhecimento da anulação de concorrência para obras da Hidroelétrica de Itaparica. Nessas obras, a Servix tinha grande interesse, seja pelo vulto do empreendimento ou pela continuidade operacional, no mesmo setor e na mesma região. Sem divulgar aquela notícia, que refletiria na cotação, apressou-se em vender suas ações, ou parte delas. Assim, tendo acesso a informações relevantes relacionadas aos negócios e à situação da companhia, delas deslealmente se utilizou. A Lei das Sociedades Anônimas acolheu regra de proteção ao investidor, procurando, como já se disse, proteger os que ignoram as condições do mercado contra os abusos dos que as conhecem. Veda a nova lei a utilização pelo insider de informação capaz de influir na cotação dos valores mobiliários, para obter "vantagem mediante compra ou venda de ações. O descumprimento da proibição acarreta a responsabilidade do infrator, que indenizará o investidor prejudicado. A participação da Servix Engenharia S/A na referida concorrência tinha, como noticiam os autos, grande possibilidade de êxito. Essa concorrência, todavia, foi anulada pela direção da CHESF em 28 de março de 1978 e essa informação foi transmitida, na mesma data, a OJympio Campos, da parte da Servix, informação que, na mesma oportunidade, fora dada a todas as concorrentes. Destarte, a informação oficiosa antecedeu a comunicação oficial, datada de 4 de abril de 1978. O conhecimento da anulação da concorrência, na mesma data em que fora assim decidido, é confirmado pelas providências da

[57] Nos ensinamentos de Ana Micaela Pedrosa Augusto, o enunciado da *misappropriation theory* considera que o uso de informação privilegiada constitui uma apropriação ilegítima de informação em relação ao seu proprietário original, pelo que se consegue através dela a reprovação de condutas de sujeitos não ligados à sociedade por deveres fiduciários especiais.

Servix relativas a essa concorrência, buscando modificar a decisão. No entanto, somente em 3 de abril, um dia antes da comunicação oficial da anulação da concorrência, o fato é levado ao conhecimento do Conselho de Administração da Bovespa. Induvidosamente restou esclarecido o conhecimento da informação relevante; caso contrário, não teriam sido esboçadas as tentativas - todas antecedendo a comunicação à bolsa - de alterar a decisão anulatória. Antes dessa comunicação, houve a venda de lotes de ações, por parte do réu e de outros acionistas, todos cientes do fato relevante capaz de influir na sua cotação, o que realmente ocorreu. Nem se argumente não tenha o demandado vendido a totalidade de suas ações, pois não constitui requisito da prática desleal. Por igual, em nada reflete na identificação do insider trading em especial para arredá-lo, não ter sido a operação realizada por interposta pessoa. Aqui e agora, não há lugar para considerações em torno das especulações no mercado mobiliário e dos escândalos amiudadas vezes noticiados. Lembrou-se, com destacada referência ao depoimento de fls. 1.180, constituir aquela anulação probabilidade conhecida no mercado de ações há mais de um ano; essa testemunha, como diretor de uma corretora, declara ter aconselhado, com essa anterioridade, a venda de ações da Servix; contudo, está incluído no rol dos especuladores, vendendo as ações de sua propriedade após a anulação, mas obviamente antes da comunicação. Há, pois, uma série de indícios veementes, perspícuos, formando um conjunto probatório convincente da prática do illsider trading. Incide, destarte, a regra do artigo 155, e seus parágrafos, da Lei n. 6.404/76. Impõem-se, nessa conformidade, o provimento do recurso, com a condenação do réu ao pagamento da quantia de Cr$ 294.700,00, juros de mora a partir da citação, correção monetária, na forma pleiteada, custas e honorários advocatícios de 20% sobre o valor da condenação.

Compliance, Aspectos Gerais e Programas de Compliance

Certo é que a criminalidade corporativa acarreta inúmeros prejuízos econômicos e sociais, sejam eles em faze da própria sociedade empresária ou a um determinado grupo, ou, ainda, a toda a coletividade. Averiguados os riscos da possibilidade de se punir criminalmente as pessoas jurídicas e seus sócios, as organizações empresariais passaram a adotar mecanismos de prevenção e combate à criminalidade econômica, como o *Criminal Compliance Programs*.

Conforme falamos alhures, a concentração do poder econômico das entidades empresariais agenciou uma cadeia de transformações na forma de se interpretar e aplicar o

Direito Penal. Daí exsurgiu o Direito Penal Econômico, cuja atuação principal se dá no contexto da atividade empresária.

Investigação de Compliance e a relação do Criminal Compliance com o Direito Penal

A complexidade das organizações empresariais e suas forças econômicas, que tendem conquistar alentos políticos, fatores estes que certamente tendem a favorecer – ao menos em parte – , a prática de crimes empresariais ou dificultar investigações e, por conseguinte, a punição de tais delitos, tornou-se latente que, junto à regulação estatal, que fosse institucionalizado o dever empresarial de adoção de políticas internas de transparência e segurança com o desenvolvimento de mecanismos e estruturas destinados à prevenção da criminalidade econômica. Nesse sentido, o *criminal compliance* ganhou força, por tratar-se da busca por melhores práticas de prevenção aos crimes empresariais[58].

Na acepção de Ulrich Sieber[59], para que um programa de *criminal compliance* consiga impedir, de modo efetivo, a criminalidade, desde um ponto de vista da própria empresa ou contra ela mesma, devem-se levar em consideração elementos estruturais, como: a definição e a comunicação de valores e objetivos empresariais, que devem ser respeitados; a análise dos riscos penais específicos correspondentes aos ramos de atividade nos quais a companhia está inserida; a fundamentação da responsabilidade dos níveis hierárquicos mais elevados mediante objetivos definidos; o estabelecimento de procedimentos para a prevenção da criminalidade empresarial; a fixação de responsabilidade em nível de mando médio, criando assim uma unidade empresarial especializada, ou seja, um departamento especializado em criminal *compliance*; a criação de sistemas de informações para o descumprimento e esclarecimento de delitos eventualmente praticados; sistemas de informantes para o recebimento de denúncias anônimas; a determinação de um setor encarregado de casos suspeitos, que devem ser esclarecidos (envolvendo um departamento de *criminal compliance* e até mesmo o poder estatal, por meio de autoridades reguladoras); e o estabelecimento de medidas internas para a sanção de condutas desviadas[60].

Para garantir a efetividade das medidas preventivas dos programas de *criminal compliance*, seria sobretudo expressiva a cooperação entre o sistema de regulação interno da

[58] PINTO, N. R. A prática de *Whistleblowing* como um mecanismo de criminal compliance. In: SAAD-DINIZ, E.; CASAS, F.; COSTA, R. de S. (Org.). **Modernas técnicas de investigação e justiça penal colaborativa**. São Paulo: LiberArs, 2015, p. 115-150.

[59] SIEBER, U. Programas de compliance em el derecho penal de la empresa. Valencia: Tirant lo Blanch, 2013, p. 8-9.

[60] Idem.

empresa e as estruturas do poder estatal de prevenção da criminalidade econômica. Assim, o Estado legislaria no sentido de exigir a implementação do *criminal compliance* por parte das empresas em um sistema chamado de autorregulação regulada, no qual se buscaria a cooperação entre o setor público e privado para melhor prevenir a criminalidade empresarial[61].

Vale ressaltar, contudo, que, nesse modelo – frisa-se, longe de ser o ideal –, haveria exigências, em relação às empresas, no sentido de se regulamentarem, visando prevenir internamente condutas criminosas, mediante adoção do *criminal compliance*, tendo como preocupação essencial o fornecimento de certas informações aos agentes reguladores; enquanto que, por parte do Estado, este, além de receber e processar as informações com o intuito de buscar evitar a infração das normas penais, teria de conceder vantagens às empresas que viessem a cumprir todos os procedimentos estabelecidos e ainda assim viessem a ser surpreendidas com a ocorrência de infrações no seu ambiente interno, sobretudo em se tratando de autodenunciação. Caberia ainda ao ente estatal aplicar punições às empresas que não cumprissem os procedimentos previstos em lei, isto é, a operacionalização efetiva do *criminal compliance*[62].

Conclusão

Feitas essas considerações, o feito iniciou-se com aspectos conceituais relevantes para a temática proposta, demonstrando que o Direito Penal Econômico sempre existiu como fonte subsidiária ao Direito Penal clássico, especialmente no que diz respeito aos crimes praticados pelas empresas. Diante da nova proposição de ordem econômica, com ênfase na sociedade de risco, buscou-se criar mecanismos mais eficazes de tutela e combate à corrupção, tendo como processo a ramificação do Direito Penal tido como clássico em Direito Penal Econômico, que, não raramente, tem seus objetos de estudo confrontados.

Percebe-se que os programas de *compliance* enquanto métodos de prevenção de ilícitos no âmbito empresarial surgiram a partir da postura do legislador ao estabelecer os chamados deveres de *compliance*, além de que a discussão técnica destes sistemas no âmbito do Direito Penal Econômico levou à configuração do que se convencionou chamar de *criminal*

[61] ALENCAR, M. de. Os programas de criminal compliance como instrumento de proteção do empregado na responsabilidade penal empresarial. São Paulo: LiberArs, 2015, p. 125.
[62] Idem.

compliance, sendo que os discursos que o circundam, na maioria das vezes, buscam explorar a sua capacidade de exonerar pessoas jurídicas de qualquer classe de imputação penal.

Por todo o exposto, conclui-se pela implementação de novas e mais eficazes medidas, medidas essas existentes no ordenamento jurídico português, sendo certo que está só será relativizada quando restar evidenciado diminuição no número de ações contrárias à ordem jurídica, censuráveis e com prejuízo de terceiros, e que impactam negativamente a ordem mundial econômica.

REFERÊNCIAS

ABREU, JORGE MANUEL COUTINHO DE. **Curso de Direito Comercial**, Vol. I, 7.ª ed., Coimbra, Almedina, 2009 e Vol.II, 3.ª ed., Almedina, Coimbra, 2009. ISBN 978-972-404-677-8.

ALENCAR, M. de. **Os programas de criminal compliance como instrumento de proteção do empregado na responsabilidade penal empresarial**. São Paulo: LiberArs, 2015, p. 125.CORSETTI, Michelangelo. **Insider trading: Informação Privilegiada — o uso indevido no mercado de capitais.** Curitiba: Juruá, 2013.

DIAS, Jorge de Figueiredo: **direito penal: questões fundamentais a doutrina geral do crime** — apontamentos e materiais de estudo da cadeira de Direito Penal, 3º ano, p. 52.

Eugene F. Fama, **Random Walks in Stock-Market Prices**, Graduate School of Business, University of Chicago, Selected Papers, nº 16.

GARCÍA CAVERO, P. **Compliance y lavado de activos. Província de Córdoba**: CIIDPE – Centro de Investigación Interdisciplinar en Derecho Penal Económico.

MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, **C. Derecho penal económico y de la empresa: parte general**. Valencia: Tirant lo Blanch, 2007, p. 73. ISBN 978-84-9086-964-2.

MIRANDA, F. S. M. P. **A mudança do paradigma econômico, a Revolução Industrial e a positivação do direito do trabalho.** Direito, Justiça e Cidadania, v. 3, n. 1, p. 4, 2012.

PINTO, N. R. **A prática de Whistleblowing como um mecanismo de criminal compliance**. In: SAAD-DINIZ, E.; CASAS, F.; COSTA, R. de S. (Org.). Modernas técnicas de investigação e justiça penal colaborativa. São Paulo: LiberArs, 2015, p. 115-150.

PORTUGAL. **Código das Sociedades Comerciais**. Disponível em: http://www.pgdlisboa.pt/leis/. Acesso em 16 de novembro de 2018.

PORTUGAL. Supremo Tribunal de Justiça. **Processo n° 919/15.4T8PNF.P1.S1.** 1ª Seção, Rel. Alexandre Reis. Data do acórdão: 07.11.17. Disponível em: http://www.dgsi.pt/jstj.nsf. Acesso em 19 de novembro de 2018.

SCHMIDT, A. Z. **Direito penal econômico**: parte geral. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 2015, p. 8. ISBN 978-857-348-966-8.

SEMINARA, S. **Compliance y derecho penal: la experiencia italiana**. In: PUIG, S. M.; BIDASOLO, M. C.; MARTÍN, V. G. (Dir.). Responsabilidad de la empresa y compliance. Madrid; Buenos Aires; Montevideo: Edisofer; B. de F., 2014, p. 128

SILVA SÁNCHEZ, J.-M. L**a expansión del derecho penal: aspectos de la política criminal en las sociedades postindustriales.** Madrid: Civitas Ediciones, 2001, p. 26-61.

SILVEIRA, R. de M. J.; SAAD-DINIZ, E. **Compliance, direito penal e lei anticorrupção**. São Paulo: Saraiva, 2015, p. 128-129.

TARSO DOMINGUES, **Do Capital Social, Noção, Princípios, E Funções**, Studia Jurídica 33, 2ª ed., Coimbra Editora, Coimbra, 2004, p. 99.