

**UNIVERSIDADE ESTADUAL PAULISTA “JÚLIO DE MESQUITA
FILHO”
FACULDADE DE CIÊNCIAS HUMANAS E SOCIAIS – CAMPUS DE
FRANCA**

LETÍCIA ESTEVÃO DE MATOS

**O CRIME DE INSIDER TRADING E O IMPACTO DAS
INFORMAÇÕES NO AMBIENTE DO MERCADO DE
CAPITAIS BRASILEIRO SOB O RELEVO
CONTEMPORÂNEO**

FRANCA

2023

LETÍCIA ESTEVÃO DE MATOS

**O CRIME DE INSIDER TRADING E O IMPACTO DAS
INFORMAÇÕES NO AMBIENTE DO MERCADO DE
CAPITAIS BRASILEIRO SOB O RELEVO
CONTEMPORÂNEO**

**Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à
Faculdade de Ciências Humanas e Sociais,
Universidade Estadual Paulista “Júlio de
Mesquita Filho”, como pré-requisito para a
obtenção do título de Bacharel em Direito. Área de
Concentração: Direito Penal Econômico.**

**Orientador: Prof.º Dr.º Fernando Andrade
Fernandes.**

FRANCA

2023

M433c Matos, Letícia Estevão de
O Crime de Insider Trading e o Impacto das Informações no Ambiente do Mercado de Capitais Brasileiro Sob o Relevô Contemporâneo / Letícia Estevão de Matos. -- Franca, 2023
106 p. : tabs.

Trabalho de conclusão de curso (Bacharelado - Direito) - Universidade Estadual Paulista (Unesp), Faculdade de Ciências Humanas e Sociais, Franca
Orientador: Fernando Andrade Fernandes

1. Mercado de Capitais. 2. Direito Penal Econômico. 3. Informações. 4. Crimes Contra o Mercado de Capitais. 5. Insider Trading. I. Título.

Sistema de geração automática de fichas catalográficas da Unesp. Biblioteca da Faculdade de Ciências Humanas e Sociais, Franca. Dados fornecidos pelo autor(a).

Essa ficha não pode ser modificada.

LETÍCIA ESTEVÃO DE MATOS

**O CRIME DE INSIDER TRADING E O IMPACTO DAS
INFORMAÇÕES NO AMBIENTE DO MERCADO DE CAPITAIS
BRASILEIRO SOB O RELEVO CONTEMPORÂNEO**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à Faculdade de Ciências Humanas e Sociais, Universidade Estadual Paulista “Júlio de Mesquita Filho”, como pré-requisito para a obtenção do título de Bacharel em Direito. Área de Concentração: Direito Penal Econômico.

BANCA EXAMINADORA

Presidente:_____

Prof.º Dr.º Fernando Andrade Fernandes

1ºExaminadora:_____

Prof.ª Ms. Ana Julia Pozzi Arruda

2ºExaminadora:_____

Mestranda Ana Paula Bougleux Andrade Resende

Franca, 23 de novembro de 2023.

“O sucesso é gostar de si mesmo, gostar do que faz e gostar de como fazê-lo.”

Maya Angelou.

AGRADECIMENTOS

Agradeço primeiramente ao Professor Doutor Fernando Andrade Fernandes pelos valiosos ensinamentos compartilhados durante a graduação, enquanto Professor, e agora, como Orientador, pelo suporte e confiança em mim depositada para desenvolver o presente trabalho.

Agradeço à toda minha família, em especial aos meus pais, Patrícia e Ronaldo, e meu irmão, Marcelo, por trilharem essa caminhada acadêmica comigo, me suportando e incentivando em todos os momentos, possibilitando assim a realização desse sonho.

Agradeço aos meus queridos amigos: Daiana Li Zhao, Mariana Santos, Guilherme Soares, Raissa Matos, Marcelo Valle, João Lucas Vieira, Laura Filipini, Lilian Silva, Beatriz Anália, Stephani Silva, Daniele Santos, Gustavo Dumas, Sthéfane Tavares, Beatriz Yumi Takahashi e Leonardo Baroni, por me auxiliarem nessa árdua caminhada, e compartilharem momentos e experiências inenarráveis comigo durante esses anos de graduação.

Sou extremamente grata a Deus, e a todos que, de alguma forma, participaram dessa etapa tão importante e significativa da minha vida.

Muito Obrigada!

MATOS, Letícia Estevão de. **O Crime de Insider Trading e o Impacto das Informações no Ambiente do Mercado de Capitais Brasileiro Sob o Relevô Contemporâneo**. 2023. 106 f. Trabalho de Conclusão de Curso (Bacharel em Direito) – Faculdade de Ciências Humanas e Sociais, Universidade Estadual Paulista “Júlio de Mesquita Filho”, Franca, 2023.

RESUMO

No ambiente do Mercado de Capitais a informação cada vez mais ganha protagonismo, vez que é uma das mais importantes ferramentas utilizadas neste contexto, tanto para as companhias emissoras de valores mobiliários quanto para os investidores. A troca de informações entre os agentes possibilita o funcionamento regular do Sistema Financeiro Nacional, pois contribui para a confiabilidade dos participantes no sistema e, consequentemente, promove mais investimentos. Este trabalho então aborda o desenvolvimento do Mercado de Capitais, e destaca a importância do compartilhamento de informações neste ambiente, analisando também os impactos da divulgação de informações eivadas de vícios ou que não são publicizadas tempestivamente. Ademais, a fim de trazer uma perspectiva empírica, foi apresentado um caso concreto de notório conhecimento no cenário nacional, demonstrando os reais impactos de condutas delituosas contra o Mercado de Capitais, especificamente o tipo penal do *Insider Trading*, para as empresas, para os investidores e para a economia.

Palavras-chave: Mercado de Capitais; Direito Penal Econômico; Informações; Crimes Contra o Mercado de Capitais; *Insider Trading*.

ABSTRACT

In the Capital Market environment, information is increasingly gaining prominence, as it is one of the most important tools used in this context, both for companies issuing securities and for investors. The exchange of informations between agents makes it possible for the National Financial System to function smoothly, as it contributes to the reliability of participants in the system and, consequently, promotes more investment. This work then addresses the development of the Capital Market, and highlights the importance of sharing information in this environment, also analyzing the impacts of disclosing information that is flawed or that is not published in a timely manner. In addition, in order to bring an empirical perspective, a concrete case of notorious knowledge in the national scenario was presented, demonstrating the real impacts of criminal conduct against the Capital Market, specifically the criminal type of Insider Trading, for companies, investors and the economy.

Keywords: Capital Markets; Economic Criminal Law; Informations; Crimes against the Capital Markets; Insider Trading.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Organograma do Sistema Financeiro Nacional	15
Figura 2 - Gráfico demonstrando a evolução dos negócios na B3 até 2018	26
Figura 3 - Gráfico demonstrando a evolução da capitalização bursátil das empresas com ações cotadas na B3	26

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	11
2. O SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL	14
2.1. O CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL	15
2.2. O BANCO CENTRAL DO BRASIL	16
2.3. OS BANCOS COMERCIAIS	16
2.4. OS BANCOS DE INVESTIMENTO	17
3. O MERCADO DE CAPITAIS	17
3.1. O MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO	23
4. BOLSA DE VALORES	30
4.1. PANORAMA HISTÓRICO MUNDIAL	31
4.2. PANORAMA HISTÓRICO BRASILEIRO	32
5. REGULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS	35
5.1 A COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS	36
5.1.2 DA ATIVIDADE SANCIONADORA DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS	39
6. A RELEVÂNCIA DAS INFORMAÇÕES NA CONTEMPORANEIDADE E SEUS REFLEXOS NO MERCADO DE CAPITAIS	42
7. DO DIREITO PENAL ECONÔMICO E DOS CRIMES CONTRA A ORDEM ECONÔMICA	50
8. DOS CRIMES NO AMBIENTE DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO	56
9. DA DOGMÁTICA JURÍDICO-PENAL	66
10. INSIDER TRADING	74
11. ANÁLISE DO CRIME DE INSIDER TRADING À LUZ DO CASO CONCRETO: EIKE BATISTA (PAS RJ2014/578)	85
12. CONCLUSÃO	99
13. REFERÊNCIAS	101

1. INTRODUÇÃO

A informação sempre foi um elemento importante na história, no entanto, na contemporaneidade, com as evoluções axiológicas e com o advento da internet, dos meios de comunicação, e da expansão dos veículos de mídia, a informação ganhou um novo valor na sociedade.

Esse recurso, a informação, passou por um processo de mercantilização, de modo que, hodiernamente, informação é poder. Isso, no entanto, impacta expressivamente a forma como desenvolvem-se as relações sociais, políticas, e, sobretudo econômicas.

O presente trabalho visa explorar de maneira aprofundada a temática do Direito Penal Econômico, concentrando-se na análise dos crimes cometidos no ambiente do Mercado de Capitais. Nesse contexto, destaca-se a influência da dogmática jurídico-penal, sobretudo a sofisticada abordagem do funcionalismo-sistêmico de Günther Jakobs. A reflexão sobre a sanção penal como mecanismo de manutenção das expectativas normativas, especialmente em crimes complexos, como os do Mercado de Capitais, proporcionará uma compreensão mais abrangente das nuances desse campo, considerando, inclusive, novas maneiras de se imputar esse tipo de criminalidade.

A complexidade intrínseca à sociedade contemporânea, inalcançável pela consciência humana, cria uma lacuna entre a complexidade do mundo e a capacidade cognitiva humana. É nesse contexto que os sistemas sociais, como o Direito, emergem enquanto instrumentos mitigadores dessa complexidade. Günther Jakobs destaca, portanto, a busca pela estabilidade normativa como objetivo do Direito Penal, utilizando a pena como reafirmação da validade da norma em caso de infração.

Ao direcionar o olhar para o Direito Penal Econômico, evidencia-se a sua evolução como um ramo jurídico autônomo, impulsionado por normativas que visam coibir, especificamente, esse tipo de conduta. A globalização, por sua vez, introduz novas formas de criminalidade vinculadas a fenômenos econômicos e à integração supranacional. Ressaltar-se-á então a complexidade inerente ao Direito Penal Econômico, moldado pelos desafios impostos por um contexto capitalista contemporâneo, onde o poder econômico centraliza-se e, por vezes, conduz a condutas tipificadas como criminosas.

Neste cenário, a tutela penal da ordem econômica emerge como elemento crucial, conectando-se intrinsecamente aos âmbitos empresarial, tributário e financeiro. A evolução histórica desse arcabouço jurídico, iniciada com a Constituição Federal de 1934 e moldada por

leis subsequentes, como a Lei nº 4.137, e instituições como o Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE), reflete a constante adaptação do ordenamento jurídico às transformações do ambiente econômico.

Contudo, no panorama contemporâneo marcado pela pós-modernidade e globalização, as estruturas do Direito Penal Clássico revelam-se insuficientes diante dos desafios inéditos originados das transformações sociais e econômicas. O texto explora, ainda, o papel fundamental do Sistema Financeiro Nacional e suas instituições, como o Conselho Monetário Nacional e o Banco Central do Brasil, na regulação e estabilidade do mercado financeiro.

A análise se estende, e, finalmente, chegará ao Mercado de Capitais, compreendendo sua evolução histórica, impactos no cenário econômico globalizado e seu papel no desenvolvimento econômico. Tópicos como o mercado primário e secundário, a atuação das corretoras de investimento e a segurança dos investidores são abordados para oferecer uma visão abrangente desse complexo sistema.

Adotando uma perspectiva doutrinária mais clássica, abordar-se-á uma perspectiva histórica da bolsa de valores, indo desde seus primórdios até a formação da B3, destacando o papel regulatório exercido por órgãos como o CMN, BACEN e CVM.

Aprofundando a análise, o texto aborda a Sociedade da Informação no século XX, sublinhando a importância crescente da informação nos âmbitos social, cultural, político e econômico. A mercantilização e a coleta massiva de dados, em meio à dependência da internet, despertam questões sobre privacidade, especialmente no contexto do Mercado de Capitais. A informação, regulamentada por leis como a das Sociedades Anônimas, emerge como fator vital para a transparência e eficiência do mercado.

Ao abordar os crimes no Mercado de Capitais brasileiro, o texto destacará a contemporaneidade dos "crimes de cifras douradas" e a evolução da legislação, culminando na Lei nº 10.303/2001. A atuação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) também será devidamente enfatizada, destacando sua eficiência frente ao Direito Penal clássico.

O texto então ressaltará os impactos sistêmicos dos crimes no Mercado de Capitais, evidenciados pelas crises de 1929 e 2008, passando a tratar especificamente do tipo penal do *Insider Trading*, a fim de demonstrar a intrínseca relação desse crime com a divulgação de informações, e da especificidade dessa conduta no que tange, sobretudo, aos sujeitos ativos e passivos, e sua mensuração.

Por fim, a fim de demonstrar empiricamente os impactos de um crime de grande porte no âmbito do Mercado de Capitais às empresas emissoras, aos investidores e ao mercado

financeiro como um todo, será tratado o crime de *Insider Trading* cometido pelo influente empresário do ramo do petróleo, à época acionista controlador de uma companhia, Eike Batista.

Este trabalho buscará, portanto, reforçar a importância de uma supervisão regulatória rigorosa, respeito às leis e a necessidade de publicização de informações, a fim de promover transparência para manter a integridade e confiança no mercado financeiro.

No que concerne à aspectos técnicos e metodológicos, o presente trabalho se utilizou de pesquisas doutrinárias, legislativas, bem como jurisprudenciais, no âmbito do Ministério Público Federal e da Comissão de Valores Mobiliários. A escolha do material jurisprudencial se deu utilizando a Metodologia de Controle Cruzado¹, pautando-se a escolha do julgado no fato de este caso ser um dos que mais se destacam nesse âmbito.

¹ COACCI, T. A pesquisa com Acórdãos nas ciências sociais: algumas reflexões metodológicas. *Mediações - Revista de Ciências Sociais*, Londrina, v. 18, n. 2, p. 86–109, 2013. DOI: 10.5433/2176-6665.2013v18n2p86. Disponível em: <https://ojs.uel.br/revistas/uel/index.php/mediacoes/article/view/17313>. Acesso em: 11 nov. 2023.

2. O SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL

O Sistema Financeiro Nacional atualmente, de acordo com informações atualizadas obtidas no sítio de buscas oficial do Banco Central do Brasil², é regido pelas seguintes normas principais: Lei 4.131/1962 (Lei do Capital Estrangeiro); Lei 4.595/1964 (Lei do Sistema Financeiro Nacional); Lei 4.728/1965 (Lei do Mercado de Capitais); Lei 6.024/1974 (Lei de Intervenções e Liquidações); Lei 6.385/1976 (Lei do Mercado de Valores Mobiliários); Lei 7.357/1985 (Lei do Cheque); Lei 7.492/1986 (Lei do Colarinho Branco/Crimes Financeiros); Lei 9.069/1995 (Lei do Real); Lei 9.447/1997 (Lei de Responsabilidade Solidária); Lei 9.613/1998 (Lei da “Lavagem” de Dinheiro); Lei 9.710/1998 (Lei do PROER); e Lei 10.214/2001 (Lei do Sistema de Pagamentos Brasileiro).

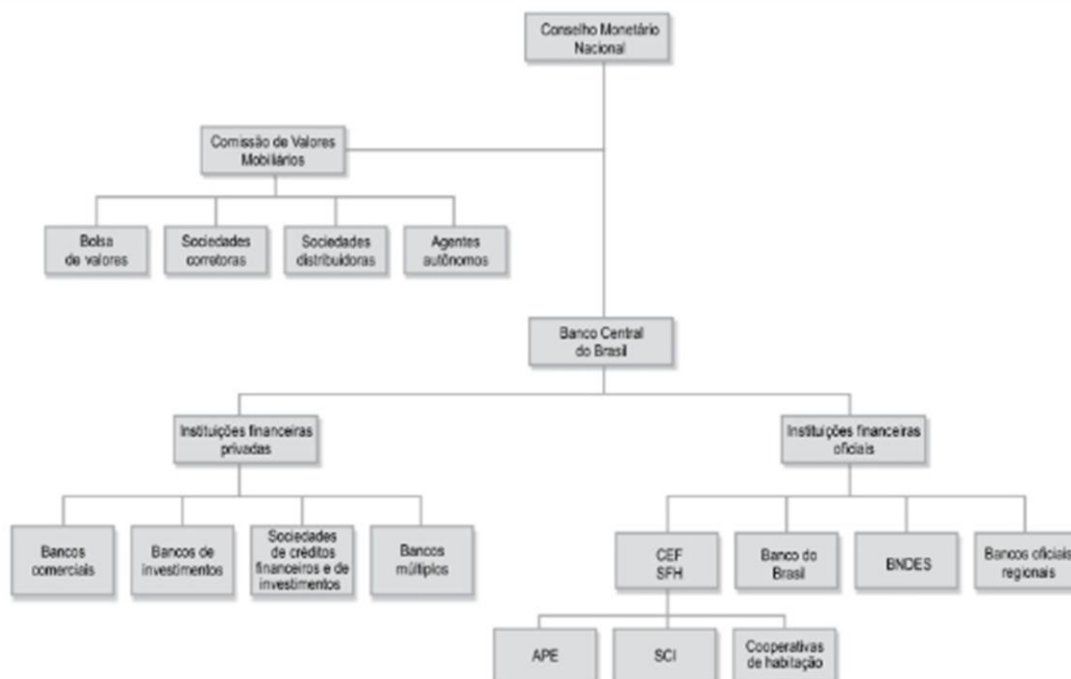
As instituições que compõem o SFN formam o denominado Mercado Financeiro. Suas ferramentas possibilitam a transferência de recursos disponíveis e promovem condições de liquidez. O Mercado Financeiro é subdividido em quatro mercados específicos: Cambial, Monetário, de Crédito e de Capitais.

O Mercado Cambial tem a função de converter moedas, realizando operações à vista e futuras, a prazos imediatos ou curtos; o Mercado Monetário possui a função de controlar a liquidez econômica, realiza operações com títulos públicos e privados, a prazos curtos e muito curtos; o Mercado de Crédito tem a função de prover crédito para investimento e para consumo, suas operações incluem empréstimos, financiamentos e arrendamentos mercantis, a curto e médio prazo; já o Mercado de Capitais tem a função de suprir necessidades de investimentos tanto para capital de giro quanto para capital fixo de empresas, suas operações envolvem a negociação de ações, debêntures, e outros títulos, sendo seus prazos médios e longos.

O Sistema Financeiro Nacional, simplificada e hierarquicamente dividido e organizado da seguinte forma:

²BANCO CENTRAL DO BRASIL. Lei de Responsabilidade Fiscal. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/pre/leisedecretos/port/leissfn.asp?frame=1>>. Acesso em: 25 set. 2023.

Figura 1 - Organograma do Sistema Financeiro Nacional³



No Brasil, apesar de haver instituições bancárias, bolsa de valores e caixas econômicas há mais de cem anos, foi apenas em 1945 que se criou a Superintendência da Moeda e do Crédito (Sumoc), que era responsável pela elaboração da política da moeda e do crédito, bem como pela coordenação e fiscalização dos bancos, ou seja, cumpria o papel que hoje é desempenhado pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) e pelo Banco Central do Brasil (BACEN).

2.1. O CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL

O Conselho Monetário Nacional, órgão superior do Sistema Financeiro Nacional, foi criado pela Lei 4.595, de 31 de dezembro de 1964, e é responsável pela elaboração da política da moeda e do crédito, almejando promover maior desenvolvimento econômico e social no país.

Em 1994 o Conselho Monetário Nacional, que possui composição variável, passou a ter três membros: o Ministro da Fazenda, o Ministro do Planejamento e o Presidente do Banco

³ FILHO, Jorge Ribeiro de T. Mercado de Capitais Brasileiro: uma introdução. São Paulo: Cengage Learning Brasil, 2006. E-book. ISBN 9788522108190. Disponível em: <<https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788522108190/>>. Acesso em: 25 set. 2023.

Central do Brasil. No entanto, atualmente é composto pelo Ministro da Economia como Presidente do Conselho, o Secretário Especial da Fazenda e o Presidente do Banco do Brasil.

Os membros do CMN se reúnem, via de regra, uma vez por mês para tratar de assuntos como a orientação da aplicação dos recursos das instituições financeiras, bem como coordenar políticas monetárias, creditícias, orçamentárias e da dívida pública interna e externa. As matérias que são aprovadas nas reuniões são regulamentadas por meio de Resoluções do Conselho no Diário Oficial da União (DOU) e no campo de Busca de Normas do Conselho e do Banco Central (BC).⁴

2.2. O BANCO CENTRAL DO BRASIL

O Banco Central é composto por uma Diretoria Colegiada, o Banco Central do Brasil conta com Presidente, Diretoria de Administração, Diretoria de Assuntos Internacionais e de Gestão de Riscos Corporativos, Diretoria de Fiscalização, Diretoria de Organização do Sistema Financeiro e de Resolução, Diretoria de Política Econômica, Diretoria de Política Monetária, Diretoria de Regulação, e Diretoria de Relacionamento, Cidadania e Supervisão de Conduta, que, conjuntamente, desempenham suas atividades com o objetivo de cumprir e fazer cumprir disposições que lhe são atribuídas pelo Conselho Monetário Nacional.

Suas atribuições e competências estão previstas na Lei nº 4.595, mas, em resumo, é o Banco Central quem gerencia o meio circulante, que serve para garantir o fornecimento de dinheiro em espécie para a população, garantir a estabilidade do poder de compra da moeda, zelar por um sistema financeiro estável, eficiente e competitivo, bem como fomentar o bem-estar econômico social.⁵

2.3. OS BANCOS COMERCIAIS

Os primeiros registros de atividade bancária decorrem da Mesopotâmia, em 3400 a.C, onde os sacerdotes faziam empréstimos, empregando o que hoje entendemos por juros, a fim de trocar mercadorias, dada a inexistência de moeda para tanto. A moeda enquanto meio de troca surgiu apenas em 500 a.C, na região da Lídia, atual Turquia.

Com a passagem do tempo, as modificações sociais e o grande acúmulo de moedas, além do peso que as mesmas possuíam, passou a ocorrer furtos com frequência, de modo que

⁴ CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL - CMN. Ministério da Fazenda, 2023. Disponível em: <<https://www.gov.br/fazenda/pt-br/assuntos/cmn>>. Acesso em 10 set. 2023.

⁵BANCO CENTRAL DO BRASIL. Institucional, 2023. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/acessoinformacao/institucional>>. Acesso em: 10 set. 2023.

os gregos criaram o cheque, a fim de facilitar o transporte. Interessante, inclusive, pensar que, durante a Idade Média, o desenvolvimento de atividades bancárias era controlado pela Igreja.⁶

No cenário brasileiro, as atividades bancárias tiveram início com a fundação do Banco do Brasil, no ano de 1808. A partir de 1836 foram surgindo mais e mais bancos no país: no Ceará, em 1836; no Rio de Janeiro, em 1838; em Pernambuco, em 1841; no Maranhão, em 1846; no Pará, em 1846; e na Bahia, em 1847.⁷

Os bancos no Brasil, legalmente falando, são instituições financeiras, públicas ou privadas, criadas na forma de sociedades anônimas, podendo realizar operações de curto ou médio prazo, sendo elas: passivas, ou seja, realizadas pelo banco a fim de obter recursos; ativas, que se trata das aplicações dos recursos; e as operações acessórias, que se trata de operações destinadas a prestação de serviços bancários mediante cobrança de taxa ou tarifa.

2.4. OS BANCOS DE INVESTIMENTO

Há registros da existência de bancos de investimento desde a Idade Média, e estes, à época, tinham como objetivo o auxílio na manutenção e expansão do Império da Coroa Britânica, financiando as expedições da Coroa, e realizando investimentos nas colônias. Os bancos de investimento já existiam também em países capitalistas, tendo como o maior exemplo, os Estados Unidos da América.⁸

A Lei nº 4.728/1965, que trata do Mercado de Capitais brasileiro, em seu artigo 29, já previa a criação de bancos de investimento, sob a autorização do Banco Central. Dentre os objetivos dos bancos de investimento, talvez o que mereça maior destaque seja a promoção de processos de capitalização de empresas, a fim de expandi-las, por meio de financiamento com prazos longos, taxas coerentes e promover com a abertura e aumento de capitais, por meio do que no mercado denominam de IPO (*Initial Public Offering*), cuja tradução significa Oferta Pública Inicial, a reestruturação das companhias, financeiramente.

Os bancos de investimento, assim como os bancos comerciais, realizam operações passivas e ativas.

3. O MERCADO DE CAPITAIS

Com a sofisticação e complexização das relações econômicas no século XX, conjuntamente com o abrupto desenvolvimento tecnológico de 1980, passamos a ter uma maior

⁶ FILHO, op.cit.

⁷ Ibid.

⁸ Ibid.

interdependência entre os países, o que hoje conhecemos por globalização, o que não significa perda de soberania Estatal ou qualquer coisa do gênero, como aduz Leonardo Alonso⁹, o que acontece aqui é que os Estado deixam de realizar um controle direto dos agentes econômicos e passa a conduzir a dinâmica dos mercados.

Globalização para o Professor Renato de Mello Jorge Silveira, à luz do pensamento do teórico Boaventura de Sousa Santos, se insere no seguinte contexto:

Especialmente a partir das últimas três décadas do século XX, as interações transnacionais conheceram uma magnitude antes não sonhada. O horizonte passa a de delinear, qual o vaticínio do Orwell. O mundo mostra-se seccionado em comunidades várias, como a União Européia, a Nafta, o Mercosul e a Alca. Como afirma Boaventura de Sousa Santos, a grande amplitude e profundidade das novas relações supranacionais acabaram por criar, segundo muitos autores, o que se tem por uma quebra de anteriores formas de interação fronteiriças, a qual se pode chamar 'globalização', 'formação global', 'cultura global', 'sistema global', 'modernidades globais', 'processo global', culturas da globalização', ou 'cidadãos globais'. Poderia mesmo, genericamente, ser qualificada como uma intensificação das relações em escala mundial, o que, através de um processo dialético, acaba por alterar os acontecimentos em forma contínua.¹⁰

Nessa conjuntura surge o Mercado de Capitais, que, sob a luz do pensamento de Paul Krugman e Maurice Obstfeld:

[...] seja qual for a medida utilizada, a escala de transações no mercado internacional de capitais cresceu mais rapidamente do que o PIB mundial desde a década de 70. Um dos principais motivos foi que os países, começando pelos industrializados, pouco a pouco reduziram as barreiras aos fluxos internacionais de capitais privados.¹¹

A globalização no mercado de valores mobiliários, bem como dos mercados financeiros em um geral, teve um impacto positivo, mas não foram apenas positivos. Com essa internacionalização, foram facilitadas, por exemplo, as crises bursáteis, que acabaram por fomentar uma insegurança jurídica, no que concerne à aplicação normas de cunho internacional,

⁹ ALONSO, op. cit., p. 15.

¹⁰ SILVEIRA, Renato de Mello Jorge. Direito Penal Econômico como Direito Penal de perigo. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2006, p. 50-51.

¹¹ KRUGMAN, Paul R.; OBSTFELD, Maurice. *Economia Internacional: teoria e política*. Trad. Eliezer Martins Diniz. São Paulo: Pearson Addison Wesley, 2005, p. 476 apud ALONSO, Leonardo. Crimes Contra o Mercado de Capitais, 2010, p. 16. Disponível em: <https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2136/tde-07052010-075537/publico/Dissertacao_Completa_Leonardo_Alonso.pdf>. Acesso em: 20 out. 2023.

bem como expandem as possibilidades de desenvolvimento de atividades ilícitas no ambiente do Mercado de Capitais.¹²

Partindo de seu conceito, temos que, de acordo com Juliano Lima Pinheiro, o Mercado de Capitais é um:

conjunto de instituições e de instrumentos que negociam com títulos e valores mobiliários, objetivando a canalização dos recursos dos agentes compradores para os agentes vendedores. Ou seja, o Mercado de Capitais representa um sistema de distribuição de valores mobiliários que tem o propósito de viabilizar a capitalização das empresas e dar liquidez aos títulos emitidos por elas.¹³

Nesse sentido, o Mercado de Capitais teria surgido então com a finalidade de impulsionar capitais para investimentos, atuando como um incentivador das poupanças privadas, bem como de gerir a estruturação de uma sociedade economicamente pluralista, possibilitando participação social ampla na riqueza e nos resultados dos grandes protagonistas da economia, conseqüentemente, contribuindo para o desenvolvimento econômico como um todo.

Insta pontuar que o Mercado de Capitais ganha espaço para desempenhar as supracitadas funções, no momento em que o mercado de crédito, sobretudo bancário, deixou de ser o mais interessante, passando a não atender mais às necessidades de seus consumidores. Isso, pois, como se sabe, fora do Mercado de Capitais é mais complexo sustentar um fluxo de recursos em condições adequadas no que tange, inclusive, a prazos, custos e necessidades.

Nesse diapasão, temos que o Mercado de Capitais, ou melhor, o mercado de ações, configura-se como uma área autônoma do Direito, e divide-se em primário e secundário. Em suma, o primário seria destinado a aplicação de recursos na empresa, enquanto que o secundário seria a representação da transação dos compradores e dos vendedores de ações, de modo a não impactar no resultado financeiro da empresa.¹⁴

É no mercado primário que acontece a negociação da venda (subscrição) de novas ações, como explica Juliano Pinheiro, quando a emissão é subscrita por acionistas antigos, ainda que a empresa já esteja na bolsa; essa subscrição é denominada particular e ocorre tanto diretamente

¹² HERNÁNDEZ SAINZ, Esther. *El abuso de información privilegiada en los mercados de valores*. Pamplona: Thomson, 2007, p. 67 apud ALONSO, Leonardo. Crimes Contra o Mercado de Capitais, 2010, p. 17. Disponível em: <https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2136/tde-07052010-075537/publico/Dissertacao_Completa_Leonardo_Alonso.pdf>. Acesso em: 20 out. 2023.

¹³ PINHEIRO, Juliano L. Mercado de Capitais. São Paulo: Grupo GEN, 2019, p. 157. *E-book*. ISBN 9788597021752. Disponível em: <<https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788597021752/>>. Acesso em: 13 out. 2023.

¹⁴ Ibid.

pela empresa quanto pela bolsa de valores. Aqui a ação é negociada, como diz o próprio nome, primariamente, ou seja, pela primeira vez, indo o dinheiro capitalizado na venda para a empresa.

Posteriormente à compra de ações no mercado primário, é natural ocorrer o processo reverso, pois os investidores irão querer converter as ações em dinheiro, revendendo suas ações para outro investidor, investidor este que não estará adquirindo uma ação de emissão primária, neste caso trata-se de uma operação denominada secundária.

Logo, para que essa aquisição, ou seja, essa operação secundária, ocorra, é necessário que o vendedor, assim como o novo comprador, busquem uma sociedade corretora, popularmente só chamada de “corretora”. As corretoras de investimento são instituições financeiras que funcionam como um verdadeiro mercado de investimentos. Essas instituições são responsáveis por intermediar as operações entre o investidor, seja pessoa física ou jurídica, e o mercado financeiro.

É apenas através das corretoras de investimentos que é possível adquirir produtos financeiros, como por exemplo, ações, fundos de investimentos, títulos públicos, entre outros. Essas corretoras são de suma importância, assim como os já mencionados bancos de investimento, pois as pessoas físicas não possuem autorização para acessar diretamente os investimentos, dada a necessidade de adesão à um conglomerado de normas e instruções dos órgãos regulamentadores e fiscalizadores, como por exemplo da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que veremos mais adiante, para operar no mercado financeiro.

No entanto, as corretoras ainda podem atuar como “conselheiras” ou consultoras aos seus clientes, procurando as melhores oportunidades de investimentos no mercado naquele momento para recomendar as melhores opções de produtos financeiros a seus clientes de acordo com seus perfis de investidor e seus objetivos, sejam eles de curto, médio ou longo prazo.

No que tange à segurança dos investidores, uma das maiores preocupações, sobretudo dos menos experientes, e suas aplicações realizadas junto a estas instituições financeiras, essas corretoras devem estar registradas perante a CVM, de modo que seja possível acessar seus dados por meio de buscas pelo site da autarquia, e até mesmo checar se ela está em regular funcionamento ou ainda se está sendo fiscalizada devidamente. Ademais, há ainda a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais, a ANBIMA, que define códigos de melhores práticas para o setor, onde define uma série de critérios e diretrizes a fim de preservar a segurança e a regulamentação das operações realizadas nessa área.

Assim, recebidas as ordens de seus clientes, sejam elas de compra ou de venda, a corretora deverá executar a operação responsável por fechar o negócio durante o “pregão” das bolsas de valores. O pregão da bolsa de valores é o lapso temporal diário no qual a bolsa de valores funciona, ou seja, o período de negociação entre compradores e vendedores, o “horário comercial” da bolsa de valores, que se dá hodiernamente por meios eletrônicos, através de uma plataforma na qual os investidores realizam suas operações com empresas listadas na bolsa de valores brasileira, a Brasil Bolsa Balcão, popularmente denominada B3.

Já no que concerne ao mercado secundário, temos que é o local onde se realizam as transferências de ativos entre investidores e/ou instituições, vez que ponto crucial para o investidor é liquidez inerente a um ativo, de modo que lhe seja possibilitado no momento da venda de suas ações haver de fato um comprador, viabilizando assim o mercado primário, empregando-lhe maior confiabilidade e consequente expansão na capitalização de empresas por meio do mercado de ações.

Juliano Lima Pinheiro¹⁵ elenca três características necessárias ao mercado secundário: transparência, que seria o acesso não obstado à informações; liquidez, que seria a facilidade em comprar e vender ações com riscos baixos de perda de capital; e eficiência, que trata-se da rapidez em ajustar preços, maior a eficiência nas operações do mercado.

As negociações no mercado secundário, diferentemente das negociações no mercado primário, podem ser realizadas por meio de mercados secundários de balcão e de bolsa de valores. Nesse contexto, o mercado de balcão pode ser compreendido com um mercado, organizado, de títulos em que suas negociações não se fazem de determinado local, ocorrendo em sua maior parte por telefone. Dada a ausência de registro em bolsas, as ações das empresas no mercado secundário estão fora do controle da CVM e não há garantias de uma bolsa de valores tal qual a B3.

Esse mercado, também conhecido como *Over The Counter (OTC)*, termo que é utilizado em razão de no passado os ativos serem negociados nos balcões dos escritórios das corretoras, tem como principais características: a ausência de um local físico e centralizado para as negociações, existindo então um sistema completamente virtual/eletrônico; a baixa influência das operações nele realizadas em operações subsequentes, dada a divulgação menos ampla em comparação com a bolsa de valores; bem como a heterogeneidade de participantes e de operações.

¹⁵ Ibid., p. 160.

Diante desse panorama sobre o mercado de balcão podemos pensar então porque uma empresa optaria por acessá-lo ao invés de utilizar a bolsa de valores, e a resposta seria no sentido de que os mercados de balcão possuem muito menos critérios para realização de operações, há maior flexibilidade no que tange aos registros das operações comparado à bolsa de valores, o que facilita a participação de empresas novas, pequenas e com pouca influência e visibilidade, no mercado financeiro, bem como possibilita que coloquem seus papéis para negociação ao público.

É esse o papel principalmente do Mercado de Balcão Organizado. Esse mercado surgiu apenas com a criação de câmaras de registro, como dito anteriormente, é uma versão menos burocrática e criteriosa da Bolsa de Valores para as empresas, apesar da necessidade de registro de todas as operações e da apresentação de informações relevantes da empresa.

No Brasil esse mercado surgiu apenas com a criação da Sociedade Operadora de Mercado de Ativos (SOMA), em 2002 adquirida pela B3, agora conhecida por SOMA FIX.

Anteriormente às já mencionadas câmaras de registro, existia o que chamamos de Mercado de Balcão Não Organizado. As operações realizadas neste mercado são efetuadas diretamente entre agentes de mercado, e não possuem quaisquer registros obrigatórios, apesar de as negociações serem consideradas extremamente seguras, vez que há supervisão por parte da CVM e da própria B3.

O que é inquestionável aqui é a brusca diminuição no critério transparência, vez que, como veremos mais à frente, o ambiente do Mercado de Capitais, do mercado financeiro em geral, é extremamente peculiar e tem a informação, a transparência, como elemento primordial, de extremo destaque, sobretudo para evitar o cometimento de ilícitos penais.

No entanto, a existência desse mercado permite que ativos de baixa liquidez na Bolsa de Valores ou no Mercado Organizado tornem-se possíveis de serem negociados, ajudando as empresas envolvidas, geralmente menores do que as que acessam a bolsa de valores, e também ampliando o rol de opções de investimentos para o público.

Dentre os ativos possíveis de serem negociados no mercado de balcão não organizado, estão: ações, fundos de investimentos, debêntures, *Exchange Traded Fund (ETF)*, *Brazilian Depositary Receipts, (BDRs)*, dentre outros autorizados pela CVM.

Em resumo, o mercado primário, principalmente, seria para criar títulos mobiliários, bem como para capitalizar empresas, enquanto que o secundário seria destinado à negociação de títulos mobiliários, troca de propriedade do título, assim como promoção de liquidez aos títulos.

Nas últimas décadas o Mercado de Capitais ganhou muito destaque, sobretudo por conta das crises que temos enfrentado, tanto em âmbito nacional quanto em âmbito internacional, e não é à toa. O Mercado de Capitais é crucial para um saudável crescimento econômico, visto que amplia as alternativas de financiamento para as empresas; promove a redução do custo de financiamentos; amplia também o compartilhamento do risco; e ainda democratiza o acesso ao capital.

3.1. O MERCADO DE CAPITALIS BRASILEIRO

Até 1960, o Mercado de Capitais no Brasil não era algo fomentado, tampouco possuía muita relevância no contexto econômico nacional. Majoritariamente, os investimentos eram focados em ativos denominados reais, tais como imóveis, deixando de lado os ativos financeiros, como é o caso dos títulos públicos e privados.

Em razão da precária estrutura das bolsas de valores e das corretoras, o Mercado de Capitais não conseguia se desenvolver, restringindo-se a poucos negócios. Em 1964, em decorrência das reformas empregadas pelo governo vigente, com a reformulação do mercado financeiro e suas normas, essa realidade passou a se alterar.

As leis que implementaram a correção monetária e a reforma bancária, assim como a primeira Lei de Mercado de Capitais foram responsáveis por reestruturar todo o sistema financeiro, criando assim o Conselho Monetário Nacional e o Banco Central, a fim de regulamentar o funcionamento do mercado financeiro.

No entanto, é em 1965 que o cenário brasileiro, no que tange ao Mercado de Capitais, efetivamente se altera, passando a desenvolver-se expressivamente, por meio, principalmente, da Lei nº 4.728/65, a Lei do Mercado de Capitais, que tinha como principais objetivos: a padronização de condutas dos participantes do Mercado de Capitais; a abertura de instituições novas, bem como o fortalecimento das já existentes; o oferecimento de incentivos às companhias que visam abrir o capital.

A referida Lei de Mercado de Capitais promoveu alterações extremamente relevantes no mercado de ações, reformulando a legislação sobre bolsa de valores; profissionalizando a atuação dos corretores de fundos públicos, transformando-os em sociedades corretoras de títulos e valores mobiliários; fomentando a criação de bancos de investimento.

É nesse lapso temporal que o Banco Central, inclusive, criou uma diretoria especificamente para tratar de assuntos relativos ao Mercado de Capitais, com o objetivo de

regulamentar, fiscalizar e intermediar as bolsas de valores, o mercado de valores mobiliários, as companhias de capital aberto bem como os intermediários.

Em meados de 1970, com o movimento especulativo que ficou popularmente conhecido como “*boom* de 71”, passaram a ser lançados incentivos fiscais pelo governo federal para aumentar a compra de ações sem haver aumento nas emissões das ações das empresas. Isso fez com que a demanda por ações aumentasse abruptamente e com isso seus preços passaram a ser muito mais valorizados, chegando ao ápice em 1971.¹⁶

Depois desse fenômeno, os investidores com mais conhecimento e experiência passaram a, culminados com a emissão de novas ações em um momento de pouca procura, com suas movimentações financeiras, promover a queda no valor das ações que vinham em constante ascensão, de modo a começar a assustar os investidores, que passaram a desacreditar no mercado.¹⁷

A fim de recuperar o ritmo no Mercado de Capitais, sobretudo no segmento acionário, em 1976, a Lei nº 6.404/1976, a Lei das Sociedades Anônimas, juntamente com a segunda Lei do Mercado de Capitais, deu origem a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), de modo a substituir a diretoria de Mercado de Capitais do Banco Central, mencionada acima.

A importância da política de um país em seu desenvolvimento econômico demonstra-se então com o Plano Collor, em 1990, que impulsionou a abertura da economia nacional, de modo a atrair a participação de investidores, inclusive estrangeiros, suscitando uma sofisticação dos padrões adotados de governança corporativa, o que irá culminar no que temos hoje e quem sido o assunto da ordem do dia: a adoção pelas empresas das práticas ESG, da língua inglesa, “*Environmental, Social and Governance*”.

Porém, apesar de tudo isso, a bolsa de valores brasileira não era utilizada pelas empresas que buscavam por financiamento, o que refletiu em números baixíssimos de aberturas de capital das companhias (IPOs) na época; entre os anos 1995 e 2000, por exemplo, foram apenas 5 (cinco)¹⁸.

O que podemos observar ao estudar a historicidade do Mercado de Capitais no Brasil, é que existe uma ciclicidade neste mercado, com muitos altos e baixos. Após o expressivo desenvolvimento do Mercado de Capitais na década de noventa, influenciado por aberturas de mercado, privatizações e estabilidade, este mercado voltou a decair com certa estagnação do

¹⁶ Ibid.

¹⁷ Ibid.

¹⁸ Ibid.

mercado primário seguido de falta de dinamicidade do mercado secundário, evidenciando esse movimento cíclico do Mercado de Capitais no país.

Diante desse cenário, foi criado, pela Bovespa e mais 45 (quarenta e cinco) entidades relacionadas, em 2002, um movimento chamado “Ação Cívica pelo Desenvolvimento do Mercado de Capitais”, o qual possuía forte plano diretor, coordenado, tecnicamente, pela Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais do Brasil (APIMEC) e pelo Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais (IBMEC), intitulado “Plano Diretor do Mercado de Capitais”, suportado por 24 (vinte e quatro) entidades subscritas no mesmo.¹⁹

Este plano diretor, organizado por temas, era direcionado à empresas, investidores, e órgãos reguladores, e estipulava medidas para reerguer o Mercado de Capitais e transformá-lo em ferramenta fundamental de transformação e progressão do sistema financeiro no país, a partir de mecanismos, inclusive de identificação de ações governamentais e do setor privado que de alguma forma impactam o Mercado de Capitais para então dirimir os problemas, mecanismos estes empregados sempre buscando manter isonomia e eficiência.

O referido plano, inclusive, foi atualizado em 2008, e, apesar de atualizar suas diretrizes, não perdeu seu objetivo central, que é priorizar o Mercado de Capitais no cenário nacional enquanto principal financiador e fomentador do desenvolvimento econômico, unindo forças tanto do setor privado quanto do setor público.

Destarte, com a adesão de iniciativas para o satisfatório desenvolvimento do Mercado de Capitais, bem como a melhora da economia brasileira, o Mercado de Capitais brasileiro passou a conquistar espaço. As estatísticas, referentes ao número de empresas listadas no Mercado de Capitais, voltaram a crescer, apresentando tendência de queda em 2015, mas sendo estabilizadas com a alteração de Governo ocorrida no ano de 2017, mais uma vez reforçando a ideia de ciclicidade desse mercado.²⁰

Assim, o que vemos é que, apesar de algumas crises que impactam o Mercado de Capitais, tanto a nível nacional quanto internacional, os negócios/negociações que ocorrem cotidianamente na B3 passaram a apresentar expressivo crescimento no decorrer dos últimos anos, sobretudo no ano de 2018.

Veja a seguir dois quadros demonstrativos desses dados trazidos:

¹⁹ Ibid.

²⁰ Ibid.

Figura 2 - Gráfico demonstrando a evolução dos negócios na B3 até 2018 ²¹

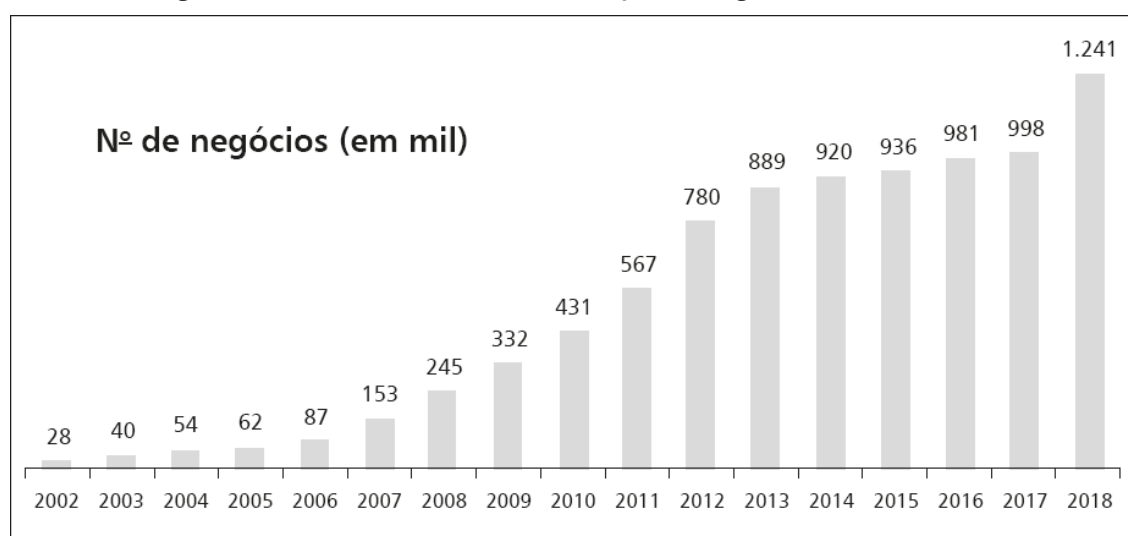
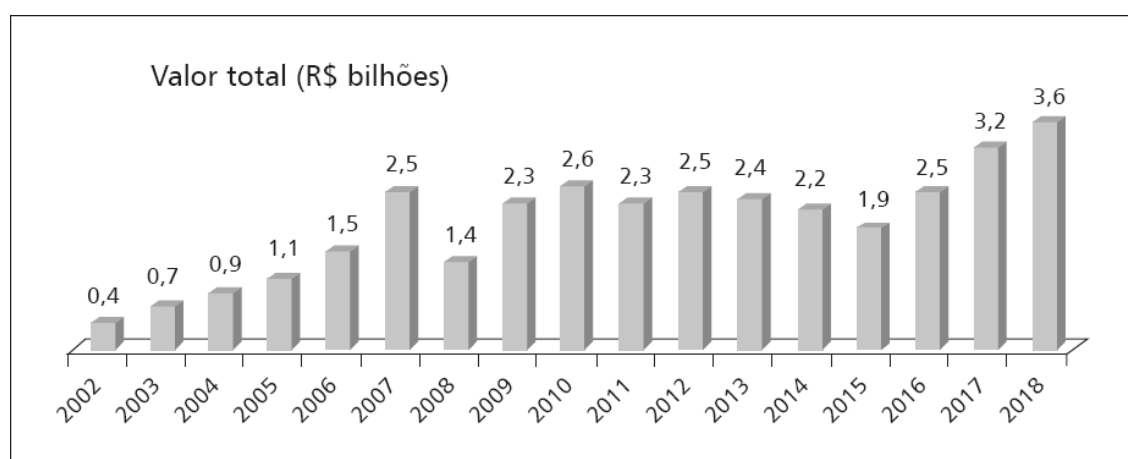


Figura 3 - Gráfico demonstrando a evolução da capitalização bursátil das empresas com ações cotadas na B3 ²²



Essas estatísticas, inequivocamente, possuem fortes influências tanto de aspectos políticos e econômicos, quanto dos mercados internacionais, mas podemos apontar também a relevância de um aspecto importantíssimo, especialmente no peculiar ambiente do Mercado de Capitais, que é a informação, a disseminação de informações, um ponto crucial para o fortalecimento do Mercado de Capitais, é a confiabilidade dos investidores, que nada mais é do que a captação por eles de informações de como funciona ou deixa de funcionar esse sistema de negociações do Mercado de Capitais.

²¹ Ibid.

²² Ibid.

Isso se reflete, inclusive, no perfil majoritário dos investidores no Mercado de Capitais brasileiro até meados de 2018, pois tratavam-se de investidores mais maduros e sofisticados, visando uma lucratividade a longo prazo, mudando aquele perfil de antigamente, de expressiva participação de empresas e instituições financeiras especuladoras.

Esse perfil acabou por alterar-se um pouco em 2020, com o infeliz advento da Pandemia causada pelo coronavírus SARS-CoV-2, que ficou popularmente conhecida como Pandemia COVID-19, e que impactou todo o globo com os milhares de óbitos, pessoas infectadas e hospitalizadas, vastos períodos de isolamento, de maneira a afetar, consequentemente, também a economia mundial, e, não apartado disso, o Mercado de Capitais, nacional e internacionalmente.

Tratando do cenário nacional, o que vimos acontecer foi uma mistura de problemas decorrentes de uma das maiores crises sanitárias já enfrentadas pela população mundial, de origem sanitária em si, mas também problemas decorrentes de um governo negligente, com uma série de condutas que impactaram o país, em um momento de extrema fragilidade, de forma profundamente negativa, não sendo diferente no campo da economia.

O que vimos acontecer foi um crescimento exponencial de influenciadores digitais, e, conjuntamente a esse fenômeno, um aumento abrupto do uso de redes sociais, dada a necessidade das pessoas consumirem mais notícias, informações e entretenimento, por permanecerem isoladas em seus domicílios o máximo possível durante as quarentenas, foi o fortalecimento das chamadas “*Fake News*”, ou em português, “Notícias Falsas”, e da desinformação.

Os conceitos advindos desses termos são objeto de amplo debate entre estudiosos, sendo uma definição que fomenta contradições entre os pesquisadores. Isso pois, para alguns pesquisadores, não faz sentido uma notícia, ou seja, algo fático, ser considerado falso, o que pode ocorrer é a descontextualização daquela informação.

Para Eugênio Bucci, professor da Escola de Comunicações e Artes da Universidade de São Paulo (ECA-USP), em uma fala em evento da Procuradoria Regional Eleitoral de São Paulo, no ano de 2023, as Fake News são uma criação do século XXI, que modificam a forma da notícia através das plataformas sociais e meios digitais que propiciam sua difusão massiva; parecem ser uma notícia jornalística, mas não são, tratam-se em verdade de “um tipo historicamente datado de mentira. Para Bucci, diferentemente das Fake News, “A

desinformação é o efeito geral da disseminação de fake news e de outros recursos para enganar ou manipular pessoas ou públicos com fins inescrupulosos.”²³

O Tribunal Superior Eleitoral (TSE), em 2022, em seu Plano Estratégico das Eleições²⁴ daquele mesmo ano, inserido no contexto do Programa Permanente de Enfrentamento à Desinformação, compreende que o termo Fake News é um “conceito guarda-chuva”, de modo que abarca uma série de interpretações, desde que sobre conteúdos atinentes a desinformação e manipulação de informações.

No contexto deste programa, “potencial desinformação” trata-se de quaisquer conteúdos equivocados, imprecisos, manipulados, fabricados, ilícitos, falsos, ou ainda odiosos, bem como a veiculação descontextualizada de informações, a independer do dolo do agente, de seu formato, ou meio pelo qual foi disseminada.

De acordo com a Secretária de Comunicação do Tribunal Regional Eleitoral de São Paulo (TRE-SP), Eliana Passarelli, as *Fake News* são uma espécie de desinformação, e dentre suas principais características, temos que a mesma é, via de regra, disseminada pela internet, redes sociais, de modo que passou a ser muito comum que criadores de *Fake News* se utilizem dos algoritmos das redes sociais para obter maior alcance das desinformações compartilhada.²⁵

Assim, pela lógica dos algoritmos, essas informações falsas são direcionadas a públicos com maior probabilidade de nelas acreditar, fazendo com que não haja novos aprendizados, pois as pessoas são expostas a ideias em que já acreditam, sendo as *Fake News* um meio de reforçar pensamentos viciados de um determinado grupo.

É, inclusive, o que comprovaram, em 2018, os pesquisadores do Massachusetts Institute of Technology (MIT), a partir de um projeto de investigação que resultou na conclusão de que os *bots* (robôs) não são os principais responsáveis pela propagação de informações falsas, são os seres humanos. A investigação se deu no âmbito da rede social “X”, à época denominada “*Twitter*”, e verificou-se que há 70% mais chances de informações falsas serem compartilhadas em detrimento das verdadeiras na referida rede social.²⁶ Esta rede social, inclusive, passou a ser amplamente utilizada no Brasil, sobretudo durante as eleições presidenciais de 2022,

²³ TRIBUNAL REGIONAL ELEITORAL DE GOIÁS. Fake News x desinformação: entenda qual é a diferença entre os termos. 2023. Disponível em: <<https://www.tre-go.jus.br/comunicacao/noticias/2023/Agosto/fake-news-x-desinformacao-entenda-qual-e-a-diferenca-entre-os-termos>>. Acesso em: 12 out. 2023.

²⁴ TRIBUNAL SUPERIOR ELEITORAL. Plano Estratégico 2021-2026. Disponível em: <<https://www.tse.jus.br/transparencia-e-prestacao-de-contas/governanca-gestao/plano-estrategico-2021-2026>>. Acesso em: 12 out. 2023.

²⁵ TRIBUNAL REGIONAL ELEITORAL DE GOIÁS, op.cit.

²⁶ DIZIKES, Peter. *Study: On Twitter, false news travels faster than true stories*. Massachusetts Institute Of Technology, 2018. Disponível em: <<https://news.mit.edu/2018/study-twitter-false-news-travels-faster-true-stories-0308>>. Acesso em: 12 out. 2023.

inclusive por políticos, que, por vezes, utilizavam a rede para campanha eleitoral e até mesmo difusão de Fake News para obter vantagens eleitorais, conforme se observou nas investigações realizadas pelo TSE.

Nesse sentido, passou a ocorrer uma movimentação diferente durante a pandemia COVID-19 no Mercado de Capitais, houve um aumento exponencial de novos investidores, e, como dito anteriormente, de influenciadores digitais, falando inclusive sobre investimentos, formas de adesão ao Mercado de Capitais, bolsa de valores, dentre mais uma gama de outros assuntos afetos a investimento.

Esses conteúdos gerados por esses influenciadores digitais, dada a amplitude da internet e das redes sociais, não possuíam muitas barreiras, bem como não tinham obrigatoriamente que seguir parâmetros bem delineados, tampouco de prestarem contas, sobre quais conteúdos estavam sendo compartilhados e nem sobre a veracidade dessas informações que estavam sendo difundidas.

Essa nova dinâmica possibilitou que muitas pessoas que nada sabiam sobre o Mercado de Capitais tivessem agora interesse em investir dadas as informações que absorviam por redes sociais, o que não é necessariamente ruim, houve aí uma democratização do Mercado de Capitais, que ainda, inevitavelmente, trata-se de um nicho muito restrito e até mesmo elitista, quando pensamos em investidores pessoas físicas.

Porém, isso também foi causando impactos negativos, dentre eles, possibilidades de esses influenciadores digitais, de forma muito rápida, promoverem especulações e manipulação de mercado, com disseminação de notícias falsas ou infundadas. E, como é sabido, no Mercado de Capitais, em momentos de crises e instabilidade os riscos de movimentações e atividades atípicas se elevam.

Nisso, durante esse período de crise sanitária mundial, segundo dados do Conselho Nacional de Justiça (CNJ), os crimes contra o Mercado de Capitais saltaram 540% entre os anos de 2019 e 2020²⁷, ganhando destaque os casos que envolvem contradições de informações entre investidores, com probabilidades de estarem ligados ao tipo penal do Front Running, mas, principalmente ao tipo penal do *Insider Trading*.

Logo, a crescente prática de manipulações de informações que podem decorrer, inclusive, de conteúdos produzidos por influenciadores digitais, é extremamente danosa ao

²⁷ BARBOSA, Jorge. Crimes no mercado financeiro aumentam na pandemia. Estadão, 2023. Disponível em: <[https://investidor.estadao.com.br/comportamento/crimes-mercado-financeiro-aumentam-pandemia/#:~:text=Momentos%20de%20crises%20e%20volatilidade,at%C3%ADpicas%20no%20mercado%20de%20capitais&text=\(Jorge%20Barbosa%2C%20especial%20para%20o,540%25%20entre%202019%20e%202020](https://investidor.estadao.com.br/comportamento/crimes-mercado-financeiro-aumentam-pandemia/#:~:text=Momentos%20de%20crises%20e%20volatilidade,at%C3%ADpicas%20no%20mercado%20de%20capitais&text=(Jorge%20Barbosa%2C%20especial%20para%20o,540%25%20entre%202019%20e%202020)>. Acesso em: 12 out. 2023.

mercado, visto que determinados conteúdos podem resultar em flutuações não naturais nos valores das ações, levando a uma maior instabilidade do mercado, de modo a prejudicar a avaliação dos investidores, e isso pode inclusive impactar o processo de investigação pelos órgãos reguladores, sendo o principal deles a CVM, pois o que acaba ocorrendo muitas vezes, em verdade, é especulação por parte de influenciadores, sujeitos, em sua maioria, não regulados no Mercado de Capitais, ou seja, sem responsabilidades técnicas, o que acaba por lhes conferir vantagens quando há a intenção de realizar manipulações de mercado, dada a suposta impossibilidade de penalização destes.

4. BOLSA DE VALORES

Com uma perspectiva doutrinária mais clássica, José Edwaldo Tavares Borba entende bolsa de valores como:

[...] entidades de natureza privada, funcionando sob a forma de associação e tendo por sócios sociedades corretoras” onde, “em período e horário determinado realizam-se diariamente operações com valores mobiliários, basicamente ações, verificando-se o chamado pregão.²⁸

Em outras palavras, a bolsa de valores é um mercado organizado no qual ocorre a negociação de ativos de natureza financeira, como por exemplo, ações, debêntures e títulos em um geral. Nesse ambiente, compradores e vendedores realizam transações, de modo a proporcionar liquidez aos investidores e permitindo que empresas captem recursos através, principalmente, da emissão de ações.

As negociações na bolsa de valores se dão por intermédio de instituições financeiras, assim como corretoras de valores mobiliários, que devem observar as regras e os regulamentos específicos das bolsas de valores.

No que tange ao valor dos ativos, este é determinado de acordo com a oferta e demanda no mercado, e desempenha um papel importante na alocação eficiente de capital, assim como no funcionamento do Sistema Financeiro.

²⁸ BORBA, José Edwaldo T. Direito Societário. São Paulo: Grupo GEN, 2022, p.158. E-book. ISBN 9786559772810. Disponível em: <<https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9786559772810/>>. Acesso em: 22 out. 2023.

4.1. PANORAMA HISTÓRICO MUNDIAL

Preliminarmente, realizando uma abordagem histórica, insta dizer que os primeiros sinais do que viria a ser a bolsa de valores tal como é hoje apareceram na época das Grandes Navegações. Portugal e Espanha, na busca pelo traçado de uma rota de comércio direta, sem haver intermediações, como por exemplo das “Índias”, visto que a Índia, país da Ásia meridional, era a principal fonte de commodities, as especiarias, que eram abundantes e baratas na Índia, mas extremamente valiosas na Europa, o que garantia altíssimas margens de lucro para quem as comercializava.

Com as tecnologias já existentes à época para produção de navios capazes de realizar viagens intercontinentais sob o domínio de Portugal e Espanha, esses países já tinham acesso às linhas de crédito de banqueiros de Florença. Nesse diapasão, outros países também passaram a buscar meios de estabelecer as mesmas relações, sendo um deles a Holanda, e os Países Baixos, sendo estes últimos donos de algumas empresas de navegação que já tinham como objetivo realizar expedições às Índias para comprar especiarias. No entanto, a ausência de boas embarcações e profissionais com experiência em mar aberto, extremamente caros, faziam com que surgissem dificuldades em se conseguir financiamentos para que essas grandes expedições ocorressem.²⁹

Diante do cenário, as autoridades Holandesas tiveram uma ideia até então completamente inovadora, a de diluir o risco, para tanto convidando a parcela da população que possuía ouro sobrando, para que, se quisessem, dessem uma quantia de dinheiro, ficando com um percentual dos lucros caso as expedições obtivessem êxito. Ou seja, a referida parcela da população seria investidora das expedições, e, dando certo lucrariam, dando errado, compartilhariam o prejuízo. A fim de instituir esse “sistema de compartilhamento de riscos”, o governo holandês, em 1602, realizou uma fusão das empresas de navegação, restando apenas uma de grande porte, que foi denominada Companhia Holandesa das Índias Orientais, que tinha suas participações comercializadas, dando origem ao que hoje compreendemos por “ações”, ou seja, títulos que representam uma fração de uma empresa, de seu capital social especificamente, que dão ao investidor o direito de participar de seus resultados financeiros.³⁰

Nesse cenário surgiu a primeira ação historicamente conhecida, vendida pelo governo holandês em um “mercadão” de Amsterdã denominado “*bourse*”, cuja tradução é bolsa, fazendo referência às bolsas de dinheiro carregadas pelos comerciantes. Essa Companhia Holandesa das

²⁹ VERSIGNASSI, Alexandre. Quem inventou a bolsa de valores?. VOCÊ S/A, 14 de out. 2021. Disponível em: <<https://vocesa.abril.com.br/coluna/guru/quem-inventou-a-bolsa-de-valores>>. Acesso em: 02 out. 2023.

³⁰ Ibid.

Índias Orientais passou a possuir 1.143 (mil cento e quarenta e três) acionistas, que, em 1607, $\frac{1}{3}$ (um terço) destes acionistas já haviam trocado as ações, acontecendo o que hodiernamente vemos acontecendo no chamado Mercado de Ações. A Companhia se expandiu tanto, de modo a ser considerada a maior e mais lucrativa de sua época.³¹

O autor Jorge Ribeiro de Toledo Filho³² aduz que, em meados do século XVIII, com a expansão das sociedades por ações pelo mundo, o que conhecemos por mercado foi se separando, e as bolsas passaram a ter um papel importante na negociação de títulos, sobretudo do que tratamos acima, as ações. Segundo o autor, a palavra bolsa decorre de Van der Burse, um barão que tinha à frente da sua casa um escudo que era formado por três bolsas, na cidade de Bruges, na Bélgica, onde realizava reuniões de comerciantes.

Com o avanço da Revolução Industrial a necessidade por montantes maiores de recursos se demonstrou mais latente, de modo a fazer com que os empresários buscassem dinheiro no mercado, fazendo isso por meio das Bolsas de Valores, que desde então vêm se aperfeiçoando e se sofisticando a cada dia mais com o advento da tecnologia.

4.2. PANORAMA HISTÓRICO BRASILEIRO

Logo de plano é importante lembrarmos que antes da existência das bolsas de valores existiam os corretores, de modo que, em 1845, foi editado o Decreto nº 417 a fim de regular essa atividade, dando exclusividade ao acesso à negociação de títulos a esses profissionais.

Em 1850, no Rio de Janeiro, foi criada a Junta dos Corretores de Fundos, instituição autônoma composta por cinco corretores, incluindo presidente, secretário, tesoureiro e dois suplentes responsáveis por organizar leilões e divulgar cotações ao público. Em decorrência dessa junta, em 1965, foi criada a Bolsa de Valores do Rio de Janeiro (BVRJ).

A primeira bolsa de São Paulo, denominada Bolsa Livre, foi criada em um contexto de queda da Monarquia, em 23 de agosto de 1890, por meio de uma associação de corretores liderada por Emílio Rangel Pestana, nos moldes das bolsas europeias, que pouco depois, em 1895, foi transformada na Bolsa Oficial de Títulos de São Paulo.

Os membros, nomeados pelo governo do estado, eram denominados Corretores Oficiais de Fundos Públicos, e eram o que conhecemos popularmente por cargos de confiança. Essa bolsa durou pouco mais de um ano, em razão da crise do encilhamento. Porém, 4 anos mais tarde uma nova bolsa foi criada.

³¹ Ibid.

³² FILHO, op. cit.

Essa instituição foi possível apenas com a publicação do Decreto Estadual 274 de 22 de dezembro de 1894, que determinava as comissões aos corretores pelas negociações com ações. A Lei 4.728/1965 transformou os corretores de fundos públicos em sociedades corretoras de títulos e valores mobiliários e deu origem aos bancos de investimentos, com a finalidade de administrar estes fundos.

Em 1967 a referida instituição passou a ser chamada Bolsa de Valores de São Paulo, mais conhecida por Bovespa, e, no ano seguinte, criou-se o Ibovespa, o mais relevante e importante indicador de rentabilidade do mercado acionário brasileiro.

Vale pontuar que ambas as bolsas, do Rio de Janeiro e São Paulo, tiveram sua regulamentação realizada por seus governos estaduais, por mais que o Decreto-Lei nº 1.344/1939 regulamentasse as bolsas de valores de todo o país, foi apenas com a Reforma Bancária de 1964, promovida com a Lei nº 4.595, e com a Lei nº 4.728/1965, atinente ao Mercado de Capitais, que as bolsas de todo o país passaram a ser regulamentadas pelo governo federal. Além disso, foi com a Resolução nº 39 do Banco Central do Brasil que a constituição, organização e o funcionamento das bolsas teve respaldo legal de fato.

Com o passar do tempo foram criadas bolsas de valores nas principais capitais do país, porém foram posteriormente fechadas devido a alta concentração em São Paulo e Rio de Janeiro, até hoje os maiores centros financeiros do país.

Em 2008 ocorreu a fusão da Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F) com a Bovespa, dando origem à BM&FBOVESPA, e desde 2017 o Brasil conta apenas com a B3, a Brasil Bolsa Balcão, localizada em São Paulo, e que se trata da fusão das antigas Bovespa, Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F) e Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos Privados (Cetip), aprovada pelo Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE) e pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Essa unificação demonstra uma tendência internacional, e coloca o Mercado de Capitais brasileiro em uma posição de maior competitividade e liquidez.

A B3 S.A. (Brasil, Bolsa, Balcão), tornou-se uma das maiores companhias no mercado financeiro mundial no que concerne à valor de mercado. A B3 oferece tanto serviços de negociação, no caso da bolsa; pós-negociação, em caso de *Clearing*, ou seja, *Clearing House*, em português “Câmara de Compensação”, que trata-se de um sistema utilizado como intermediário para compensar e liquidar títulos e assim dinamizar as transações e negociações, bem como torná-las mais seguras, minimizando os riscos relacionados à conclusão das

transações financeiras e garantindo que os lucros sejam recebidos pelos investidores; assim como de registro de operações de balcão, e ainda financiamentos.

A B3 S.A. é uma companhia de capital aberto, com ações negociadas no Novo Mercado, sob a sigla B3SA3. O Novo Mercado trata-se de segmento da bolsa de valores no qual as empresas se comprometem a adotar melhores práticas de governança corporativa, passando a integrar certos índices Ibovespa.

E, além do Novo Mercado, dada a inescusável adaptação à realidade brasileira, foram criados dois estágios intermediários: Níveis I e II. Em conjunto com o Novo Mercado, estabelecem compromissos de adoção de melhores práticas de governança corporativa.

O Novo Mercado teve como base para sua criação a confirmação de que diversos fatores acabam por promover uma maior fragilidade do Mercado de Capitais do Brasil, a incluir a ausência de proteção aos acionistas minoritários, que pode ser promovida por fomentos positivos como aumento do grau de segurança aos direitos dos acionistas, assim como prestação de melhores informações por parte das empresas.

Em 2023 a B3 alcança cerca de mais de seis milhões de contas e mais de cinco milhões de investidores (CPFs) em renda variável, popularizando de forma crescente esse tipo de investimento no país.

Um dos principais fatores que contribuíram para essa democratização de acesso de pessoas físicas ao Mercado de Capitais foi a abertura do mercado fracionário da B3. O mercado fracionário possibilita a compra e venda de ações unitárias (de 1 (uma) a 99 unidades (noventa e nove)). No que concerne às regulamentações, elas são as mesmas tanto para o mercado fracionário quanto para as negociações com lotes padrão, mudando apenas que, por tratar-se de ações individualmente negociadas, deve-se incluir o sufixo “F” ao código de negociação da ação desejada.

Importante pontuar que em ambos os cenários, as negociações ocorrem no “mercado à vista” da B3, e são liquidadas em até três dias úteis. Além disso, não há distinção no que concerne a direitos para aqueles que possuem ações negociadas em ambos os ambientes.

Nesta modalidade, vemos uma possibilidade maior de se conhecer o funcionamento do mercado acionário, bem como resta exequível a diversificação da carteira de investimento, mesmo o valor investido sendo baixo, o que de certa forma, consequentemente, dilui riscos e permite que investidores menores periodicamente invistam em ações de forma mais democrática.

5. REGULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITALAIS

Visto que os Estados Unidos da América foi o precursor na regulação do Mercado de Capitais, o sistema regulatório norte-americano destaca-se dentre os demais, além de servir como modelo para diversos países espalhados pelo globo.

No entanto, o Mercosul ganhou espaço, e mostra-se extremamente relevante para o mercado brasileiro, dado seu potencial no que tange a oportunidade de investimento, destacando-se o Brasil, em termos de macroeconomia e Mercado de Capitais, por sua liderança no bloco sul-americano.³³

No Brasil, como já exposto anteriormente, o maior órgão regulador do Sistema Financeiro Nacional é o CMN, com funções que englobam elaboração de normas e diretrizes para promover o bom funcionamento do sistema e coordenação de políticas, monetárias, orçamentárias, creditícias e da dívida pública, seja ela interna ou externa.

Abaixo do CMN encontra-se o BACEN, com a competência de cumprir as normas do CMN a fim de manter a estabilidade monetária, promover liquidez aos agentes econômicos, bem como autorizar e fiscalizar instituições financeiras, emitir papel moeda, e ainda negociar títulos emitidos pelo Tesouro Nacional.

O Comitê de Política Monetária (Copom) é encarregado de estabelecer a taxa básica de juros da economia, conhecida como Selic, como parte das medidas de execução da política monetária. Seu propósito é regular a disponibilidade de recursos monetários, controlando a liquidez dos meios de pagamento, visando manter a estabilidade financeira, isto é, gerir a inflação medida pelo IPCA, dentro da meta estabelecida pelo CMN.

Já Comissão de Valores Mobiliários (CVM) atua como o órgão regulador e fiscalizador do mercado de títulos e valores mobiliários, facilitando a captação de recursos para empresas, protegendo os interesses dos investidores e assegurando a transparência nas divulgações de informações sobre as empresas emissoras dos valores mobiliários.

No que concerne à bolsa, órgão supervisionado pela CVM, lhe cabe fiscalizar quem nela atua, bem como as operações realizadas. A B3, além das atividades já enunciadas, possui uma área específica internamente, responsável por um trabalho de autorregulação, fiscalização e monitoramento do Mercado de Capitais, essa função é a Supervisão de Mercados (BSM).

Como o principal órgão regulador do Mercado de Capitais hodiernamente é a CVM, resta imprescindível nos debruçarmos sobre seus aspectos.

³³ ALONSO, op. cit.

5.1 A COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Em 07/12/1976, através da Lei 6.385/76, foi estabelecida a criação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) no Brasil, tendo suas atividades se iniciado de fato em 1978.

Trata-se de uma entidade autárquica em regime especial, ligada ao Ministério da Fazenda, criada nos parâmetros *da Securities & Exchange* (SEC) nos Estados Unidos da América. A SEC, de 1934, surgiu em um contexto pós quebra da Bolsa de Valores de Nova York, a fim de prevenir o cometimento de ilegalidades e irregularidades no mercado. Apesar de terem sido originadas para funções semelhantes e nos mesmos moldes, a SEC e a CVM se diferenciam pelos órgãos aos quais estão subordinadas, a SEC subordina-se ao Congresso Norte Americano, enquanto que a CVM se subordina ao Poder Executivo.³⁴

Além disso, a SEC foi criada para combater práticas irregulares no contexto de um mercado já devidamente implementado, enquanto que a CVM foi criada para auxiliar no desenvolvimento do Mercado de Capitais nacional, até então muito tímido.

Possuindo personalidade jurídica e patrimônio próprio, a CVM tem seu regimento interno mais recente aprovado em março de 2021, e encontra-se disposto na Resolução CVM nº 24. A autarquia detém autoridade administrativa independente, não está sujeita a hierarquias, conta com dirigentes com mandatos fixos e estabilidade, bem como possui independência financeira e orçamentária.

Conforme estabelecido na Lei nº 6.385, a missão da CVM é garantir a estabilidade do mercado de valores mobiliários, assegurando a proteção dos investidores e fomentando a entrada de capital nas empresas através do envolvimento do público, facilitando o lançamento de ações.

Dentre seus principais objetivos está: o estímulo à formação de poupança e aplicação em valores mobiliários; promoção da expansão e do devido funcionamento do mercado acionário, assim como do estímulo a aplicações de médio e longo prazo em ações do capital social de companhias abertas; proteção dos titulares de valores mobiliários de emissões irregulares, bem como proteção de atos ilegais de administradores, acionistas controladores de companhias ou ainda de administradores de carteiras; repressão de modalidades fraudulentas ou de manipulação com intuito de criar condições artificiais de demanda, preço ou oferta de valores mobiliários em negociação; asseguramento de amplo acesso público a informações

³⁴ FILHO, op. cit.

concernentes à valores mobiliários negociados no mercado e às suas companhias emissoras; e garantia de observância de práticas comerciais equitativas por parte dos participantes³⁵.

Além de uma vasta lista de objetivos, a CVM também possui extenso rol de responsabilidades e poderes. A CVM possui poderes para criar normas, disciplinar e fiscalizar a atuação dos entes integrantes do mercado, e, para tanto, a Lei nº 6.385 estabelece o escopo de atribuições da autarquia, sendo elas: Autorizar a criação de bolsas de valores, corretoras e distribuidoras de valores; registrar e fiscalizar companhias abertas, através de informações atualizadas e balanços semestrais, relatórios trimestrais (ITR) e anuais (IAN) e informações relevantes que possam afetar a empresa, quando de capital aberto; registrar a emissão de quaisquer valores mobiliários; certificar e credenciar os auditores independentes, gestores de carteiras, analistas e consultores de valores mobiliários; suspender ou cancelar autorizações, credenciamentos e registros; suspender a emissão, distribuição e negociação de valores mobiliários bem como dispor sobre recesso nas bolsas.³⁶

Além disso, a CVM tem a capacidade de obter e examinar cópias de demonstrações financeiras e registros contábeis, documentos, arquivos eletrônicos, magnéticos e ópticos, ou de qualquer outra forma, de agentes do mercado, podendo solicitar a republicação, com modificações ou adições, de demonstrações financeiras, relatórios ou dados anteriormente divulgados, bem como pode divulgar informações ou diretrizes preventivas para esclarecer e orientar os agentes do mercado em relação ao cumprimento de determinadas regulamentações.

Outro importante poder conferido a CVM é o de estabelecer convênios com entidades tanto nacionais como internacionais³⁷, a fim de combater o desenvolvimento de atividades ilícitas no âmbito do Mercado de Capitais. Dentre esses convênios, destaca-se aqui o convênio realizado em maio de 2008 entre a CVM e o Ministério Público Federal, em que ambos comprometeram-se a cooperar técnica e cientificamente de forma ampla, a compartilhar informações, além do desenvolvimento e aprimoramento de técnicas e procedimentos usados na investigação, prevenção e repressão de atividades prejudiciais ao mercado, em uma tentativa de dinamizar os métodos de prevenção, apuração e repressão, tanto civil, quanto administrativa ou penalmente, no que concerne às ações nocivas ao Mercado de Capitais.³⁸

³⁵ Ibid.

³⁶ Ibid.

³⁷ Para mais informações quanto aos convênios firmados pela CVM, acessar: <https://conteudo.cvm.gov.br/convenios/index.html?lastNameShow=Minist%C3%A9rio+P%C3%BAblico&lastName=Minist%C3%A9rio+P%C3%BAblico>

³⁸ MINISTÉRIO PÚBLICO FEDERAL. Convênio entre a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e o Ministério Público Federal. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/convenios/anexos/Ministerio_Publico_Federal.pdf. Acesso em: 22 out. 2023.

O artigo 1º da Lei nº 7.913/89 ainda dispõe que a CVM pode suscitar a atuação do Ministério Público quanto ao ajuizamento de Ações Cíveis Públicas (ACP) no caso de defesa de interesses de natureza coletiva. No caso de crimes contra o Mercado de Capitais, o dever de informar o Ministério Público decorre da Lei nº 6.385/76:

Artigo 12. Quando o inquérito, instaurado de acordo com o § 2º do art. 9º, concluir pela ocorrência de crime de ação pública, a Comissão de Valores Mobiliários oficiará ao Ministério Público, para a propositura da ação penal.

A regulamentação desta autarquia pode ocorrer por meio de atos específicos tais como instruções normativas, resoluções, deliberações, e pareceres. Dentre suas competências, pode a CVM impor penalidades aos infratores de suas normas e entendimentos, como advertências, multas, suspensão do exercício de cargos em entidades do sistema de distribuição de valores mobiliários; inabilitação de agentes para o exercício dos cargos em entidades do sistema de distribuição de valores mobiliários; suspensão de autorização ou até mesmo registro para o exercício de atividades sob a regulação da CVM; assim como a cassação de autorizações ou registros.³⁹

A CVM possui a autoridade para intervir, mediante solicitação, em quaisquer litígios judiciais relacionados ao mercado de títulos e valores mobiliários, fornecendo evidências ou apresentando pareceres, e ainda oferecendo suporte consultivo para os tribunais federais ou estaduais.

No que tange à administração desta autarquia, ela é administrada por um presidente e mais quatro diretores, formando o chamado “Colegiado CVM”. Esses membros da administração são nomeados pelo Presidente da República, no entanto, a escolha precisa passar por aprovação do Senado Federal, através de sua Comissão de Assuntos Econômicos e de seu Plenário.

Os critérios para essa escolha incluem alto nível de capacitação técnica, bem como farta experiência no Mercado de Capitais, além de reputação ilibada, os nomeados devem desempenhar tais funções pelo mandato com prazo de 5 anos, sendo a reeleição/recondução obstada pela Lei nº 6.385.

Ademais, sobre fontes de recursos, insta pontuar que a CVM conta com as receitas decorrentes das prestações de seus serviços, serviços estes com valores estipulados em tabela aprovada pelo CMN, vez que é uma autarquia federal, conta também com a dotação do

³⁹ FILHO, op. cit.

orçamento federal, além de receber também rendas oriundas de bens patrimoniais e receitas eventuais.

No entanto, apesar do amplo rol de competências e poderes, a CVM possui também limitações. Existem discussões sobre se a autonomia da CVM não é restringida por conta de a escolha de seus membros da administração ser do Presidente da República, o que inevitavelmente promove uma influência política nas atuações da autarquia, que pode ficar inibida, por exemplo, de tomar ações que contrariem o governo vigente a época.

Nesse sentido, no passado, de acordo com o autor Jorge Filho, já houve até movimentações por parte do Congresso Nacional visando transformar a CVM de autarquia para agência reguladora, não havendo mais subordinação hierárquica e possuindo mais autonomia, porém, até hoje essa foi apenas uma ideia que não saiu do campo do debate.

O que vemos é que, na prática, com as reformas havidas no Mercado de Capitais, apesar de não haver essa mudança, a CVM ganhou muito espaço e autonomia, dada a expansão e a importância que o Mercado de Capitais vem ganhando, cada vez mais, no Brasil.

5.1.2 DA ATIVIDADE SANCIONADORA DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Como exposto no item anterior, a CVM possui um extenso rol de competências, no entanto, insta para este trabalho focarmos, sobretudo, em sua atividade sancionadora, que julga e aplica sanções nos casos de cometimento de irregularidades que lhe são de competência.

Essa atividade punitiva está fundamentada na implementação e na garantia do cumprimento das leis, atividade hoje conhecida como “*enforcement*”, e possui como propósito principal evitar ou reduzir a ocorrência de possíveis transgressões e, quando julgado necessário, inibir comportamentos inadequados e penalizar aqueles que infringem disposições legais ou regulamentares, para tanto, a CVM emprega uma variedade de recursos, preventivos e punitivos, destinados a orientar os participantes para o avanço do mercado de títulos mobiliários. Inclusive, a fim de promover maior confiabilidade e transparência ao público, a CVM trimestralmente divulga seu Relatório de Atividade Sancionadora.⁴⁰

A referida atividade de *enforcement* dá resultados, promovendo a abertura de incontáveis Processos Administrativos Sancionadores em face de instituições (pessoas

⁴⁰ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Relatório de Atividade Sancionadora CVM 2023 2º trimestre - Versão Resumida. Gov.br. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/relatorios/relatorio-de-atividade-sancionadora/relatorio-de-atividade-sancionadora-cvm-2023-2o-trimestre-versao-resumida.pdf/view>. Acesso em: 18 out. 2023.

jurídicas) e indivíduos (pessoas físicas). Para isso, a CVM conta com uma série de órgãos internos, subdivididos da seguinte forma: Superintendência de Relações com Empresas (SEP); Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários (SMI); Superintendência de Relações com Investidores Institucionais (SIN); Superintendência de Supervisão de Securitização (SSE); Superintendência de Registro de Valores Mobiliários (SRE); Superintendência de Normas Contábeis e de Auditoria (SNC); Superintendência de Supervisão de Riscos Estratégicos (SSR); e Superintendência de Processos Sancionadores (SPS).

De acordo com os dados divulgados pela CVM em seu Relatório de Atividade Sancionadora do 2º semestre de 2023, legalmente, o poder de polícia é previsto para o Mercado de Capitais de, maneira indireta, no artigo 174 da Constituição da República Federativa do Brasil de 1988, devendo ser desempenhado com fulcro nos dispositivos da Lei nº 6.385/76, especificamente, no que concerne a atuação da CVM em face de ilicitudes cometidas por participantes do mercado, nos artigos 4º, 8º, inciso I.

Nos casos atinentes a Processo Administrativo Sancionador (PAS), dispõe o artigo 9º, incisos V e VI, da Lei nº 6.385/76 que é competência da CVM apurar ilicitudes e práticas não equitativas dos membros do Mercado de Capitais, aplicando as sanções de seu artigo 11, a independer de responsabilização civil ou penal.⁴¹

Apesar de ser uma praxe da CVM a preferência pela aplicação de penas de natureza pecuniária, dosadas a depender da gravidade dos casos concretos, de acordo com o aludido artigo 11 da Lei nº 6.385/76, pode a CVM aplicar penas de multa, advertência, inabilitação temporária de até 20 anos. A dosimetria das penas da CVM é prevista no artigo 62 da Resolução CVM nº 45/2021, que diz o seguinte:

Art. 62. Na dosimetria da pena, salvo se aplicada a penalidade de advertência, o Colegiado fixará inicialmente a pena-base, aplicando na sequência as circunstâncias agravantes e atenuantes, bem como a causa de redução da pena, nessa ordem.

Segundo a Fundação Getúlio Vargas⁴², no relatório intitulado "Além dos Números da CVM: Perspectivas para o Mercado de Capitais Brasileiro em 2022, esses 20 anos são referentes à óbice temporária para ocupação de cargo ou para o exercício de atividades reguladas pela autarquia, suspensão da autorização ou do registro de atividades, proibição temporária para a

⁴¹ Ibid.

⁴² FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS. Além dos Números da CVM: Perspectivas para o Mercado de Capitais Brasileiro em 2022. São Paulo: FGV Direito SP, 2023. Disponível em: <<https://direitosp.fgv.br/sites/default/files/2023-04/2022-alem-dos-numeros-da-cvm-1.pdf>>. Acesso em: 18 de outubro de 2023.

prática de determinadas operações ou para a atuação em certas operações no Mercado de Capitais. A Lei n.º 13.506/2017 ampliou esse rol, admitindo a aplicação da pena de proibição de contratação com instituições financeiras oficiais e de participação em licitações, pelo prazo de até 5 anos.

Dada a importância desse poder conferido à autarquia, em novembro de 2017 foi sancionada a Lei nº 13.506 tratando especificamente do PAS, e da possibilidade de haver Acordo Administrativo em Processo de Supervisão, dentre outras novas medidas de natureza coercitiva e acautelatória. No entanto, com essa norma, se a lesão ou ameaça de lesão ao bem jurídico tutelado pela CVM tiver baixa expressividade e outro meio de supervisão puder ser aplicado alternativamente, a autarquia pode não instaurar o PAS.⁴³

Nesse contexto de não instauração de PAS, ou ainda de sua suspensão, pode ainda a CVM, de acordo com o artigo 11 da Lei nº 6.385/76, firmar, o já mencionado, Termo de Compromisso com a parte perquirida, que comprometer-se-á com a interrupção da prática e sanar todas as irregularidades. Essa possibilidade é antes analisada por um juízo de conveniência e oportunidade do regulador que, em primeiro lugar, deve priorizar o interesse público.⁴⁴

Quanto ao poder sancionador da autarquia, vale destacar que também deve ser observada a Instrução CVM nº 45, que, em 31/08/2021, revogou a Instrução CVM nº 607, e passou a tratar do rito de todos os procedimentos sancionadores da CVM e de orientações sobre depoimento e julgamento por meio eletrônico.

A apreciação dos Termos de Compromisso é realizada nos termos da Resolução CVM nº 45/2021, e passa pela Procuradoria Federal Especializada (PFE), a Superintendência Geral (SG) e por último pelo Comitê de Termo de Compromisso (CTC), que se manifesta por meio de parecer, sendo possível nessa fase haver negociação com o “réu”, ficando a decisão última para o juízo do Colegiado da CVM⁴⁵.

Assim, em suma, o poder sancionador da CVM no contexto do Mercado de Capitais brasileiro desempenha um papel fulcral no controle de delitos e na salvaguarda dos interesses sociais. Ao aplicar punições proporcionais, efetivas, fundamentadas e transparentes a indivíduos e instituições que violam as normas do Mercado de Capitais, a autarquia não apenas fomenta a integridade do sistema financeiro, também protege os investidores e a economia como um todo.

⁴³ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, op. cit.

⁴⁴ FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS, op. cit.

⁴⁵ Ibid.

A atuação da CVM vem acompanhando as necessidades do mercado, e em relação a práticas fraudulentas, manipulação de informações e outras condutas ilícitas, dissuade comportamentos adversos e reforça a confiança dos investidores no Mercado de Capitais nacional, criando um ambiente mais equitativo, estável e transparente.

Além disso, ao estabelecer um sistema sancionador que visa responsabilizar os infratores, a CVM demonstra à sociedade que condutas anticompetitivas e ilegais não serão toleradas e serão punidas, de modo a reforçar o que foi abordado anteriormente neste trabalho, sobre dogmática jurídico-penal, acerca das expectativas sociais sobre as sanções e sobre o Direito Penal, sobretudo se trouxermos o pensamento para este contexto, ou seja, pensarmos que, se as pessoas se impactam e buscam ver do sistema punitivo resposta combativa à condutas delitivas alheias, seja de indivíduos ou instituições, que não necessariamente lhes causem prejuízos diretos, pensemos nós quando são diretamente atingidas, neste caso pecuniariamente, enquanto investidores, por essas práticas.

Destarte, fica mais uma vez evidente aqui o papel da informação no ambiente do Mercado de Capitais, um ponto extremamente priorizado na atuação da CVM é a divulgação de informações sobre sua atuação. Essa prática constante, claro, visa a proteção do interesse público, mas também reforça a imagem de que a autarquia está cumprindo seu papel protetivo e repressivo, passando confiança aos investidores e à sociedade.

6. A RELEVÂNCIA DAS INFORMAÇÕES NA CONTEMPORANEIDADE E SEUS REFLEXOS NO MERCADO DE CAPITAIS

No século XX, com o expressivo avanço tecnológico, surgiu o conceito de Sociedade da Informação. Após o crescimento também exponencial das áreas como telecomunicações e informática na década de 1970, novas possibilidades para o processamento de dados apareceram na sociedade.

Durante os anos 1990, houveram discussões mais aprofundadas as quais deram origem ao termo "sociedade do conhecimento", como uma alternativa à expressão "sociedade da informação". Observou-se então, de maneira global, que a informação estava adquirindo um papel cada vez mais importante no contexto social, cultural e político.

Axiologicamente, o que vemos ocorrer, sobretudo nas últimas décadas, é que a mercantilização da informação é um fenômeno que tem alcançado grandes proporções devido ao abrupto avanço tecnológico e à crescente dependência das sociedades modernas aos meios

de comunicação e à internet. Dentre os principais aspectos que se pode observar com esse processo, temos a coleta massiva de dados pessoais pelas grandes empresas e tecnologia, com ou sem a anuência do usuário, evidenciando um outro aspecto, que é a privacidade e segurança dos dados e, conseqüentemente, da privacidade dos indivíduos.

Além disso, essa mercantilização impacta profundamente nas esferas política e social. A disseminação de notícias, bem como a desinformação em massa, por exemplo, tem sido utilizadas como uma ferramenta de influência e manipulação de opiniões públicas, inúmeras vezes com objetivos políticos ou comerciais. A proliferação de *Fake News* e a polarização de discursos são exemplos claros de como a informação pode ser utilizada como uma arma para manipular e controlar as percepções das pessoas. No âmbito do Mercado de Capitais, vemos claramente o quanto esses fenômenos desembocaram no crescente aumento de casos do crime de manipulação de mercado, tipificado no artigo 27-C da Lei nº 6.385/76.

A mercantilização da informação e o crime de *Insider Trading* são dois fenômenos distintos, porém com uma mesma essência nuclear: a manipulação de informações em benefício próprio. Tanto a mercantilização da informação quanto o *Insider Trading* estão enraizados na exploração de informações privilegiadas e na busca por vantagens anticompetitivas no ambiente comercial, financeiro e digital. Ambos os fenômenos levantam questões éticas e legais sobre a equidade e a transparência nos mercados, destacando a importância de regulamentações mais rigorosas e de práticas de governança corporativa que fomentem transparência e responsabilidade com os investidores e sobretudo com a sociedade.

David Harvey trata da transformação das informações em mercadoria, e traz em sua ideia justamente a questão desse fenômeno no âmbito do mercado financeiro, especificamente quando aborda a obtenção de lucro por meio do acesso privilegiado às informações:

Em primeiro lugar, as informações precisas e atualizadas são agora uma mercadoria muito valorizada. O acesso à informação, bem como o seu controle, aliados a uma forte capacidade de análise instantânea de dados, tornaram-se essenciais à coordenação centralizada de interesses corporativos descentralizados. A capacidade de resposta instantânea a variações das taxas de câmbio, mudanças das modas e dos gostos e iniciativas dos competidores tem hoje um caráter mais crucial para a sobrevivência corporativa do que teve sobre o fordismo. A ênfase na informação também gerou um amplo conjunto de consultorias e serviços altamente especializados capazes de fornecer informações quase minuto a minuto sobre tendências de mercado e o tipo de análise instantânea de dados útil para as decisões corporativas. Ela também criou uma situação em que **vastos lucros podem ser realizados com base no acesso privilegiado às informações, em particular nos mercados monetários e financeiros** (como o testemunham os proliferantes escândalos de "venda de informações confidenciais" dos anos 80, que abalaram tanto Nova Iorque como Londres). Mas isso é, em certo sentido, apenas a ponta ilegal de um iceberg em que o acesso privilegiado a informações de qualquer espécie (tais como conhecimentos

científicos e técnicos, políticas do governo e mudanças políticas) passa a ser um aspecto essencial das decisões bem-sucedidas e lucrativas.⁴⁶ (grifo nosso)

Apesar disso, em um contexto marcado por instabilidades e incertezas, a informação desempenha um papel fundamental no enfrentamento de novas situações, como vemos ocorrer claramente no contexto do Mercado de Capitais. Hodiernamente, a internet desempenha um papel fulcral na democratização da informação.

A ampla divulgação de informações no Mercado de Capitais desempenha um papel fundamental na promoção da transparência, eficiência e integridade dos mercados financeiros. Essa divulgação abrangente, oportuna e tempestiva de informações verídicas e relevantes são de suma importância na defesa dos consumidores e demais sujeitos do mercado.

Isso pois, a ampla divulgação de informações promove maior equidade no mercado, e, conseqüentemente maior solidez no sistema financeiro em geral, vez que, com os participantes do mercado tendo acesso igualitário a dados relevantes, evita-se a assimetria de informações que pode culminar em práticas desleais, como ocorre nos tipos penais do *Insider Trading* e da Manipulação de Mercado. Essa divulgação contribui ainda para a detecção antecipada de problemas e vulnerabilidades nas companhias, permitindo uma resposta mais eficaz e proativa a eventuais crises ou choques no mercado.

Além disso, a informação se faz extremamente importante no contexto do Mercado de Capitais também porque os investimentos não são bens de consumo, tampouco, em sua maioria, geram imediata liquidez. Os investimentos quando realizados visam obter rendimentos futuros, de modo que existe uma preocupação com a segurança daquela aplicação, com a saúde, sobretudo financeira, da companhia, dentre outras preocupações, que, apesar do risco normal inerente às operações, podem ser dirimidas com a ampla divulgação de informações relevantes.

Nesse sentido, justamente visando combater esses fenômenos danosos ao Mercado de Capitais, temos o dever de informar, sendo cada vez mais regulado no cenário do Mercado de Capitais Brasileiro.

No que concerne às sociedades anônimas, a Lei das Sociedades Anônimas, a Lei nº 6.404/76, disciplina uma série de deveres a diversos sujeitos que compõe essas sociedades a fim de informar, não apenas os acionistas daquela companhia, mas todos os interessados no desenvolvimento da atividade de sociedade.

⁴⁶ HARVEY, David. *Condição Pós-Moderna: Uma Pesquisa sobre as Origens da Mudança Cultural*. 17ª. ed. São Paulo: Editora Loyola, 2008, p. 151.

Tratemos primeiramente dos deveres da emissora, especificamente de sua administração, e do conselho fiscal, dos acionistas e dos terceiros envolvidos em contratos com a companhia, agentes fiduciários, instituições depositárias e avaliadores.

As informações a serem divulgadas pelos emissores, neste âmbito, no que tange a frequência, podem subdividir-se em periódicas ou eventuais, de acordo com o disposto no artigo 21 e seguintes (no caso das periódicas), e no artigo 31 e seguintes (no caso das eventuais), ambas da Instrução Normativa nº 480 da CVM. São informações periódicas aquelas que precisam ser divulgadas em determinados períodos, impreterivelmente, como por exemplo, as demonstrações financeiras. Já as eventuais, são aquelas as quais dependem de um acontecimento específico para que sua divulgação seja necessária, é o caso, por exemplo, os fatos relevantes.

Há que se dizer ainda, que, no Mercado de Capitais, geralmente, uma informação não possui apenas uma finalidade. A exemplo disso, o fato relevante é utilizado para que os acionistas da companhia decidam seu voto em assembleia, para que os investidores deliberem sobre a realização de determinado investimento, assim como para que credores avaliem as condições financeiras da companhia.

Além disso, não podemos esquecer que essas informações, como já dito em outros momentos nesse trabalho, não são destinadas apenas aos acionistas de uma determinada companhia, existe o dever de divulgação ampla por parte dos emissores, devendo, portanto, essas informações serem compartilhadas amplamente com investidores, inclusive titulares de valores mobiliários em geral, credores, e todos os demais interessados.

Assim, o que observamos é que ainda que a Lei das Sociedades Anônimas não disciplinar o direito à informação enquanto um direito essencial dos acionistas, ela trata de forma ampla sobre a necessidade e obrigatoriedade de divulgação de determinadas informações, viabilizando o direito fundamental de fiscalização e conhecimento do negócio desenvolvido pela companhia, conforme seu artigo 109, III e §2º, isso pois, os acionistas não podem ter seu direito à receber informações obstado nem pelo Estatuto Social da Companhia tampouco por deliberações em Assembleia Geral. Há que se dizer, porém, que determinadas informações publicitariamente disponibilizadas aos acionistas podem servir ao interesse de terceiros, mas, outras informações podem apenas ser divulgadas em âmbito de assembleia ou ainda por publicação após registro de algum arquivamento em junta comercial.⁴⁷

⁴⁷ MOTA, Fernando de Andrade. O dever de divulgar fato relevante na companhia aberta. 2013. 232 f. p.48. Dissertação (Mestrado) – Universidade de São Paulo, Faculdade de Direito, Programa de Pós-Graduação em

Existem ainda aqueles documentos que apesar de não terem que, necessariamente, serem publicizados, estão lá, disponíveis aos interessados que atendam a determinados requisitos, respeitando assim o princípio da transparência. É o caso dos livros das Companhias, ou seja, os Livros de Registro e de Transferência de Ações e de Partes Beneficiárias, com fulcro no artigo 100, §1º, da Lei das S.A:

§ 1º A qualquer pessoa, desde que se destinem a defesa de direitos e esclarecimento de situações de interesse pessoal ou dos acionistas ou do mercado de valores mobiliários, serão dadas certidões dos assentamentos constantes dos livros mencionados nos incisos I a III, e por elas a companhia poderá cobrar o custo do serviço, cabendo, do indeferimento do pedido por parte da companhia, recurso à Comissão de Valores Mobiliários.

A Lei das S.A. é criticada no que concerne à ausência de dispositivo exigindo a divulgação dos acordos de acionista, pois esses acordos são de extrema importância para algumas situações, já que vários assuntos são deliberados nesta ocasião, e esses acordos são tratados na Instrução CVM nº 358 enquanto fato potencialmente relevante, e, complementarmente a isto, a Instrução CVM nº 480 estabelece a obrigatoriedade de disponibilizá-los na sede da companhia.

A fim de evitar o cometimento de ilícitos como o *Insider Trading*, que será melhor abordado a frente, temos o disposto no artigo 176 e seguintes da Lei das S.A., sobre as demonstrações financeiras. As informações sobre as demonstrações financeiras podem ser acessadas por quaisquer pessoas, o que fez com que a CVM limitasse sua negociação, ou seja, por conta de sua relevância para incentivar ou desmotivar decisões de investimento, algumas pessoas não podem negociar ativos anteriormente à sua divulgação, por seu conteúdo quase que relevante. Ou seja, a ampla divulgação de informações é extremamente importante, mas há casos em que, justamente, por sua importância é necessário regular como se dará a fim de proteger as partes envolvidas. Há muitas regras estabelecendo os destinatários das informações os membros da administração ou do conselho fiscal, e tais regras têm a finalidade de viabilizar o exercício de suas funções.

Ademais, importante pontuar que essas inúmeras divulgações exigidas possuem um alto custo para as emissoras, e por isso o legislador não incluiu a obrigatoriedade de observação dessas exigências para as sociedades de menor porte e com enxuto quadro de

Direito, São Paulo, 2013. Disponível em: <https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-02042014-164239/publico/Dissertacao_Fernando_de_Andrade_Mota_O_dever_de_divulgar_FINAL.pdf>. Acesso em: 08 nov. 2023.

acionistas⁴⁸, de acordo com o disposto no artigo 294 e seguintes da Lei das S.A. Considera-se empresa de menor porte, de acordo com o artigo 294-B, aquelas companhias que auferem receita bruta anual inferior a R\$500.000.000,00 (quinhentos milhões de reais).

O exposto até aqui, em sua maioria, se aplica a qualquer dos tipos de sociedades anônimas, mas como sabemos, uma maior exigência recai sobre as companhias abertas, no que diz respeito a transparência.

De acordo com a Lei nº 6.404, Lei das Sociedades por Ações, e a Lei nº 6.385, Lei do Mercado de Capitais, companhia aberta trata-se de uma sociedade anônima cujos valores mobiliários são admitidos à negociação em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado. A companhia aberta é aquela que, ao emitir seus valores mobiliários, possibilita que eles sejam negociados no Mercado de Capitais, sendo possível desde então a compra e venda de seus títulos por investidores.

As companhias abertas possuem um rol maior de obrigações em termos de divulgação de informações ao público e a prestação de informações à Comissão de Valores Mobiliários (CVM), a fim de prover maior transparência e proteção aos investidores e ao mercado.

O dever de informar as companhias abertas divide-se em dever de prestar informações aos acionistas e dever de divulgar fatos relevantes aos investidores.⁴⁹

O artigo 157 da Lei das S.A, quanto ao dever de informar, estabelece diretrizes referentes a diversas informações que os gestores da companhia aberta precisam divulgar obrigatoriamente:

Art. 157. O administrador de companhia aberta deve declarar, ao firmar o termo de posse, o número de ações, bônus de subscrição, opções de compra de ações e debêntures conversíveis em ações, de emissão da companhia e de sociedades controladas ou do mesmo grupo, de que seja titular.

§ 1º O administrador de companhia aberta é obrigado a revelar à assembleia-geral ordinária, a pedido de acionistas que representem 5% (cinco por cento) ou mais do capital social:

⁴⁸ Ibid.

⁴⁹ FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. Temas de direito societário, falimentar e teoria da empresa. São Paulo: Malheiros, 2009, p. 372 apud MOTA, Fernando de Andrade. O dever de divulgar fato relevante na companhia aberta. 2013. 232 f. p.59. Dissertação (Mestrado) – Universidade de São Paulo, Faculdade de Direito, Programa de Pós-Graduação em Direito, São Paulo, 2013. Disponível em: <https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-02042014-164239/publico/Dissertacao_Fernando_de_Andrade_Mota_O_dever_de_divulgar_FINAL.pdf>. Acesso em: 08 nov. 2023.

a) o número dos valores mobiliários de emissão da companhia ou de sociedades controladas, ou do mesmo grupo, que tiver adquirido ou alienado, diretamente ou através de outras pessoas, no exercício anterior;

b) as opções de compra de ações que tiver contratado ou exercido no exercício anterior;

c) os benefícios ou vantagens, indiretas ou complementares, que tenha recebido ou esteja recebendo da companhia e de sociedades coligadas, controladas ou do mesmo grupo;

d) as condições dos contratos de trabalho que tenham sido firmados pela companhia com os diretores e empregados de alto nível;

e) quaisquer atos ou fatos relevantes nas atividades da companhia.

§ 2º Os esclarecimentos prestados pelo administrador poderão, a pedido de qualquer acionista, ser reduzidos a escrito, autenticados pela mesa da assembleia, e fornecidos por cópia aos solicitantes.

§ 3º A revelação dos atos ou fatos de que trata este artigo só poderá ser utilizada no legítimo interesse da companhia ou do acionista, respondendo os solicitantes pelos abusos que praticarem.

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

§ 5º Os administradores poderão recusar-se a prestar a informação (§ 1º, alínea e), ou deixar de divulgá-la (§ 4º), se entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia, cabendo à Comissão de Valores Mobiliários, a pedido dos administradores, de qualquer acionista, ou por iniciativa própria, decidir sobre a prestação de informação e responsabilizar os administradores, se for o caso.

§ 6º Os administradores da companhia aberta deverão informar imediatamente, nos termos e na forma determinados pela Comissão de Valores Mobiliários, a esta e às bolsas de valores ou entidades do mercado de balcão organizado nas quais os valores mobiliários de emissão da companhia estejam admitidos à negociação, as modificações em suas posições acionárias na companhia.

O legislador, mais uma vez, a fim de prevenir condutas ilícitas, como o *Insider Trading*, previu o dever de sigilo por parte do administrador da companhia sobre aquelas informações que possam ser capazes de estimular a flutuação na cotação dos títulos mobiliários, conforme disposto no artigo 155 da Lei das S.A.

Não podemos descartar todas as regras em relação as companhias fechadas, pois não são necessariamente incompatíveis, muitas apenas mudam no modo como devem ser aplicadas. Nas companhias fechadas, as negociações de títulos se dão por uma relação mais direta, contratual, entre as partes, que podem, inclusive, pactuar a maneira como vão divulgar suas informações relevantes.⁵⁰

Fernando Mota em sua tese, acertadamente, faz um paralelo que nos explicita isso ao pontuar que, no caso das companhias fechadas, existem outras normas que visam regular a troca de informações entre os gestores das companhias e os acionistas, sem vincular necessariamente

⁵⁰ MOTA, op. cit., p. 62.

os investidores do mercado em geral. Assim, a exigência de divulgação de informações específicas, como as mencionadas no artigo 157, §1º, poderia ser aplicada no contexto das companhias fechadas, visando o benefício de seus acionistas. Além disso, há que se dizer que no âmbito das companhias fechadas, existem, também, normas que não estabelecem uma nova obrigação de divulgação, mas apenas modificam aquelas normas gerais aplicáveis de forma indiscriminada à todas as companhias. Outrossim, em situações distintas, mesmo que não haja a imposição da divulgação de informações específicas, algumas normas possibilitam a redução dos custos para os investidores no que tange à obtenção de informações, o que acontece ao cingir a autonomia das companhias em benefício de uma padronização.⁵¹

Além das normas supracitadas, que tratam do dever de informar das Companhias, existe uma norma de extrema importância, que é a Resolução nº 44 da CVM. A referida norma revogou, em agosto de 2021, as Instruções normativas da CVM de nº 358, nº 369, e nº 449. A RCVM nº 44 estabelece a divulgação de informações acerca de ato ou fato relevante, bem como a negociação de valores mobiliários quando restar pendente ato ou fato relevante não divulgado, e ainda trata da divulgação de informações sobre a negociação de valores mobiliários.

A Resolução nº 44 também define ato ou fato relevante, nos incisos de I a III de seu artigo 2º:

Art. 2º. Considera-se relevante, para os efeitos desta Resolução, qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembleia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável:

I – na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados;

II – na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários; ou

III – na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados.

Interessante ponto é abarcado pela resolução em comento no que concerne à desnecessidade de imediata divulgação de atos ou fatos relevantes. Em seu artigo 6º, a RCVM nº 44 aduz o seguinte:

Art. 6º. Ressalvado o disposto no parágrafo único, os atos ou fatos relevantes podem, excepcionalmente, deixar de ser divulgados se os acionistas controladores ou os administradores entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia.

⁵¹ Ibid.

Parágrafo único. As pessoas mencionadas no caput ficam obrigadas a, diretamente ou por meio do Diretor de Relações com Investidores, divulgar imediatamente o ato ou fato relevante, na hipótese de a informação escapar ao controle ou se ocorrer oscilação atípica na cotação, preço ou quantidade negociada dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados.

No entanto, se a CVM, por alguma razão, compreender necessária a divulgação, aplica-se o entendimento exarado pelo *caput* do artigo 7º da RCVM nº 44:

Art. 7º. A CVM, a pedido dos administradores, de qualquer acionista ou por iniciativa própria, pode decidir sobre a prestação de informação que tenha deixado de ser divulgada, na forma do caput do art. 6º.

Logo, pelo exposto, vemos que há um vasto quadro de regras disciplinando a disponibilização de informações, o que demonstra a magnitude do tema para as sociedades anônimas, bem como suas particularidades. Dessa forma, a informação, sobretudo o que concerne a sua disponibilização e seu acesso, se mostra essencial para o regular funcionamento do Mercado de Capitais brasileiro, proporcionando transparência e confiabilidade para os investidores e para o mercado em geral. Portanto, especificamente no tipo penal trabalhado neste texto, o uso indevido de informações privilegiadas viola diretamente os valores e princípios de extrema importância sobrelevados neste tópico.

7. DO DIREITO PENAL ECONÔMICO E DOS CRIMES CONTRA A ORDEM ECONÔMICA

Antes de tratar do Direito Penal Econômico propriamente dito, importante diferenciarmos ilícitos civis de ilícitos penais.

Nelson Hungria⁵², em sua obra “Comentários ao Código Penal”, estabeleceu uma diferenciação clara entre ilícito civil e ilícito penal. Segundo o autor, o ilícito civil se refere a violações de deveres de ordem privada, entre partes, normalmente resolvidas mediante reparação financeira ou por meio de outras obrigações específicas impostas pelo ordenamento jurídico, visando a restauração da situação anterior. Já o ilícito penal envolve transgressões a normas que protegem bens jurídicos fundamentais para a sociedade como um todo, tendo como consequência sanções de natureza punitiva, como penas privativas de liberdade, restritivas de direitos ou pecuniárias”.

Quanto à origem do Direito Penal Econômico, não há uma data ou um acontecimento que determine ao certo o fenômeno, no entanto, há especulações sobre a repressão dos delitos

⁵² HUNGRIA, Nelson. Comentários ao Código Penal. 5. ed. Vol. 7. São Paulo: Forense, 1979. p. 178.

nas atividades de natureza econômica ocorrerem desde os tempos remotos. No entanto, o Direito Penal Econômico, independente do Direito Penal “comum”, tal como compreendemos hoje, apenas surgiu no século XX.

Klaus Tiedemann, precursor da disciplina do Direito Penal Econômico, aduz em sua obra que a disciplina deste ramo do Direito, juntamente a sua normatização, se deu no século XX, expandindo-se na época das grandes guerras mundiais, de modo que na Alemanha, conforme discorre o autor, foram editadas, em média, quarenta mil disposições tratando de matéria penal econômica.⁵³

Paralelamente à guerra, os problemas de natureza financeira, sobretudo os decorrentes do *crash/crack* (quebra) da Bolsa de Valores de Nova York em 1929, tornaram-se significativos para o Direito Penal Econômico, fomentando alterações das mais diversas, inclusive no plano legislativo, como por exemplo, intensificando penas relativas a crimes de cartel, fraudes financeiras, concorrência desleal, ilícitos contra trabalhadores, contribuintes, consumidores, acionistas minoritários, e outros.⁵⁴

Após o período da Segunda Guerra, Tiedemann ainda aponta que houve uma tentativa de dinamizar e simplificar as disposições penais, o que acabou contribuindo para o Direito Penal econômico se desenvolver e se estabilizar de forma autônoma na economia social de mercado.⁵⁵

Com o advento da globalização, já tratada anteriormente neste trabalho, o Direito Penal sofre outro impacto. Para o autor Luis Gracia Martín⁵⁶, por exemplo, a globalização aqui desempenha um papel de gerar condições propícias para o cometimento de um novo tipo de criminalidade. Para o teórico, a globalização possui caráter fundamentalmente econômico, motivo pelo qual se relaciona diretamente com a natureza dos crimes dela decorrentes hodiernamente.

⁵³ TIEDEMANN, Klaus. *Derecho penal y nuevas formas de criminalidad*. 2. ed. Lima: Grijley, 2007, p. 71 apud SOUZA, Artur de Brito Gueiros. *Da Criminologia à Política Criminal: Direito Penal Econômico e o Novo Direito Penal*. UERJ - Universidade do Estado do Rio de Janeiro, 2020. Disponível em: <<https://www.cpbm.uerj.br/wp-content/uploads/2020/07/Direito-Penal-Econo%CC%82mico-I-AG-Da-Criminologia-a-Pol%C3%ADtica-Criminal.pdf>>. Acesso em: 28 out. 2023.

⁵⁴ SOUZA, Artur de Brito Gueiros. *Da Criminologia à Política Criminal: Direito Penal Econômico e o Novo Direito Penal*. UERJ - Universidade do Estado do Rio de Janeiro, 2020. Disponível em: <<https://www.cpbm.uerj.br/wp-content/uploads/2020/07/Direito-Penal-Econo%CC%82mico-I-AG-Da-Criminologia-a-Pol%C3%ADtica-Criminal.pdf>>. Acesso em: 28 out. 2023.

⁵⁵ *Ibid.*, p. 6

⁵⁶ GRACIA MARTÍN, Luis. *Prolegômenos para a luta pela modernização e expansão do Direito Penal e para a crítica do discurso de resistência*. Trad. Érica Mendes de Carvalho. Porto Alegre: Sérgio Antonio Fabris Ed., 2005, p. 66, tradução própria apud ALONSO, Leonardo. *Crimes Contra o Mercado de Capitais*, 2010, p. 18. Disponível em: <https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2136/tde-07052010-075537/publico/Dissertacao_Completa_Leonardo_Alonso.pdf>. Acesso em: 20 out. 2023.

Já para Sánchez, também no que tange à delinquência no contexto da globalização, temos que:

Por um lado – ainda que isso interesse aqui em menor medida –, dão lugar a que determinadas condutas tradicionalmente contempladas como delitivas devam deixar de sê-lo, pois o contrário se converteria em um obstáculo às próprias finalidades perseguidas com a globalização e a integração supranacional. Em efeito, condutas violadoras de barreiras e controles estatais à livre circulação passam de puníveis a não-puníveis. [...] Mas, por outro lado, os fenômenos econômicos da globalização e da integração econômica dão lugar à conformação de modalidades novas de delitos clássicos, assim como à aparição de novas formas delitivas. [...] Além disso, gera a aparição de uma nova concepção de objeto do delito, centrada como fenômeno marginal; em particular, os elementos de organização, transnacionalidade e poder econômico. Criminalidade organizada, criminalidade internacional e criminalidade dos poderosos são, provavelmente, as expressões que melhor definem os traços gerais da delinquência da globalização.⁵⁷

Assim sendo, o Direito Penal Econômico é o campo que disciplina a intervenção jurídico-penal nas relações de natureza econômica, ou seja, protege bens jurídicos fundamentais de natureza desta natureza, aplicando para tanto sanções às situações que, por meio de lesões de bens jurídicos penais relevantes, impactam as relações econômicas na sociedade.

Klaus Tiedemann, que em sua obra de 1995, já dizia o seguinte: “*para poder cumplir su cometido principal, que no es otro que el de posibilitar la financiación de las empresas, los mercados de capitales y de créditos necesitan una protección penal que tenga visos de realidad.*”⁵⁸ Para o aludido jurista, o Direito Penal Econômico pode ainda ser compreendido como “Direito Penal da Empresa”.⁵⁹

O sobredito autor propõe duas tratativas para o Direito Penal Econômico, conceituando esse campo do Direito Penal como uma área responsável por tutelar a ordem econômica em uma delas, assim como uma área responsável por regulamentar tanto a produção como a divisão dos bens de natureza econômica.⁶⁰

⁵⁷ SILVA SÁNCHEZ, Jesus-María. *A expansão do direito penal*. Trad. Luiz Otavio de Oliveira Rocha. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2002, p. 79-80 apud ALONSO, Leonardo. Crimes Contra o Mercado de Capitais. [S.l.], 2010. Disponível em: <https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2136/tde-07052010-075537/publico/Dissertacao_Completa_Leonardo_Alonso.pdf>. Acesso em: 20 out. 2023.

⁵⁸ TIEDEMANN, Klaus. Presente y futuro del Derecho Penal Económico. In: Hacia un Derecho Penal Económico Europeo. Libro homenaje a Klaus Tiedemann. Madrid: Boletín Oficial del Estado, 1995, p. 41. SOUZA, Artur de Brito Gueiros. Da Criminologia à Política Criminal: Direito Penal Econômico e o Novo Direito Penal. UERJ - Universidade do Estado do Rio de Janeiro, 2020. Disponível em: <<https://www.cpjm.uerj.br/wp-content/uploads/2020/07/Direito-Penal-Econo%CC%82mico-I-AG-Da-Criminologia-a-Pol%C3%ADtica-Criminal.pdf>>. Acesso em: 28 out. 2023

⁵⁹ Ibid., p. 34.

⁶⁰ TIEDEMANN, Klaus. El concepto de derecho económico, de derecho penal económico y de delito económico. Madrid. Cuadernos de Política Criminal nº28, 1986, p. 65 e ss. apud SOUZA, Artur de Brito Gueiros. Da Criminologia à Política Criminal: Direito Penal Econômico e o Novo Direito Penal. UERJ - Universidade do

Destarte, dentro do sistema capitalista contemporâneo, em que o poder econômico passou a ser o propulsor de praticamente tudo, e é, por vezes, alçado como objetivo de vida da extensa maioria das pessoas, alguns indivíduos buscam esse poder a qualquer custo, implicando até mesmo em condutas previstas nos tipos penais.

Diante desse cenário, a criminalidade econômica tem forte impacto sobre o aspecto da estrutura estatal, visto que rompe com a expectativa da sociedade no que tange à confiabilidade conferida ao sistema econômico, financeiro e social, cabendo ao Direito Penal Econômico o dever de mitigar esse fenômeno por meio, primeiramente, de suas normas, e, secundariamente, por seus mecanismos punitivos, revalidando contrafaticamente a vigência das normas que foram infringidas, de modo a cumprir com a mencionada expectativa social.

Passemos agora a analisar o âmbito dos crimes contra a ordem econômica.

O que conhecemos por ordem econômica hodiernamente, sob a perspectiva jurídica, decorre de um conceito irresoluto, o qual tende a ser expresso tanto de forma estrita como de forma ampla. Estritamente no sentido de que a ordem econômica seria compreendida enquanto regulação jurídica da intervenção do Estado na economia, enquanto amplamente seria no sentido de ordem econômica enquanto regulação jurídica da produção, distribuição e consumo de bens e serviços.⁶¹

Tal dicotomia conceitual impacta no campo do bem jurídico protegido, visto que somente pelo sentido estrito é que é possível compreender a ordem econômica como bem jurídico diretamente tutelado.

Para fins de proteção penal, deve-se, de acordo com Luiz Regis Prado, reconhecer a ordem econômica através de sua concepção *lato sensu*, que abrange, segundo o autor, “(...) a intervenção estatal na economia, a organização, o desenvolvimento e a conservação dos bens econômicos (inclusive serviços), bem como sua produção, circulação, distribuição e consumo”.⁶²

Nesse sentido, torna-se perceptível que a tutela penal da ordem econômica é indissociável do âmbito empresarial, visto que a atividade econômica está intimamente

Estado do Rio de Janeiro, 2020. Disponível em: <<https://www.cpjm.uerj.br/wp-content/uploads/2020/07/Direito-Penal-Econo%CC%82mico-I-AG-Da-Criminologia-a-Pol%C3%ADtica-Criminal.pdf>>. Acesso em: 28 out. 2023

⁶¹ BAJO FERNÁNDEZ, Miguel; BACIGALUPO, Silvina. *Derecho penal econômico*. Madrid: Centro de Estudios Ramón Areas, 2001, p. 11 apud PRADO, Luiz R. *Direito Penal Econômico*. Rio de Janeiro: Grupo GEN, 2021. *E-book*. ISBN 9786559641192. Disponível em: <<https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9786559641192/>>. Acesso em: 20 set. 2023.

⁶² PRADO, Luiz R. *Direito Penal Econômico*. Rio de Janeiro: Grupo GEN, 2021, p. 32. *E-book*. ISBN 9786559641192. Disponível em: <<https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9786559641192/>>. Acesso em: 20 set. 2023.

relacionada à atividade empresarial. Além disso, imbrica-se também ao âmbito tributário, financeiro, monetário, dentre outros, evidenciando a importância e relevância de sua tutela no ordenamento jurídico nacional.

Constitucionalmente, a ordem econômica passou a fazer parte do nosso ordenamento jurídico a partir da Constituição Federal de 1934, que trouxe a previsão do dever de observância dos princípios da justiça e necessidades nacionais, mas sem tratar ainda sobre abusos do poder econômico ou a tutela da concorrência, por exemplo. A Carta Magna de 1946, ao tratar da ordem econômica, trouxe, por sua vez, aspectos acerca da repressão ao abuso do poder econômico.

Em 1962, houve a edição da Lei nº 4.137, que surge para disciplinar propriamente essa repressão, constitucionalmente prevista, ao abuso do poder econômico. Posteriormente criou-se ainda o Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE), ao qual compete aplicar a legislação atinente ao tema, realizar investigações, bem como coibir abusos do poder econômico. Nessa linha, vieram a Constituição de 1967, a Emenda Constitucional nº 1 de 1969, e a Constituição de 1988 abordando a ordem econômica, cuidando de forma mais aprofundada dos aspectos relativos ao abuso do poder econômico.

Essas previsões existem a fim de disciplinar o dever de se observar, sob pena de imposição de sanções, a livre iniciativa, traduzida no direito de explorar plenamente atividades empresariais. Para esse fim, o Direito busca obstar a concorrência desleal e incorridas com abuso de poder, como se compreende do exposto no artigo 173, §4º da Constituição da República Federativa do Brasil de 1988:

Art. 173. Ressalvados os casos previstos nesta Constituição, a exploração direta de atividade econômica pelo Estado só será permitida quando necessária aos imperativos da segurança nacional ou a relevante interesse coletivo, conforme definidos em lei.
§ 4º A lei reprimirá o abuso do poder econômico que vise à dominação dos mercados, à eliminação da concorrência e ao aumento arbitrário dos lucros.

Todavia, o abuso de poder econômico é um tanto quanto inevitável, visto que advém do livre mercado, onde os agentes econômicos não possuem as mesmas condições, de modo que a desigualdade resta inerente às dinâmicas mercadológicas, cabendo ao Direito regular o exercício do poder econômico, inibindo as facetas das iniciativas que violem ou objetivem violar o livre mercado, através de condutas que provoquem domínio de mercados, práticas comerciais abusivas, distorções nos mecanismos de mercado, ausência de concorrência ou ainda arbitrariedade no aumento de lucros.

Tais condutas configuram crime contra a ordem econômica, conceituado pela Lei nº 8.137/1990, especificamente em seu artigo 4º:

Art. 4.º Constitui crime contra a ordem econômica:

I – abusar do poder econômico, dominando o mercado ou eliminando, total ou parcialmente, a concorrência mediante qualquer forma de ajuste ou acordo de empresas; (Redação dada pela Lei 12.529 de 2011).

II – formar acordo, convênio, ajuste ou aliança entre ofertantes, visando:

- a) à fixação artificial de preços ou quantidades vendidas ou produzidas;
- b) ao controle regionalizado do mercado por empresa ou grupo de empresas;
- c) ao controle, em detrimento da concorrência, de rede de distribuição ou de fornecedores. Pena – reclusão, de 2 (dois) a 5 (cinco) anos e multa (Redação dada pela Lei 12.529 de 2011).

Assim, a ordem econômica se traduz em um conjunto de normas que buscam regular desde a produção até a distribuição de recursos, restando impossível a completa dissociação do Direito Penal da Economia. É aqui que entra a importância de um dos campos do Direito Penal que mais tem ganhado protagonismo nos últimos tempos, o Direito Penal Econômico.

Isso pois, o desenvolvimento histórico de nossa sociedade, sobretudo após o que conhecemos como era pós-moderna, gerou uma variedade de riscos inéditos, originados das transformações axiológicas, bem como da intensificação das relações econômicas e do vertiginoso progresso tecnológico.

Nesse contexto, os referidos riscos, seriam no sentido idealizado por Ulrich Beck⁶³, sociólogo alemão, em meados de 1986. Para Beck, esse período histórico, pós-industrial, seria a “sociedade de risco objetiva”, a qual seria responsável por romper com padrões, e que se encontrava diante de um novo cenário e de “novas ameaças”, que seriam oriundas justamente da mudança de método de produção.

Essas mudanças, esses novos riscos, fizeram com que o Direito Penal clássico, tal como era, ficasse obsoleto, fazendo com que uma nova dogmática-penal precisasse ser implementada para dar conta das demandas apresentadas pela sociedade e pela economia em processo de globalização.

Nessa tônica, acerca da “expansão do Direito Penal”, o autor Jesus-Maria Silva Sánchez faz considerações sobre os aspectos positivos dos fenômenos quanto ao bem-estar individual promovido, sem, no entanto, deixar de tecer suas ponderações:

Sem embargo, convém não ignorar suas conseqüências negativas. Dentre elas, a que interessa aqui ressaltar é a configuração do risco de procedência humana como

⁶³ BECK, Ulrich. *La Sociedad del riesgo: hacia una nueva modernidad*. Trad. Jorge Navarro, Daniel Jiménez e Maria Rosa Borrás, Barcelona: Paidós, 1998, p.25-30.

fenômeno social estrutural. Isso, pelo fato de que boa parte das ameaças a que os cidadãos estão expostos provém precisamente de decisões que outros concidadãos adotam no manejo dos avanços técnicos: riscos mais ou menos diretos para os cidadãos (como consumidores, usuários, beneficiários de serviços públicos, etc.) que derivam das aplicações técnicas dos avanços na indústria, na biologia, na genética, na energia nuclear, na informática, nas comunicações, etc. Mas, também, porque a sociedade tecnológica, crescentemente competitiva, desloca para a marginalidade não poucos indivíduos, que imediatamente são percebidos pelos demais como fonte de riscos pessoais e patrimoniais.⁶⁴

Essa expansão se dá pela atribuição de maior flexibilidade às estruturas mais clássicas do Direito Penal, principalmente no que tange a princípios e garantias, visto que há maior necessidade de tutelar bens jurídicos de caráter supraindividuais e de elaborar tipos penais de perigo abstrato. Este posicionamento não é pacificado pela doutrina, pois há autores mais clássicos que entendem que o Direito Penal deveria permanecer enquanto proteção subsidiária e repressiva de bens jurídicos essenciais.⁶⁵ Sánchez, por exemplo, como vemos, se posiciona de forma mais equilibrada e moderada, não aderindo completamente à expansão e flexibilização do Direito Penal, mas não se apegando de forma excessiva às tradições mais clássicas.

Logo, a tutela jurídico-penal do Mercado de Capitais está intimamente relacionada a este confronto dogmático, dada sua fundamental importância para a preservação dos valores essenciais, principalmente econômicos, no mundo contemporâneo.

8. DOS CRIMES NO AMBIENTE DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

Os crimes contra o Mercado de Capitais se expandiram contemporaneamente à expansão dos “crimes de cifras douradas”, popularmente conhecidos como “crimes de colarinho branco”, enquadrando-se no âmbito dos crimes financeiros e corporativos, e que ganharam mais destaque, historicamente, no fim do século XIX, início do século XX, com o desenvolvimento do capitalismo e o crescimento industrial, que por vezes aconteciam em razão do desenvolvimento de atos ilícitos em face do sistema financeiro, da ordem econômica.

As denominações “cifras douradas” e “*white collar crimes*”, em português “crimes de colarinho branco”, foram criadas por Edwin H. Sutherland primeiro sociólogo que tratou especificamente sobre a criminalidade desse tipo, e refere-se aos crimes cometidos por agentes

⁶⁴SÁNCHEZ, op. cit., p. 29.

⁶⁵ ALONSO, Leonardo. Crimes Contra o Mercado de Capitais, 2010, p.11. Disponível em: <https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2136/tde-07052010-075537/publico/Dissertacao_Completa_Leonardo_Alonso.pdf>. Acesso em: 20 out. 2023.

de alto-escalão, com elevada posição e respeitabilidade social, que via de regra compõem uma parcela social mais abastada, ou seja, as atividades delitivas praticadas pela elite, e que, via de regra, não são divulgados, tampouco investigados, em detrimento da coletividade social.

Após as contribuições ideológicas de Sutherland, muitos autores dizem que a Criminologia abandonou completamente a ligação que fazia entre criminosos e fatores biológicos, psicológicos ou sociais e, conseqüentemente, o ato ilícito passou a ser considerado algo que independe de determinada característica, o “impulso” está inerente a todos os indivíduos, independentemente de sua cor, de seus traços físicos, perfis psicológicos e classe social, como julgavam os principais expoentes do Escola Positivista: Cesare Lombroso, Rafael Garófalo e Enrico Ferri.

Outrossim, Sutherland com suas pesquisas constatou que, quando havia a condenação destas condutas, o que ocorre em cerca de menos de 50% dos casos, elas apenas se davam nos âmbitos civil ou administrativo⁶⁶, o que por si só já retira muito do peso estigmatizante e impactante de uma condenação na seara penal, que aos montes ocorre no caso dos crimes “comuns”, cometidos por sujeitos sem status sociais de destaque, o que demonstra uma problemática social gravíssima, uma seletividade na reprovabilidade, bem como o fato de as reações sociais serem mais severas nos casos de crimes cometidos pela parcela menos abastada da sociedade.

Um paralelo de criticidade importante de ser realizado, é sobre como se dá o simbolismo penal nos casos de crimes cometidos por indivíduos com alto por econômico e relevante status social. De acordo com Juan Bustos Ramírez⁶⁷, a criminalização de crimes de colarinho branco seria uma forma de demonstrar que pessoas influentes e abastadas também se sujeitam às normas penais, e que, com isso, o legislador estaria atenuando as percepções sobre as desigualdades e os preconceitos inerentes ao Direito Penal. Alonso aponta que Paulo Silva Fernandes⁶⁸ chama esse artifício de “técnica do bode expiatório”. Porém, entende-se que os

⁶⁶ VERAS, Ryanna Pala. Os Crimes do Colarinho Branco na Perspectiva da Sociologia Criminal. 2006. 215 f. Dissertação (Mestrado em Direito) - Pontifícia Universidade Católica, São Paulo, 2006. Disponível em: <<http://www.dominiopublico.gov.br/download/teste/arqs/cp012998.pdf>>. Acesso em: 23 out. 2023.

⁶⁷ BUSTOS RAMÍREZ, Juan. Necesidad de la pena, función simbólica y bien jurídico medio ambiente. In: _____. *Pena y Estado*. Santiago de Chile: Jurídica ConoSur, 1995. p. 101, apud ALONSO, Leonardo. Crimes Contra o Mercado de Capitais, 2010. Disponível em: <https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2136/tde-07052010-075537/publico/Dissertacao_Completa_Leonardo_Alonso.pdf>. Acesso em: 20 out. 2023.

⁶⁸ FERNANDES, Paulo Silva. *Globalização, 'sociedade de risco' e o futuro do direito penal – panorâmica de alguns problemas comuns*. Coimbra: Almedina, 2001, p. 53 apud ALONSO, Leonardo. Crimes Contra o Mercado de Capitais, 2010, p. 62. Disponível em: <https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2136/tde-07052010-075537/publico/Dissertacao_Completa_Leonardo_Alonso.pdf>. Acesso em: 20 out. 2023.

crimes contra o Mercado de Capitais não seguem essa lógica, tornando o risco do simbolismo puro maior, de acordo com Alonso⁶⁹. No entanto, a prática desses crimes não é algo incomum.

Além disso, há uma relevante dificuldade em se identificar qual o bem jurídico tutelado pelos crimes em face dessa esfera do sistema financeiro. Nesse diapasão, para identificarmos o bem jurídico tutelado nos crimes contra o ambiente do Mercado de Capitais, é necessário sabermos da importância dos princípios, quais sejam: princípio da proteção da economia popular; princípio da proteção da estabilidade da entidade financeira; princípio da proteção do sigilo bancário; e, princípio da proteção da transparência de informações.

O princípio da transparência, também conhecido por “princípio de *disclosure*”, importado do sistema regulatório norte-americano, dada a especificidade do ambiente do Mercado de Capitais, e da crucial importância da informação nesse mercado, acaba por demonstrar-se fundamental.

Esse princípio tem como função garantir a proteção do investidor, por meio da prestação de informações pelas empresas emissoras de valores mobiliários, informações essas as mais completas possíveis, tratando tanto delas mesmas quanto dos valores mobiliários já emitidos.⁷⁰

Através da implementação desse princípio, busca-se garantir que os investidores tenham acesso às informações que os auxiliem a fazer escolhas sobre o destino de seus investimentos, entendendo as oportunidades de ganho bem como os riscos inerentes, uma vez que os investimentos realizados no âmbito da bolsa de valores exigem a mais completa análise possível da origem dos ativos, ou seja, das companhias emissoras, bem como os auxiliem, posteriormente, nas tomadas de decisões societárias.

A ampla divulgação de informações dentro desse ambiente do Mercado de Capitais auxilia inclusive na busca por igualdade de condições de competição entre os participantes do mercado, promovendo situações em que não haja concorrência desleal, protegendo o mercado de um funcionamento problemático e irregular.

Os primeiros indícios de criminalização de atividades fraudulentas e abusivas no contexto de sociedades acionárias surgiram com uma lei na França, em 1867, e perdurou vigente até 1966, quando então a lei foi substituída por uma mais atual.

Via de regra, essa criminalização era inserida em disposições nos próprios Códigos Civis, Penais e Comerciais, ou em leis especiais por outros ordenamentos, como foi o caso das legislações da Alemanha e da Itália.

⁶⁹ ALONSO, op. cit., p.63.

⁷⁰ Ibid., p. 30.

No Brasil, essa criminalização foi inserida pela Lei nº 3.150, de 1832, que posteriormente foi alterada pelo Decreto nº 164, em 1890, que acabou por inspirar o Código Penal da república, também de 1890. Essas matérias, relativas a criminalização de formas de manipulação de mercado, foram modificadas com o DL nº 2.627 de 1940, lei sobre sociedade por ações, e o Código Penal, do mesmo ano, reproduziu quase que integralmente as previsões do Decreto.

O Código Penal de 1940 previu a manipulação de mercado em seu artigo 177, §1º, II, sob pena de um a quatro anos de reclusão e multa, mas o que se observa é que esta norma estava condicionada à ausência de configuração de um determinado tipo de crime em detrimento da economia popular: “[...] II – o diretor, o gerente ou o fiscal que promove, por qualquer artifício, falsa cotação das ações ou de outros títulos da sociedade”.⁷¹

Não obstante, a Lei nº 1.521/51, Lei de Economia Popular, também criminalizava condutas passíveis de serem adequadas a tipos penais enquadrados no artigo 177 e incisos. O autor Cezar Roberto Bitencourt⁷² então levanta um debate no sentido de quais desses diplomas legais deveriam ser aplicados, e sugere que deve ser priorizada a aplicação da Lei de Economia Popular no caso das sociedades organizadas por subscrição pública de evidente natureza popular, mas que, apenas os efetivos casos concretos vão determinar qual dispositivo deverá ser aplicado.

Logo, temos que o Código Penal de 1940 abordou fraudes e abusos na fundação e administração de sociedades por ações em seu artigo 177, e que, essas questões, embora reguladas pela Lei nº 6.404/76, Lei das Sociedades Anônimas, não incluíam disposições criminais, portanto continuando a ser aplicado o artigo 177. Nesse diapasão, a Lei nº 6.385/76, que dispõe sobre a criação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), já anteriormente tratada, recebeu competência para fiscalizar e punir atos ilícitos de administradores e acionistas de sociedades anônimas.

Interessante destacar que antes de 1970 não existia uma definição de valores mobiliários, problema este que perdurou até a supracitada criação da CVM. Esse problema pode não parecer muito relevante, no entanto, esse conceito gera reflexos na criminalização de condutas, pois é um elemento que compõe a norma penal.⁷³

A Lei 6.385/76, em sua versão original, estipulava em seu artigo 2º três categorias de valores mobiliários: (i) títulos representativos de participação em empresas de capital aberto e

⁷¹ BITENCOURT, op.cit.

⁷² Ibid.

⁷³ ALONSO, op. cit.

seus certificados de depósito; (ii) outros valores mobiliários emitidos por sociedades anônimas que fossem designados como tais pelo Conselho Monetário Nacional; e (iii) valores mobiliários que estavam explicitamente excluídos da regulamentação da CVM, englobando títulos que representavam dívida pública e os emitidos por instituições financeiras. Porém, com a edição desta norma, o legislador apenas definiu a competência da CVM, sem de fato definir o conceito de “valor mobiliário”.

Em 1.998, com as reformas legislativas no Mercado de Capitais, editou-se a Medida Provisória nº 1.637/98, realizando significativa alteração no artigo 2º, da Lei 6.385/76, incluindo assim o conceito de “contrato de investimento”, que advém dos E.U.A, na década de 1946.

Isso nos interessa, pois na Suprema Corte do E.U.A, país berço do Mercado de Capitais, fonte da qual bebe os demais ordenamentos jurídicos neste assunto, inclusive o nosso, exarou-se o entendimento de que as quatro características que formavam o contrato de investimento (investimento de dinheiro; empreendimento comum; expectativa de lucro; e gestão do empreendedor ou de terceiros), quando presentes em contratos e títulos públicos, configurariam um valor mobiliário.⁷⁴

No entanto, no entendimento de Jean Paul C. Veiga da Rocha, essas características não poderiam ser compreendidas sozinhas, devendo ser acompanhadas do risco do investimento e da passividade do investidor.⁷⁵

Essa ampliação do conceito de valor mobiliário, provocou uma expansão também das competências da CVM. Essas definições são cruciais no âmbito da tutela penal do Mercado de Capitais, uma vez que integram os tipos penais da Lei 6.385/76.

Foi então em 2001 que criou-se efetivamente uma Lei para disciplinar especificamente os crimes contra o Mercado de Capitais, a Lei nº 10.303/2001, aprimorada posteriormente com a Lei nº 13.506/2017.

⁷⁴ QUEIROZ, José Eduardo Carneiro. “O Conceito de Valor Mobiliário e a competência da Comissão de Valores Mobiliários e do Banco Central do Brasil” in *Aspectos atuais do Direito do Mercado Financeiro e de Capitais*. Coord. Roberto Quiroga Mosquera. São Paulo: Dialética, 1999, p. 131-135 apud ALONSO, Leonardo. Crimes Contra o Mercado de Capitais, 2010 p. 38. Disponível em: <https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2136/tde-07052010075537/publico/Dissertacao_Completa_Leonardo_Alonso.pdf>. Acesso em: 20 out. 2023.

⁷⁵ ROCHA, Jean Paul C. Veiga da. “As conseqüências institucionais do novo conceito de Valor Mobiliário: as competências do CMN, do Bacen e da CVM” in *Aspectos atuais do Direito do Mercado Financeiro e de Capitais*, 2º volume. Coord. Roberto Quiroga Mosquera. São Paulo: Dialética, 2.000, p. 77 apud ALONSO, Leonardo. Crimes Contra o Mercado de Capitais, 2010. Disponível em: <https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2136/tde-07052010075537/publico/Dissertacao_Completa_Leonardo_Alonso.pdf>. Acesso em: 20 out. 2023.

Inclusive, a Lei nº 10.303/2001, deu nova redação ao referido artigo 2º, definindo valores mobiliário em seus incisos:

Art. 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei:

- i) as ações, debêntures e bônus de subscrição;
- ii) os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II;
- iii) os certificados de depósito de valores mobiliários;
- iv) as cédulas de debêntures;
- v) as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos;
- vi) as notas comerciais;
- vii) os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários;
- viii) outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e
- ix) quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.

No mesmo ano foi também inserido o Capítulo VII-B à Lei nº 6.385/76, disciplinando propriamente os crimes contra o Mercado de Capitais, tipificando como ilícitos de natureza penal condutas que eram apenas ilícitos de natureza administrativa. Foi nessa reforma que se criminalizou a manipulação de mercado, no artigo 27-C⁷⁶; o uso indevido de informação privilegiada, no artigo 27-D⁷⁷; e o exercício irregular de cargo, profissão, atividade ou função, no artigo 27-E⁷⁸.

A Lei das Sociedades Anônimas, Lei 6.404/76, já citada anteriormente, surge nesse contexto com o objetivo de regularizar as atividades das companhias abertas ou sociedades anônimas, figuras fulcrais no Mercado de Capitais.

O jurista José Edwaldo Tavares Borba aduz em sua obra que a Lei nº 6.404/76 possibilita cinco linhas de orientação:

⁷⁶ “Artigo 27-C. Realizar operações simuladas ou executar outras manobras fraudulentas, com a finalidade de alterar artificialmente o regular funcionamento dos mercados de valores mobiliários em bolsa de valores, de mercadorias e de futuros, no mercado de balcão ou no mercado de balcão organizado, com o fim de obter vantagem indevida ou lucro, para si ou para outrem, ou causar dano a terceiros: Pena – reclusão, de 1 (um) a 8 (oito) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime.”

⁷⁷ “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.”

⁷⁸ “Art. 27-E. Atuar, ainda que a título gratuito, no mercado de valores mobiliários, como instituição integrante do sistema de distribuição, administrador de carteira coletiva ou individual, agente autônomo de investimento, auditor independente, analista de valores mobiliários, agente fiduciário ou exercer qualquer cargo, profissão, atividade ou função, sem estar, para esse fim, autorizado ou registrado junto à autoridade administrativa competente, quando exigido por lei ou regulamento: Pena – detenção de 6 (seis) meses a 2 (dois) anos, e multa.”

[...] (1ª) a da proteção dos acionistas minoritários; (2ª) a da responsabilização do acionista controlador; (3ª) a da ampla diversificação dos instrumentos postos na lei, à disposição dos acionistas, para serem, ou não, adotados pela sociedade; (4ª) a da diferenciação entre companhia aberta e fechada; (5ª) a da definição dos interesses fundamentais que a sociedade anônima representa. (Borba, 2023, p. 164)

O que se evidencia sobre a Lei das Sociedades Anônimas é que ela estabeleceu uma série de elementos fundamentais a serem observados pelos administradores e controladores, o que coaduna para uma maior estabilidade do Mercado de Capitais. Destaca-se aqui os direitos que foram conferidos aos acionistas, consequentemente deveres dos administradores das emissoras, sobretudo o dever de informar, ponto central desse trabalho, contido nos artigos 157, 175 e 188 da Lei nº 6.404/76, que, de acordo com Alonso⁷⁹, é a materialização do princípio do *disclosure*, já tratado acima.

Como já abordado anteriormente, as atividades fiscalizadora e reguladora da CVM são extremamente importantes para a manutenção de um ambiente saudável e regular no Mercado de Capitais, e, decorrente dessa atividade, os crimes contra o Mercado de Capitais, via de regra, são avaliados em primeira instância pela autarquia, vez que é ela quem pode aplicar as sanções adequadas no caso de descumprimento das normas regulamentadoras deste mercado.

Assim, a Lei nº 6.385/76 expressamente trata das penalidades administrativas, que, como já exposto anteriormente, podem ser: advertência; multa; suspensão ou inabilitação temporária do exercício do cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários; suspensão ou cassação da autorização ou registro para o exercício das atividades de que trata a Lei 6.385/76; proibição temporária de praticar determinadas atividades ou operações, para os integrantes do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários; e proibição temporária de atuar, direta ou indiretamente, em uma ou mais modalidades de operação no mercado de valores mobiliários.⁸⁰

A pena de advertência é aplicada em situações que a entidade reguladora considerada menos gravosas ou para indivíduos que não tenham cometido a mesma infração anteriormente.

A pena de natureza pecuniária, por outro lado, é viável para infrações em todos os níveis de gravidade (leve, moderada e grave), embora deva respeitar os limites máximos definidos pela Lei 6.385/76.

⁷⁹ Ibid., p. 42.

⁸⁰ Artigo 11 e incisos, da Lei nº 6.385/76.

Penalidades que restringem ou impedem o envolvimento em atividades ou participação no Mercado de Capitais são impostas em casos de infrações consideradas graves, havendo considerável margem de discricionariedade para os responsáveis da CVM na aplicação das penalidades administrativas.

Ademais, não há nenhuma óbice legal à cumulação de sanções, não sendo raro isso acontecer, havendo, por exemplo, a condenação em pena de multa junto a uma pena restritiva de direitos, de acordo com Júlio Ramalho Dubeux,⁸¹ “[...] que a possibilidade de cumulação de sanções ajuda a CVM a encontrar a penalidade correta para a boa regulação do mercado.”

Há ainda no Processo Administrativo diferentes ritos. O rito sumário é regulado pela Resolução CMN 1.657/89 e pela instrução CVM 251/96, aplicando-se apenas a casos específicos designados por esta última. Nesses casos, apenas a penalidade de multa é imposta. Ele se distingue do processo ordinário no prazo para a defesa, fixado em dez dias, e é decidido pela Superintendência Técnica que apresentou a acusação. A decisão da Superintendência Técnica pode ser contestada perante o Colegiado da CVM, que atua como a última instância de julgamento.

Sendo caso de absolvição, um recurso ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional é interposto de ofício pela CVM. Outro ponto relevante, é que dada a complexidade dos casos, pode haver ainda uma etapa prévia, investigativa, conduzida por uma Comissão de Inquérito escolhida pelo Colegiado da autarquia.

Pontua-se ademais que, os Processos Administrativos da CVM vinculam-se aos princípios e garantias constitucionais, como as garantias previstas no artigo 5º da CRFB/88, e também pela Lei nº 9.784/99, sobretudo no que diz respeito ao respeito ao devido processo legal, legalidade, obrigatoriedade de fundamentação das decisões, proporcionalidade, segurança jurídica, moralidade, publicidade dos atos, finalidade.⁸²

Há ainda a possibilidade de se constituir um Termo de Compromisso, conforme já amplamente explorado no tópico acima que discorre especificamente sobre a Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Mas, de maneira geral, os investigados ou acusados têm a opção de apresentar ao órgão regulador uma proposta de acordo, a qual deve incluir dois elementos essenciais: o encerramento de práticas prejudiciais ao mercado e a retificação das atividades

⁸¹ DUBEUX, Júlio Ramalho. *A comissão de valores mobiliários e os principais instrumentos regulatórios do mercado de capitais brasileiro*. Porto Alegre: Sérgio Antonio Fabris Editor, 2006, p. 95 apud ALONSO, Leonardo. *Crimes Contra o Mercado de Capitais*, 2010 p. 49. Disponível em: <https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2136/tde-07052010075537/publico/Dissertacao_Completa_Leonardo_Alonso.pdf>. Acesso em: 20 out. 2023.

⁸² Ibid.

consideradas lesivas ao Mercado de Capitais, incluindo a compensação dos danos causados aos investidores ou à própria entidade reguladora. O termo não implica confissão ou reconhecimento de atividade ilegal por parte do proponente.

Considerando estes mecanismos empregados pela CVM em sua função judicial, é notável que o órgão regulador tem obtido resultados significativos na repressão e prevenção de atividades ilícitas relacionadas ao Mercado de Capitais, especialmente a utilização imprópria de informações privilegiadas.

Entrando em uma vertente mais crítica, temos que a doutrina mais atual tem se debruçado sobre a aptidão do direito penal para disciplinar determinados problemas, assim como sobre quais as implicações do uso do direito penal em certos âmbitos, portanto, preocupações da própria dogmática penal.⁸³

Assim, para Leonardo Alonso, conforme descreveu em sua tese de dissertação de mestrado:

[...] o direito penal deve levar em consideração – mormente quando da decisão acerca da criminalização de determinados comportamentos – além da dignidade do valor a ser tutelado, já que somente se legitima quando voltado à proteção dos valores mais relevantes em uma determinada sociedade, também sua necessidade e aptidão.⁸⁴

Principalmente em áreas mais complexas, como é o caso Mercado de Capitais, têm surgido questionamentos sobre se o direito penal é o meio mais eficiente e adequado de solucionar litígios, pois muitas vezes o que se vê é que as autoridades em âmbito administrativo possuem maior capacidade técnica para lidar com os casos no entanto não possuem uma estrutura adequada o suficiente para aplicar as sanções devidamente, demonstrando uma ineficiência do Direito Penal e revelando uma relevância apenas simbólica deste,⁸⁵ que precisa, veementemente, ser afastada em sua utilização nos casos concretos, pois, como pensa Sánchez⁸⁶, essa relevância no início funciona, promovendo sensação de segurança, mas depois se mostra ineficaz, descredibilizando o Direito Penal.

E de fato, o que vemos empiricamente, analisando comparativamente julgamentos realizados por julgadores da CVM com julgamentos realizados por julgadores do Poder Judiciário, penalistas, vemos um preparo muito maior por parte dos membros do órgão

⁸³ Ibid.

⁸⁴ Ibid., p. 53.

⁸⁵ Ibid.

⁸⁶ SÁNCHEZ, Jesus-Maria. *Aproximación al derecho penal contemporáneo*. Bosch Editor, 2002.

regulador, com conhecimentos específicos sobre como se desenvolve o Mercado de Capitais na prática e ferramentas próprias que lhes auxiliam.

Os crimes contra o Mercado de Capitais, como fraude, manipulação de mercado, *Insider Trading* e divulgação de informações falsas, podem impactar significativamente não apenas para o investidor ou até mesmo uma companhia, podem prejudicar a economia de um país, uma vez que ao perder a confiança dos investidores, prejudicam a integridade e a eficiência do sistema financeiro como um todo.

Além disso, os crimes contra o Mercado de Capitais podem acarretar consequências sistêmicas, desencadeando pânico financeiro e crises econômicas, como é o caso do *crack* da Bolsa de Valores de Nova York, em 1929, período que perdurou, em média, de 1929 a 1933, e ficou conhecido como “A Grande Depressão”. Em decorrência desta crise, o sistema bancário norte americano recrudescer sobremaneira, restando apenas alguns poucos e pequenos bancos; acabou-se gerando um abrupto aumento no valor dos imóveis, o que é chamado “bolha imobiliária”; além de um expressivo e irregular aumento do endividamento. Entre 1930 e 1933, o Produto Interno Bruto (PIB) dos E.U.A encolheu demasiadamente, e estima-se que a produção industrial caiu 46% e o desemprego aumentou em 25%.⁸⁷

Mais recentemente, em 2008, vimos novamente uma terrível crise eclodir. A Crise Financeira Global de 2008 se deu por conta de uma série de fatores, dentre eles um longo período com taxas de juros insolitamente baixas; problemas na regulação; e um mercado imobiliário crescente e forte, no entanto de forma excessiva e extraordinária, gerando então uma forte bolha imobiliária, dado o aumento dos valores dos imóveis combinado, de forma disfuncional, com a estagnação da renda populacional.

Esta crise imobiliária de 2008 impactou profundamente a economia mundial, reverberando em uma recessão econômica global. Dentre os incomensuráveis danos, destaca-se a queda dos mercados acionários, com baixíssima liquidez, assim como, novamente, como na crise de 1929, a queda da produção industrial, e o expressivo aumento das taxas de desemprego, que, como bem sabemos, reflete diretamente nas condições básicas de vida da população como um todo.

A crise em comento evidenciou como práticas fraudulentas e de manipulação de mercado podem levar a colapsos em larga escala, afetando negativamente as instituições

⁸⁷ STARIOLO, Malena. Nobel de Ciências Econômicas premia estudos sobre resistência do sistema bancário a crises financeiras. Jornal da Unesp, 2022. Disponível em: <<https://jornal.unesp.br/2022/10/10/nobel-de-ciencias-economicas-premia-estudos-sobre-resistencia-do-sistema-bancario-a-crises-financeiras/>>. Acesso em: 29 out. 2023.

financeiras de um determinado país e a economia em escala global, ocasionando fuga de capitais e redução nos investimentos, refletindo um ambiente menos propício ao crescimento econômico e ao desenvolvimento econômico.

A supervisão regulatória mais rigorosa e o respeito às leis se mostram fundamentais para manter a integridade do mercado e restaurar a confiança dos investidores. Ademais, a transparência nas operações realizadas no mercado, a ampla divulgação de informações precisas e a educação dos investidores, conjuntamente a medidas estatais, desempenham papéis cruciais na promoção de um Mercado de Capitais saudável e funcional.

9. DA DOGMÁTICA JURÍDICO-PENAL

Toda a lógica aqui exposta nos remete à sofisticada dogmática do funcionalismo-sistêmico, em âmbito penal, desenvolvida pelo filósofo e professor Günther Jakobs, influenciada pela teoria dos sistemas de Niklas Luhmann, ainda que o recurso direto ao pensamento de Luhmann seja negado por Jakobs. Segundo a mencionada teoria, os sistemas seriam espaços delimitados que possibilitariam a compreensão do todo por meio de uma identidade estrutural, a fim de desvelar aspectos de nossa complexa sociedade.

Para os autores Clarissa Eckert Baeta Neves e Fabrício Monteiro Neves:

Essa complexidade extrema do mundo, nesta forma, não é compreensível pela consciência humana. A capacidade humana não dá conta da apreensão da complexidade, considerando todos os possíveis acontecimentos e todas as circunstâncias no mundo. Ela é, constantemente, exigida demais. Assim, entre a extrema complexidade do mundo e a consciência humana existe uma lacuna. E é neste ponto que os sistemas sociais assumem a sua função. Eles assumem a tarefa de redução de complexidade. Sistemas sociais, para Luhmann (1990), intervêm entre a extrema complexidade do mundo e a limitada capacidade do homem em trabalhar a complexidade.⁸⁸

Celso Campilongo Fernandes⁸⁹, explica a teoria de Luhmann por meio da diferenciação entre sistema e ambiente; ambiente seria a realidade, num sentido mais amplo, que abarcaria tudo, enquanto sistemas seriam, num sentido mais estrito, de unidade, demarcados por diferenciações, de modo a minimizar a complexidade do ambiente.

⁸⁸ NEVES, Clarissa Eckert Baeta; NEVES, Fabrício Monteiro. O que há de complexo no mundo complexo? Niklas Luhmann e a Teoria dos Sistemas Sociais. *Sociologias*, Porto Alegre, v. 8, n. 15, 182-207, jan./jun. 2006, p. 191.

⁸⁹ CAMPILONGO, Celso Fernandes. *Política, sistema jurídico e decisão judicial*. São Paulo: Max Limonad, 2002, p. 66.

A teoria Luhmanniana ainda traz um elemento denominado “função”, que, de acordo com Fabiana Del Padre Tomé⁹⁰, é compreendido como toda ação ou atividade desenvolvida pelo sistema aspirando atingir seus objetivos, cumpridos por meio de determinações estruturais.

A supracitada complexidade da sociedade e consequente incapacidade humana de compreendê-la, por completo e verdadeiramente, faria com que, com as inevitáveis interações humanas, e com os incomensuráveis modos possíveis de agir e reagir perante essas interações, sucedesse uma inquietação do fato de não se saber exatamente o que esperar do outro, tampouco saber o que outro espera de nós, dando origem a um conceito importantíssimo no Direito Penal: o de expectativa.

De acordo com Rogério Greco⁹¹, o conceito de expectativa guarda extrema importância na teoria Luhmanniana, e, para ele, “são as expectativas e as expectativas de expectativas que orientam o interagir dos homens em sociedade, reduzindo a complexidade, tornando a vida mais previsível e menos insegura”. Decorrente dessa lógica, os sistemas surgiram para que as expectativas sejam asseguradas, dentre eles, destaco o Direito, que serve como orientador, apresentando modelos de condutas/comportamentos, e demonstrando quais expectativas se deve ter.

Tal teoria teria orientado a concepção da dogmática de Günther Jakobs, visto que o filósofo compreende que o Direito Penal é um sistema que possui função própria. Na lógica de Jakobs, o principal objetivo de um sistema jurídico seria a busca pela estabilidade das normas no ordenamento jurídico, isso pois, a norma, enquanto fonte para orientar, estabilizar e institucionalizar expectativas sociais, precisa de proteção para evitar fissuras, ou até mesmo seu rompimento por completo.

No entanto, quando a expectativa é rompida, ou seja, quando há infração à norma, é necessário que se deixe claro que, mesmo havendo uma infração, a norma continua válida e deve ser respeitada. Para Jakobs, a existência da pena se dá pela necessidade de reafirmação da validade da norma, visto que a violação pode vir a abalar o sistema e a confiabilidade na eficácia da norma.

É da ideia de expectativa de Luhmann que Jakobs retira inspirações para tecer essa linha de pensamento, e a de que cada pessoa representa um determinado papel na sociedade, no

⁹⁰ TOMÉ, Fabiana Del Padre. A prova no direito tributário. 1ª ed., São Paulo: Noeses, 2005, p. 41-53.

⁹¹ GRECO, Luís. Introdução à dogmática funcionalista do delito – em comemoração aos trinta anos de “Política criminal e sistema jurídico-penal” de Roxin. Revista Brasileira de Ciências Criminais, São Paulo, n. 32, p. 120-163, out./ dez. 2000, p. 139.

sentido de “funções”. As normas então atuariam como padrões ou, de acordo com a terminologia proposta por Jakobs, “standards” de comportamento que têm como propósito guiar as ações dos indivíduos na sociedade, e a avaliação dessas ações ocorre através da análise do cumprimento ou não por parte do indivíduo de seu papel social.

Jakobs, então, constrói o seu conceito de culpabilidade, entendendo que só há imputação quando a conduta violar uma expectativa de alguém com determinado papel, não importando as capacidades da pessoa que atua.

Analisando dogmaticamente essa questão da culpabilidade de forma mais contundente, temos que essa “classificação” da culpabilidade enquanto categoria dogmática originou-se com a discriminação do que seria o injusto, tanto no plano objetivo como no plano subjetivo, realizada por Rudolf Von Lhering, que inclusive, brilhantemente, criou as bases que permitiram a elaboração de conceitos, bem como a divisão dos elementos da teoria em: tipicidade, antijuridicidade e culpabilidade, sendo a culpabilidade já compreendida como originada a partir do mínimo possível de consciência subjetiva, capaz de provocar no sujeito o desejo antijurídico.⁹²

Similarmente, é possível observar uma relação próxima entre a era pós-moderna e os vários questionamentos sobre a importância do conceito de culpabilidade, juntamente com sua regulamentação correspondente.

Assim, Jakobs, influenciado por Weber, compreende a culpabilidade enquanto critério relacionado à subjetividade humana, desenvolvendo então uma ideia de culpabilidade com acréscimo de elementos normativos, deixando de lado critérios individuais e de natureza psicológica.⁹³

Para o referido autor, a culpabilidade material representa a falta de motivação legal por parte do autor. Nessa perspectiva, a punição funcionaria como um instrumento de prevenção predominantemente geral, com o objetivo de assegurar a confiança no sistema jurídico. Assim, a função da pena seria reforçar a aplicação da norma, garantindo sua validade. A reprovabilidade no que tange à culpabilidade, concentrar-se-ia então na falta de “fidelidade” do agente em face do ordenamento jurídico, decorrente da não observação da norma antes de agir.⁹⁴

⁹² RIBEIRO, Thaísa Bernhardt. Culpabilidade e Função: Análise Crítica da Teoria da Culpabilidade de Günther Jakobs. 2014. 284 f. Dissertação (Mestrado em Direito Penal) - Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014. Disponível em: <https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2136/tde-27012015-164106/publico/DISSERTACAO_THAISA_BERNHARDT_RIBEIRO.pdf>. Acesso em 26 out. 2023.

⁹³ Ibid.

⁹⁴ BELO, Warley. Culpabilidade material em Jakobs e Roxin. IBCCRIM, 2011. Disponível em: <<https://www.ibccrim.org.br/noticias/exibir/5246/?>>. Acesso em: 27 out 2023.

De acordo com Baratta⁹⁵, para Jakobs, a pena não teria a função de prevenção de delitos, o que seria a prevenção negativa, mas sim de garantia da vigência da norma, que seria a prevenção positiva, determinante, visto que a essência da dogmática é a violação da norma, puramente; a pena então seria também prevenção-integração no sentido de que sua função primária é testar o reconhecimento da norma, bem como a fidelidade da sociedade em face do Direito. Jakobs acabou por realizar a substituição do conceito de culpabilidade pelo de prevenção geral positiva, e afirmara que a culpabilidade, bem como as exigências de prevenção geral, são “idênticas”.⁹⁶

Bitencourt, por sua vez, afirma, dizendo que “(...) enquanto o delito é negativo, na medida em que infringe a norma, fraudando expectativas, a pena, por sua vez, é positiva na medida em que afirma a vigência da norma ao negar sua infração.”⁹⁷

Debrucemo-nos agora à tratativa da chamada Teoria da Imputação Objetiva. Perpassando brevemente sobre um panorama histórico, temos que diante das críticas realizadas em relação ao absolutismo na Alemanha, após a Segunda Guerra Mundial, caracterizado pela aplicação da *conditio sine qua non*, começaram a aparecer os primeiros sinais da teoria da imputação objetiva, em uma tentativa de converter o nexa causa material em relação jurídica normativa entre conduta e resultado.⁹⁸

Logo, esta teoria tem como objetivo superar o uso da causalidade como único elemento que vincula ação e consequente resultado, para tanto examinando o nexa causal através de uma perspectiva normativa, jurídica.

Há autores que trabalham a Teoria da Imputação Objetiva através de diversos pensadores clássicos, por entender que já haviam indícios da tratativa dessa teoria, ainda que

⁹⁵ BARATTA, Alessandro. Integración-Prevención: Una “Nueva” Fundamentación de la Pena Dentro de la Teoría Sistémica. Neopanopticum, 27 nov. 2005, p. 6 apud NIKITENKO, Viviani Gianine. Funcionalismo-Sistêmico Penal de Günther Jakobs: uma abordagem à luz do Direito Penal mínimo e garantista. Direito em Debate, 2006, p. 127-128. Disponível em: <<https://www.revistas.unijui.edu.br/index.php/revistadireitoemdebate/article/view/688/414>>. Acesso em 13 out. 2023.

⁹⁶ ROXIN, Claus. A culpabilidade e sua exclusão no Direito Penal. Revista Brasileira de Ciências Criminais. São Paulo: Revista dos Tribunais, n. 46, 2004, p. 56

⁹⁷ BITENCOURT, Cezar Roberto. Tratado de Direito Penal: parte geral. 8. ed. São Paulo: Saraiva, 2003. v. 1, p. 86.

⁹⁸ JESUS, Damásio E. Imputação Objetiva, Ed. Saraiva, 2ª edição, 2002, São Paulo, p. 23 apud Revista Jurídica UNIJUS / Universidade de Uberaba, Ministério Público do Estado de Minas Gerais. Vol. 1, n.1, Uberaba, MG, UNIUBE, 1998, p. 38-39. ISSN 1518-8280. Direito. Universidade de Uberaba. Ministério Público do Estado de Minas Gerais.

indiretamente, em suas obras, como é o caso de Platão, Aristóteles, Pufendorf, Hegel, Larenz e Honig.⁹⁹

Na modernidade, a partir da década de 70, destaca-se a perspectiva da imputação objetiva desenvolvida pelo Claus Roxin, que almejava romper paradigmas na responsabilização de delitos materiais, para tanto desassociando a teoria da imputação objetiva de máximas causais, por meio de conclusões pautadas em critérios normativos.

Roxin assevera que a responsabilidade deveria recair sobre o agente apenas no caso de uma ação que gere resultado que possa ser representado, ou seja, previsto, e controlado, manifestando-se então a favor de um “fluxo” causal influenciado pelo elemento volitivo, de acordo com a teoria finalista da ação, ou seja, a vontade seria para a geração de um risco juridicamente relevante.

Assim, tendo como plano de fundo o anteriormente exposto, temos que, para que exista um fato juridicamente típico, é necessária a presença dos seguintes requisitos: conduta que cria risco proibido para a ocorrência do resultado e resultado naturalístico encontrado no âmbito do risco provocado pela conduta.¹⁰⁰

Destaca-se ainda, em contraposição a Roxin, o posicionamento de Günther Jakobs. Dentro do contexto delineado por Jakobs, o Direito Penal aborda a interação das relações sociais, sendo o ilícito, que ele chama de “injusto”, uma manifestação contrária à norma.

A partir da dogmática de Jakobs, a imputação objetiva consiste na ordenação normativa do mundo, baseado em relações de competência. Nesse sistema, a interpretação de cada comportamento é determinada pelo seu contexto social, restando crucial delinear claramente as fronteiras entre as ações consideradas “socialmente aceitáveis” e aquelas que são condenadas pela sociedade.¹⁰¹

A imputação objetiva aqui passa a se basear na análise de um comportamento, estabelecida por critérios estritamente objetivos, levando em conta que somente os comportamentos potencialmente perigosos e possíveis de serem previstos previamente podem ser avaliados penalmente.

⁹⁹ Revista Jurídica UNIJUS / Universidade de Uberaba, Ministério Público do Estado de Minas Gerais. Vol. 1, n.1, Uberaba, MG, UNIUBE, 1998, p. 38-39. ISSN 1518-8280. Direito. Universidade de Uberaba. Ministério Público do Estado de Minas Gerais.

¹⁰⁰ Ibid., p.39.

¹⁰¹ Ibid., p.43

As normas então, para Jakobs, seriam o que ele chama de “*standards*”, ou seja, “padrões”, de comportamentos que orientam as condutas sociais bem como as valoram através do cumprimento ou não do papel social.¹⁰²

Logo, o principal objetivo da Imputação Objetiva na visão de Jakobs é imputar ao agente a responsabilidade por suas condutas delituosas que decorrem da violação das expectativas inseridas ao seu papel social, não sendo relevante as capacidades pessoais dos agentes, mas sim as capacidades potenciais do portador de um papel, ou seja, esses indivíduos acabam por ocupar diversas posições/papéis sociais, a depender do contexto em que estão inseridos. Esses indivíduos são chamados de “intercambiáveis” por Jakobs.¹⁰³

Outrossim, Jakobs indica fundamentos que tornam possível a realização da imputação, sendo eles: violação da norma; infração do dever extrapenal; defraudação do rol; quebra das expectativas sociais; imputação valorativa integradora.

Em seguida, Jakobs aponta quatro critérios jurídico-penais fundamentais para a imputação:

- i) Risco Permitido: seriam os riscos inerentes aos arranjos sociais. Visto que é impossível pensar uma sociedade sem riscos, alguns destes riscos precisam ser permitidos pelo ordenamento jurídico, e até mesmo naturalizados;
- ii) Princípio da Confiança: esse princípio parte do pressuposto de que, em geral, socialmente, as pessoas possuem responsabilidades e agem de acordo com as normas, de modo a evitar danos a outrem. Tem-se aqui a ideia de que não seria necessária uma constante vigilância partindo da confiança de que o outro está cumprindo devidamente seu papel enquanto cidadão;
- iii) Proibição de Regresso: o critério dispõe que quem estabelece com outro um contato inofensivo, ou seja, não viola o seu papel, não pode ser responsabilizado por um comportamento futuro realizado por este, mesmo que seja uma atividade não permitida;
- iv) Comportamento da vítima: este instituto considera o comportamento da vítima no momento do cometimento do ilícito, considerando eventual atitude da vítima que possa ter colaborado com a lesividade ou ainda se o que houve foi algum tipo de infortúnio o que acometeu a vítima. Não se trata apenas do dever de não danificar, aqui se analisa se

¹⁰² Ibid.

¹⁰³ JAKOBS, Günther, A imputação objetiva no Direito Penal, Trad. André Luis Callegari, RT., 2000, p. 20 apud Revista Jurídica UNIJUS / Universidade de Uberaba, Ministério Público do Estado de Minas Gerais. Vol. 1, n.1, Uberaba, MG, UNIUBE, 1998, p. 43. ISSN 1518-8280. Direito. Universidade de Uberaba. Ministério Público do Estado de Minas Gerais.

o sujeito, a vítima, não deveria ter empreendido condutas a fim de evitar o risco não permitido.

Um dos principais objetivos das diversas manifestações do Funcionalismo, especialmente no que tange ao recorte normativo, é evitar a prática comum de resolver todos os casos predominantemente com base na análise do dolo e da culpa. Por essa razão, a Teoria da Imputação, desenvolvida pelas duas principais correntes funcionalistas, tratadas acima, concentra-se no aspecto objetivo, procurando estabelecer critérios robustos neste domínio, antes de adentrar na análise do dolo e da culpa propriamente. Isso enfatiza a importância dos critérios anteriormente mencionados.

A dogmática de Jakobs é sujeita a algumas objeções, bem como é contrária, inclusive, ao que pensam alguns autores, como Eugenio Raúl Zaffaroni e o já tratado Claus Roxin¹⁰⁴.

Eugênio Raúl Zaffaroni, contrariamente à concepção acerca de qual papel a pena desempenha idealizada por Günther Jakobs, em sua obra com José Henrique Pierangeli, compreendem que a pena, no momento em que cumpre apenas função simbólica:

(...) é irracional e antijurídica, porque se vale de um homem como instrumento para a sua simbolização, o usa como um meio e não como um fim em si, “coisifica” um homem, ou, por outras palavras, desconhece-lhe abertamente o caráter de pessoa, com o que viola o princípio fundamental em que se assentam os direitos humanos.¹⁰⁵

Para Claus Roxin, o Funcionalismo Teleológico-Valorativo, critica a instrumentalidade do sistema penal trazida por Jakobs, apesar de também entender que o Direito Penal possui aspecto funcional. Roxin entende que, diferente de como pensa Jakobs, e com base no que pensa Immanuel Kant acerca da dignidade da pessoa humana, “(...) a instrumentalização do indivíduo que serve apenas como instrumento dos interesses sociais de estabilização” viola a dignidade da pessoa humana.”¹⁰⁶

A teoria na perspectiva de Jakobs pode até mesmo ser compreendida como reducionista e próxima de uma arbitrariedade, mas, indubitavelmente, Jakobs realiza importante e contundente reflexão ao aduzir que a sanção penal se trata de um mecanismo de manutenção

¹⁰⁴ ZAFFARONI, Eugenio Raúl; PIERANGELI, José Henrique. Manual de Direito Penal brasileiro: parte geral. 2. ed. São Paulo: Revistas dos Tribunais, 1999, p. 108.

¹⁰⁵ ROXIN, Claus. Derecho penal: parte general. Tradução de Diego-Manuel Luzón Peña, Miguel Díaz y García Conlledo e Javier de Vicente Remesal. Madri: Thomson Civitas, 2006. T. 1: Fundamentos. La Estructura de la Teoría del Delito, tomo 1, p. 806

¹⁰⁶ Ibid.

das expectativas de que as normas não sejam violadas, talvez mais do que para a proteção de bens jurídicos em si.

Por conseguinte, é essencial a verificação, empiricamente, da violação normativa para imputar a autoria de um ilícito a alguém, sobretudo em determinados tipos penais, como o *Insider Trading*, em que é mais difícil a imputação ao nível objetivo, bem como identificar o dolo e culpa, dadas as peculiaridades inerentes aos crimes próprios do ambiente do Mercado de Capitais.

Nesse sentido, no que tange à análise dos elementos para imputação, Jakobs nos apresenta uma visão normativa acerca dos elementos pessoais do dolo e da culpa. Para o autor, o elemento vontade não é compreendido como aquele psicológico comumente visto, mas sim normativo, segundo o qual a conduta do agente exterioriza o resultado produzido no mundo fático.

Ou seja, nessa perspectiva teórica, não se leva em consideração se o indivíduo deliberou sobre gerar o risco ou arrependeu-se de o causar, apenas se elucubra se sua conduta extrapolou os limites do risco e, portanto, deu causa conscientemente ao resultado. E, como é possível observar no decorrer deste trabalho, essa teoria normativa faz muito sentido quando pensamos o contexto dos crimes cometidos no ambiente do Mercado de Capitais.

Utilizar os critérios de imputação delitiva do funcionalismo-sistêmico de Jakobs para os crimes cometidos no ambiente do Mercado de Capitais, sobretudo no que concerne ao *Insider Trading*, demonstra-se mais acertado, já que não temos aqui um bem jurídico tão óbvio como, por exemplo, no crime de homicídio, em que o bem jurídico tutelado é a vida. Nos crimes no âmbito do Mercado de Capitais, o que temos é o rompimento de uma expectativa de pleno funcionamento no mercado, de regularidade, ou ainda de possibilidade de se confiar nas diretorias das Companhias emissoras de valores mobiliários.

Dessa forma, na perspectiva normativa de Jakobs, o real bem jurídico tutelado por esses tipos penais, como o *Insider Trading*, seria a norma, o respeito ao conteúdo da norma, pura e simplesmente. Mas, de acordo com a análise desenvolvida no presente trabalho, podemos ainda dizer, àqueles que ainda assim buscam um bem jurídico específico, que neste caso dos crimes cometidos no ambiente do Mercado de Capitais, especialmente o *Insider Trading*, o principal bem jurídico tutelado é a informação, a “saúde” da informação.

Com seu funcionalismo-sistêmico, Jakobs busca a redução da insegurança que emerge com a intensificação das reações humanas e das complexidades que permeiam as experiências e vivências anêmicas, uma vez que uma simples análise criminológica, partindo apenas do

dolo e da culpa, simplesmente, não são suficientes para abarcar as complexidades axiológicas de nossa sociedade e suas relações.

10. INSIDER TRADING

Majoritariamente, temos doutrina, jurisprudência e senso comum convergindo na opinião de que os crimes contra o Mercado de Capitais são prejudiciais por inúmeras razões, dentre elas o fato de que, como já abordado neste trabalho, esses crimes podem afetar diretamente as finanças e os investimentos de pessoas físicas, comuns, como é o caso de investidores individuais e pequenos acionistas, levando-os à perdas financeiras significativas e, em algumas circunstâncias, irreversíveis. Isso resulta na diminuição da confiança no sistema financeiro e no mercado de investimentos como um todo no país.

Outrossim, os crimes contra o Mercado de Capitais, em sua maioria, frequentemente envolvem comportamentos fraudulentos, como no caso do nosso objeto de estudo aqui, o *Insider Trading*, em que se tem uma negociação baseada em informações privilegiadas.

Essas práticas distorcem a realidade e violam a integridade e a transparência do mercado, criando uma vantagem injusta e desleal para determinados participantes, de modo a prejudicar os investidores menores, menos informados, e menos influentes.

Tais crimes geram um impacto negativo na economia como um todo, sobretudo quando são generalizados ou sistemáticos, podendo desencadear crises financeiras e instabilidades que afetam não apenas o Mercado de Capitais, como já vimos.

Porém, no que concerne ao tipo penal do *Insider Trading* (uso indevido de informações privilegiadas), temos parte, ainda que reduzida, da literatura estrangeira defendendo a legalidade do *Insider Trading*.

Essas correntes que se posicionam em defesa da legalidade da utilização de informação privilegiada, de acordo com Ana María Pietro Del Pino¹⁰⁷, decorre da Escola de Chicago. Para os defensores dessa corrente, não são todas as operações envolvendo o uso de informações privilegiadas que seriam benéficas para o Mercado de Capitais. Para eles, ela só seria benéfica ao todo nos casos em que a informação fosse empregada pelos sujeitos que lhe aplicassem de forma mais eficiente. E, aqui, a autora faz alusão ao já abordado aspecto mercadológico atribuído às informações, para ela, a informação se mostra como o único mecanismo de

¹⁰⁷ PRIETO DEL PINO, Ana María. *El Derecho Penal ante el uso de información privilegiada en el mercado de valores*. Navarra: Editorial Arazandi, 2004 apud ALONSO, Leonardo. Crimes Contra o Mercado de Capitais, 2010, p. 54. Disponível em: <https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2136/tde-07052010-075537/publico/Dissertacao_Completa_Leonardo_Alonso.pdf>. Acesso em: 20 out. 2023.

remuneração que consegue compensar de forma satisfatória, proveitosamente, o trabalho dos empreendedores de uma companhia emissora no mercado de valores mobiliários.¹⁰⁸

Para Monroy Antón, os argumentos utilizados pelos defensores do uso de informação privilegiada seriam:

- i) os proveitos obtidos com o uso da informação privilegiada são produto de uma maior inventividade ou astúcia de quem as obtém e utiliza, e, portanto, os agentes têm o direito a estes; i) a atuação dos insiders não provoca qualquer quebra de estabilidade econômica aos investidores, ninguém resultaria efetivamente prejudicado;
- ii) essa atuação fomenta a livre formação dos preços e ajuda para que os valores adquiram seu valor econômico real;
- iii) se evita altas e baixas súbitas nos mercados de valores mobiliários, pois se está antecipando de forma progressiva a variação que sofrerão os títulos quando a informação chegue de forma extensiva ao resto dos participantes do mercado;
- iv) a utilização de informação privilegiada estimula a atividade empresarial dos diretores e administradores das companhias emissoras;
- v) a desigualdade entre investidores é uma característica intrínseca ao mercado de valores mobiliários, motivo pelo qual não haveria razão para a proibição do *insider trading*.¹⁰⁹

No entanto, contrariamente ao que essa minoria teórica argue, acertadamente uma segunda corrente vem argumentando no sentido de que não podemos desconsiderar que há: necessidade de se preservar os investidores, aplicando para tanto o princípio da igualdade entre eles; necessidade de uniformização, em certa medida, dos mercados internacionais; bem como a promoção de desconfiança no mercado, impactando negativamente na criação e novos elementos, e mais.

Existem ainda os defensores de um Mercado de Capitais autorregulado, que se trataria da completa ausência de regulação por parte do mercado, mas haveria um maior protagonismo da autorregulação, sendo obstada a ingerência do Poder Público em razão do próprio mercado estar lidando com os fatores que ameaçam o seu funcionamento.

Otávio Yazbek, sobre essa autorregulação, aduz o seguinte:

¹⁰⁸ PRIETO DEL PINO, Ana María. *El Derecho Penal ante el uso de información privilegiada en el mercado de valores*. Navarra: Editorial Arazandi, 2004, p.42, apud ALONSO, Leonardo. Crimes Contra o Mercado de Capitais, 2010. Disponível em: <https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2136/tde-07052010-075537/publico/Dissertacao_Completa_Leonardo_Alonso.pdf>. Acesso em: 20 out. 2023.

¹⁰⁹ MONROY ANTÓN, Antônio J. El delito de abuso de información privilegiada en el mercado de valores. Madrid: DIJUSA, 2006, p. 65-66 apud ALONSO, Leonardo. Crimes Contra o Mercado de Capitais, 2010. Disponível em: <https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2136/tde-07052010-075537/publico/Dissertacao_Completa_Leonardo_Alonso.pdf>. Acesso em: 20 out. 2023.

Trata-se, assim, de uma regulação ‘artificial’, imposta, ainda que o seja pela própria coletividade dos agentes regulados. Evidencia-se, com isso, o segundo aspecto da auto-regulação, o fato de ela resultar de uma organização coletiva que impõe uma ordem, um conjunto de regras ou procedimentos a seus membros – ela não nasce do conjunto de operações, mas de uma estrutura que se destaca daquelas operações e dos agentes que as realizam e que, sobre eles, deverá atuar. Por fim, do até aqui exposto ressalta também, o caráter extra-estatal da auto-regulação, que é desenvolvida por órgãos coletivos privados.¹¹⁰

Assim, Yazbek a justificativa para a autorregulação do Mercado de Capitais então se daria pela proximidade da atividade regulada e a maior compreensão sobre como ela se dá. No Brasil, de certa forma isso já ocorre, vez que as bolsas participam da regulação do Mercado de Capitais, apesar de o sistema brasileiro, normativamente inclusive, ter estabelecido um mercado regulado.

Em suma, tais teorias foram mencionadas a fim de demonstrar que, por exemplo, caso o nosso sistema fosse completamente autorregulado, poderia surgir uma compreensão “interna” de que determinados tipos penais em verdade podem ser lícitos, a depender do caso concreto, como vimos que dispõem algumas correntes, dando margem à insegurança jurídica, além de violações, como do já mencionado princípio da igualdade/isonomia.

Passemos agora a analisar o tipo penal propriamente dito. O crime de uso indevido de informação privilegiada, o famoso *Insider Trading*, de acordo com vários autores, tem como precedente a, já aqui tratada, a crise de 1929, também conhecida como “A Grande Depressão” que alertou o mundo para alguns comportamentos problemáticos, pendentes de regulamentação, no Mercado de Capitais, que poderiam ser evitados. Assim, originou-se a Diretiva nº 2014/57, que trouxe algumas previsões do que poderia vir a constituir crimes como o de transmissão de informação privilegiada.

De acordo com Cezar Roberto Bitencourt¹¹¹, é o tipo penal que incrimina “[...] o uso indevido de informação desconhecida no mercado”, e está previsto no artigo 27-D da Lei nº 6.385/1976, graças ao acréscimo realizado pela Lei nº 10.303/2001.

Como supracitado, há correntes que defendem a legalidade dessa conduta, no entanto, o Brasil adotou a tendência internacional, portanto criminalizando a conduta. Porém, diferente de como prevê alguns outros ordenamentos jurídicos europeus, por exemplo, o brasileiro restringiu a possibilidade de titularidade do crime apenas aos titulares do dever de sigilo sobre

¹¹⁰ YAZBEK, Otávio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, p. 208-209.

¹¹¹ BITENCOURT, Cezar R. Crimes contra o sistema financeiro nacional e contra o mercado de capitais. São Paulo: Editora Saraiva, 2023, p. 211. *E-book*. ISBN 9786555598896. Disponível em: <<https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9786555598896/>>. Acesso em: 20 set. 2023.

dado relevante, enquanto a legislação de alguns países do referido continente estendem a responsabilização ao sujeito ativo não qualificado.¹¹²

No que tange ao bem jurídico tutelado por este tipo penal, Cândido Albuquerque e Sérgio Rebouças apontam o seguinte:

O bem jurídico tutelado na norma incriminadora do uso de informação privilegiada diz respeito à higidez, à transparência de informações, à confiabilidade, à estabilidade de funcionamento e, em particular, à isonomia no âmbito do mercado de capitais. Como sintetiza Martínez-Buján Pérez, ao comentar o tipo correspondente definido no Código Penal espanhol (art. 285), trata-se de um objeto jurídico supraindividual difuso, que consiste no correto funcionamento do mercado de valores, caracterizado pelo respeito ao princípio da igualdade de oportunidades entre os investidores.¹¹³

Vemos então que o bem jurídico aqui tutelado transcende o nível individual, embora seja difuso, e se refere à adequada operação do mercado financeiro, destacando a importância de garantir igualdade de oportunidades para todos os investidores por meio do “princípio da igualdade de oportunidades”.

Como já exposto reiteradas vezes neste trabalho, resta incontestável que a utilização inapropriada de informações confidenciais com o intuito de obter vantagens às custas de terceiros, quando analisada isoladamente, ameaça o mercado, violando a segurança e credibilidade do mesmo.

A doutrina brasileira não é pacífica quanto a quais seriam os bens jurídicos tutelados pelo crime de *Insider Trading*, no entanto, demonstra-se mais acertada a perspectiva que considera uma multiplicidade de fatores, sendo eles a transparência, a segurança, a integridade, a estabilidade do mercado e a confiança dos investidores. Isso pois, o Mercado de Capitais se trata de um espaço repleto de peculiaridades, e o tipo penal do Insider, por si só, já traz uma série de complexidades, de modo que, ao considerar apenas um ou outro elemento, estar-se-ia desconsiderando tais complexidades inerentes ao tipo penal.

Passemos agora para uma análise sobre quais sujeitos figuram os polos ativos e passivos do tipo penal de uso indevido de informação privilegiada, o *Insider Trading*.

¹¹² Ibid.

¹¹³ ALBUQUERQUE, José Cândido Lustosa de Bittencourt; REBOUÇAS, Sérgio Bruno Araújo. Crimes contra o sistema financeiro nacional. São Paulo: Tirant lo Blanch, no prelo. apud BITENCOURT, Cezar R. Crimes contra o sistema financeiro nacional e contra o mercado de capitais. São Paulo: Editora Saraiva, 2023. *E-book*. ISBN 9786555598896. Disponível em: <<https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9786555598896/>>. Acesso em: 20 set. 2023.

No tocante ao sujeito ativo, temos que só poderá figurar no polo ativo deste tipo penal aquele que tenha o condão de receber de forma privilegiada determinada informação importante neste contexto. Assim, quando pensamos a estrutura de uma companhia, e como hierarquicamente elas funcionam, observamos que podem então, via de regra, receber informações privilegiadas: os acionistas controladores, os membros do conselho de administração e do conselho fiscal, os diretores, e os membros dos órgãos que desempenham atividades técnicas ou consultivas dentro de uma empresa.

Esses sujeitos detém o dever de sigilo sobre fatos relevantes, por força da antiga redação legal do artigo 27-D da Lei nº 6.385/76, e do atual §2º da redação atualizada deste dispositivo.

Nesse sentido, importante ponto é suscitado por Cezar Bitencourt¹¹⁴. O autor nos rememora que, além desse rol de sujeitos supracitados, que normalmente acessam informações privilegiadas sobre determinado fato relevante, outros sujeitos tangenciais podem vir a ter conhecimento desse tipo de informação, e, eventualmente vir a transgredir a norma penal em comento e cometer o delito do artigo 27-D, como é caso dos funcionários em pleno exercício de cargos na cúpula de administração das empresas; motivo pela qual também possui o dever de sigilo e de não utilizar dessas informações de forma indevida.

A Resolução da CVM de nº 44 aduz, em seu artigo 8º, no que concerne ao dever de guardar sigilo:

Art. 8º. Os 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 companhia, devem 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.

Não obstante, importante frisar que, para ser um sujeito ativo no cometimento do tipo penal do *Insider Trading*, necessariamente o indivíduo precisa ter conhecimento de informação ou notícia sensível sobre fatos relevantes da empresa ou do mercado sobre a negociação de valores mobiliários ainda não publicizada, e esse conhecimento pode ter se dado direta ou indiretamente.¹¹⁵

Dessarte, aqui vemos sendo respondida a questão suscitada anteriormente neste trabalho, sobre a situação dos influenciadores digitais, os “blogueiros”, que falam sobre Mercado de Capitais, negociação de valores mobiliários, dão “dicas” sobre quais as melhores

¹¹⁴ BITENCOURT, op. cit., p. 212.

¹¹⁵ Ibid.

ações para se investir, passando informações sobre as companhias ou ainda, como tem sido comum, especulam cenários, espalham informações falsas ou sem respaldo algum das companhias, não observando às normas da CVM, de modo a demonstrar, supostamente, um conhecimento sobre informações que podem alavancar ou destruir os seus investimentos, gerando uma movimentação bursátil completamente fictícia, com base em informações deturpadas ou falsas.

Esse excesso de fontes teoricamente informativas, não mapeadas pelos órgãos regulatórios, faz com que se torne ainda mais difícil identificar quais os vícios que podem estar inseridos nas informações divulgadas, ou seja, quais os problemas dessa informação, se trata-se de informação falsa, informação incompleta, informação obscura, informação sem respaldo da CVM ou ainda informação sem lastro documental.

Logo, o que observamos é que é extremamente comum haver rumores e especulações no Mercado de Capitais, e, desse modo, não resta possível culpabilizar/imputar o crime de *Insider Trading* a todos aqueles que divulgarem informações e, eventualmente, provocarem movimentações na bolsa de valores impactando no mercado. Isso porque, para o conhecimento da informação privilegiada relativa ao fato relevante, deve ser decorrente de sua função, durante seu exercício empresarial, e ainda no mercado imobiliário¹¹⁶.

A obrigação de manter sigilo, elemento fundamental desse crime, caracterizava-o como delito especial, porque era atribuído apenas aos indivíduos obrigados a manter em sigilo informações que obtiveram no exercício de suas atividades, funções ou posição de acesso a "informações privilegiadas".

Porém, com a vigência da Lei nº 13.506/2007 e as alterações que esta promoveu no artigo 27-D, a obrigação de sigilo foi retirada do *caput* e deslocada para o §2º, e, de acordo com Cezar Roberto Bitencourt, o tipo penal em comento, equivocadamente, deixou de ser crime próprio e passou a ser crime comum; ponto esse controvertido na doutrina, inclusive. Essa alteração implicou não somente na classificação do tipo penal, como também na forma como se aplicam as sanções a ele, enfraquecendo a norma e retirando sua especificidade, agora, se autores ou coautores utilizarem indevidamente informações privilegiadas ainda não divulgadas ao público, violando o dever de sigilo, incidirá a majorante do § 2º do art. 27-D. Já a nova redação do §1º ampliou o rol incriminatório, passando a criminalizar o repasse de

¹¹⁶ Ibid.

informações sigilosas obtidas no contexto do cargo ou atividade desenvolvida para o emissor de valores mobiliários ou por conta de relação comercial, profissional ou de confiança.¹¹⁷

A consciência nesse tipo penal possui extrema importância, uma vez que, para que um sujeito seja imputado no crime de *Insider Trading*, ele precisa saber que a informação com a qual está tendo conhecimento é potencialmente influente e tem relevância na negociação de um ativo mobiliário, e que esta ainda não foi divulgada. Outra possibilidade de configuração do *Insider* se dá por concurso eventual de pessoas, como prevê o artigo 29 do Código Penal:

Art. 29. Quem, de qualquer modo, concorre para o crime incide nas penas a este cominadas, na medida de sua culpabilidade.

§ 1º - Se a participação for de menor importância, a pena pode ser diminuída de um sexto a um terço.

§ 2º - Se algum dos concorrentes quis participar de crime menos grave, ser-lhe-á aplicada a pena deste; essa pena será aumentada até metade, na hipótese de ter sido previsível o resultado mais grave.

Ainda sobre o concurso eventual de pessoas, há que se dizer que neste tipo penal facilmente essa hipótese se configura, sobretudo na modalidade de coautoria¹¹⁸, dado o caráter coletivo das decisões no âmbito das companhias que estão inseridas no Mercado de Capitais, que se demonstra, por exemplo, pelas decisões mais importantes, que, via de regra, são tomadas em assembleias compostas por diretores, conselheiros, ou outros, o que faz com que as informações privilegiadas acabem sendo de conhecimento de todos aqueles que as compõem.

Um exemplo de *Insider Trading* trazido por José Carlos Tórtima, extremamente explicativo, é o fato de o Comitê de Política Monetária (COPOM) ter o dever de sigilo por conta de sua influência direta e imediata no mercado, de modo que, se alguma daquelas autoridades que formam o Comitê se utilizar da informação obtida naquele contexto em proveito próprio na negociação de valores mobiliários, ainda que por meio de outrem, estar-se-ia configurada a prática do crime de *Insider Trading*.¹¹⁹

Outrossim, quanto aos sujeitos passivos, sabemos que são aqueles titulares do bem jurídico tutelado, quando é possível identificá-lo, vez que, existe uma dificuldade substancial em identificar quem sofreu danos decorrentes de crimes contra o Mercado de Capitais,

¹¹⁷ Ibid.

¹¹⁸ Ibid.

¹¹⁹ José Carlos Tórtima, Crimes contra o sistema financeiro nacional, 2. ed., Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2009, p. 180 apud BITENCOURT, Cezar R. Crimes contra o sistema financeiro nacional e contra o mercado de capitais. São Paulo: Editora Saraiva, 2023, p. 213. E-book. ISBN 9786555598896. Disponível em: <<https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9786555598896/>>. Acesso em: 20 set. 2023.

sobretudo no caso do *Insider Trading*. Porém, o que se observa empiricamente é que esse tipo de delito afeta a coletividade, dado o impacto que causa no funcionamento do mercado de valores mobiliários como um todo.

Bitencourt, por sua vez, compreende que em crimes como este, que tutelam interesses coletivos, o Estado é o principal sujeito passivo, via de regra, seguido dos indivíduos eventualmente afetados e, em segundo plano, os investidores.¹²⁰

Sendo assim, em suma, temos que o crime de uso indevido de informação privilegiada, ou seja, *Insider Trading*, consiste na ação em que uma informação relevante, a qual é obtida de forma antecipada, é utilizada em negociações de valores mobiliários para se obter vantagens indevidas. Porquanto, se o uso dessa informação privilegiada se der em outros contextos que não o de negociação de valores mobiliários, a fim de indevidamente obter vantagem de natureza econômica, não se perfaz o tipo penal tratado em comento.

Importante dessa maneira delinear o conceito de “informação privilegiada”. Como já dito anteriormente, trata-se daquela informação de caráter relevante, porém que ainda não divulgada ao mercado. Sobre esse “privilégio” da informação, à luz do que dispõe Bitencourt, temos:

São três circunstâncias especiais que atribuem o aspecto de privilegiada à informação: (i) a sua relevância; (ii) a circunstância pessoal ou funcional que permite o acesso privilegiado à informação; (iii) o conhecimento que o agente teve de dado ainda não divulgado ao mercado. Trata-se de elemento normativo do tipo, que demanda a devida valoração técnico-dogmática.¹²¹

Ou seja, se analisarmos bem, o elemento central desse tipo penal é a informação, e a forma como a mesma será utilizada por determinado grupo, que é composto por aqueles que possuem acesso a informações sensíveis, ainda não divulgadas publicamente, e que podem impactar diretamente o mercado mobiliário. Eis então o ponto fulcral deste trabalho, analisar a relevância das informações na contemporaneidade, observar como as informações têm impactado nosso cenário atual e, sobretudo, como as informações possuem um papel imprescindível no âmbito dos crimes no Mercado de Capitais, especialmente no *Insider Trading*.

Nesse contexto, retomando o que foi dito em outro tópico deste trabalho, a informação então demonstra ter ganhado um caráter mercadológico, ou seja, passou a ser valiosa, sendo capaz de gerar lucro e influenciar decisões individuais e coletivas, além de servir como

¹²⁰ BITENCOURT, op.cit.

¹²¹ Ibid, p. 218.

ferramenta para se obter vantagens de ordem financeira ilícitas, como é o caso aqui, em que a informação é utilizada para se obter vantagens ilícitas na negociação de ativos mobiliários, violando completamente a paridade de oportunidades entre os investidores.

Existe ainda a Organização Mundial das Comissões de Valores Mobiliários (IOSCO)¹²², criada em 1983, que atualmente engloba representantes de mais de 100 países, abrangendo praticamente toda a capitalização do mercado global de valores mobiliários.

Essa organização emergiu como o principal fórum internacional para as autoridades reguladoras de mercados de valores e derivativos, e hoje é amplamente reconhecida por ser o principal definidor de padrões internacionais no campo do Mercado de Capitais. A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) atua como membro fundador da IOSCO e participa ativamente em diversos comitês, grupos de trabalho e no Conselho Diretivo (IOSCO Board). Em 2002 foi criado o Memorando Multilateral da IOSCO (MMoU), que tornou-se o principal instrumento de cooperação em investigações para fins de aplicação regulatória. A CVM aderiu plenamente a esse acordo em 2009.¹²³

Assim, além de todo o já exposto sobre o crime de *Insider Trading*, faz-se ainda a divisão entre *Insider* Primário e *Insider* Secundário no ordenamento jurídico brasileiro. Essa classificação se faz necessária, uma vez que a CVM a utiliza para realizar seus julgamentos.

A IOSCO compreende como *Insider* primário os indivíduos que possuem acesso à informação privilegiada por conta do cargo ou função que ocupam, e que detêm a consciência de que tal informação é de caráter relevante.

O *Insider* Primário está previsto no artigo 8º e no artigo 13 da Instrução da CVM nº 358/02, artigos estes que inseriram os administradores, os conselheiros e diretores da companhia, no artigo 145 da Lei nº 6.404/76; os membros de órgãos criados por estatuto de companhias para funções de aconselhamento e administração, no artigo 160 da Lei nº 6.404/76; integrantes do Conselho Fiscal, no artigo 165 da Lei nº 6.404/76; os subordinados ou terceiros de confiança dos profissionais anteriormente citados, no artigo 155, §2º, da Lei 6.404/76; e os acionistas controladores, no artigo 116-A da Lei nº 6.404/76 e artigo 22, §1º, V, da Lei nº 6.385/76.

Já o *Insider* Secundário está previsto no artigo 155, §4º, da Lei nº 6.404/76, e este dispositivo prevê que os *Insiders* Secundários são aqueles que obtêm informações

¹²² ORGANIZAÇÃO MUNDIAL DAS COMISSÕES DE VALORES MOBILIÁRIOS (IOSCO). *Insider Trading – How Jurisdictions Regulate It*. Mar. 2003. 24 p. Disponível em: <<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD145.pdf>>. Acesso em: 08 out. 2023.

¹²³ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). *Organizações internacionais: IOSCO*. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/menu/internacional/organizacoes/iosco.html>>. Acesso em: 08 out. 2023.

privilegiadas por meio de *Insiders* Primários, ou seja, têm contato com as informações de forma indireta. De acordo com o art. 155, §1º, da Lei nº 6.404, e o artigo 27-D, *caput*, da Lei nº 6.385/76, diferentemente dos Primários, os *Insiders* Secundários não possuem o dever de sigilo. Além disso, eventualmente, esses sujeitos não têm consciência da relevância da informação, o que pode retirar a presunção relativa de ilicitude no que concerne ao compartilhamento desse tipo de informação.

Para o contexto do Direito Penal, uma informação apenas será considerada relevante caso seja usada antes de sua divulgação no mercado, já que, como dito em anteriormente neste trabalho, no Mercado de Capitais, os fatos relevantes que possuem o potencial de exercer influência sobre a decisão dos investidores precisam ser comunicados de forma pública, respeitando sempre o princípio da transparência, como dispõe a Instrução da CVM nº 358/2002.

A referida Instrução Normativa da CVM, em seu artigo 2º, dispõe:

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

No que concerne à temporalidade, a informação é relevante para a esfera penal apenas se for utilizada em benefício próprio (ou de outrem) antes da ampla divulgação ao mercado; ampla divulgação compreende publicação em jornais de grande circulação ou ainda por meio da internet, desde que a informação completa seja disponibilizada. Essa divulgação, como é pacífico na doutrina e na jurisprudência, deve sempre observar o princípio da transparência, assim como deve ser realizada em uma linguagem adequada ao nível de sofisticação dos investidores, de forma clara e mais exata possível. Não seguindo as determinações da norma administrativa quanto à essas regras, a CVM pode ainda solicitar a correção, aditamento ou ainda a republicação da informação que trate de ato ou fato relevante.

Surge ainda uma questão na doutrina, que diz respeito a modalidade omissiva no crime de *Insider Trading*. De acordo com Bitencourt¹²⁴, há especialistas que compreendem que o tipo penal em comento deixa uma expressiva lacuna ao não criminalizar a forma omissiva do *Insider*

¹²⁴ BITENCOURT, op. cit.

Trading. Essa omissão se configuraria nos casos em que a pessoa, por ter tido conhecimento de informação sigilosa relevante, deixou de negociar determinados valores mobiliários, obtendo assim vantagens desleais. No entanto, para a doutrina majoritária, a conduta nessa modalidade demonstra-se atípica.

Assim, no *Insider Trading* não há como criminalizar uma eventual omissão, já que, por sua natureza, a previsão legal ao fazer isso estaria sendo injusta por forçar eventual agente a uma situação de impasse, sem conseguir evitar um resultado inevitável; esse impasse doutrinário expõe mais uma complexidade do tipo penal em comento.

Outro ponto discutido no âmbito da doutrina é o atinente a se o crime de *Insider Trading* é um crime de resultado. Cezar Roberto Bitencourt assim como a maior parte da doutrina contemporânea, acertadamente, compreendem o seguinte:

A negociação com informação privilegiada, descrita neste tipo penal, deve ser capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida. No entanto, exige-se apenas a potencial capacidade de produção de vantagem indevida ao agente, pois o crime não é de resultado e por isso não pressupõe o aferimento de benefício patrimonial.¹²⁵

A luz do que dispõe o referido autor, temos que o crime de *Insider Trading* é um crime de perigo abstrato, e para a configuração do mesmo é necessária apenas a potencialidade lesiva da informação privilegiada utilizada para, indevidamente, negociar valores mobiliários, independentemente da obtenção da vantagem, mas somente do dolo de obtê-la por esses meios fraudulentos.¹²⁶

Sobre erro de tipo, preliminarmente, vale discorrermos brevemente sobre o que se trata “erro de tipo”. O Erro de tipo, disciplinado pelo artigo 20, *caput*, do Código de Processo Penal, é aquele em que o agente comete um ilícito por desconhecer elemento objetivo ou subjetivo do tipo penal, nessa situação o agente pratica uma conduta típica, mas sem representar/ter consciência de todos os elementos de determinado tipo penal; é uma falsa percepção da realidade. O erro de tipo retira a culpabilidade do agente, por ele, apesar de cometer a ação, não sabia que se trata de um ato ilícito.

Já o erro de proibição, por outro lado, refere-se à compreensão da ilicitude de um determinado comportamento. Nesse caso, o agente, enganado, acredita que sua conduta é permitida, quando, em verdade, ela é proibida, ou seja, o agente acha que a conduta proibida é permitida, há um erro de representação.

¹²⁵ Ibid., p. 224.

¹²⁶ Ibid., p. 227.

Nos crimes contra o Mercado de Capitais também pode ocorrer erro de tipo ou erro de proibição, sendo este último mais raro. No caso do crime de *Insider Trading*, o erro de tipo, por exemplo, podia ser no sentido de alguém receber uma informação que pensa ser relevante, negociar valores mobiliários com base nisso, e, em verdade, a informação ser irrelevante; outra hipótese seria agir acreditando que determinada informação relevante já foi amplamente divulgada, porém ela ainda não ter sido.

Por fim, sobre as sanções aplicáveis ao crime de uso indevido de informação privilegiada, *Insider Trading*, temos que aplicam-se as penas de reclusão e de multa. A pena pode variar de um a cinco anos de reclusão e multa no quantum de até três vezes a importância da vantagem ilícita obtida com o crime. Recaindo sobre o agente a pena mínima, de um ano, de acordo com o artigo 89 da Lei nº 9.099/95, há a possibilidade da suspensão condicional do processo. Esse tipo penal não admite tentativa.

Destaca-se que a pena de multa supracitada *apenas* é aplicável se houver como mensurar exatamente a vantagem financeira obtida pelo agente, o que é extremamente complexo no mercado de valores mobiliários, como já dito anteriormente neste trabalho, bem como deve haver necessariamente para tanto a obtenção de vantagem ilícita, que como já vimos, é de natureza financeira, o que também nem sempre pode ocorrer.

No âmbito penal, é de natureza pública incondicionada a ação penal, o que enseja independência de manifestação ou formalização do Ministério Público para a propositura desta ação.

11. ANÁLISE DO CRIME DE INSIDER TRADING À LUZ DO CASO CONCRETO: EIKE BATISTA (PAS RJ2014/578)

Dentre os principais e mais notáveis casos de *Insider Trading* já ocorridos no Brasil, está o crime de *Insider Trading* praticado por Eike Fuhrken Batista, à época acionista controlador e administrador de companhia aberta.

Em 2007 foi fundada a empresa OGX Petróleo e Gás Participações S.A (“OGX”). Em meados de 2008, um ano depois, a empresa em comento abriu seu capital na Bolsa de Valores e Mercadorias de São Paulo (BM&FBovespa), de modo a captar cerca de R\$6,7 bilhões em sua oferta pública de ações inicial (“IPO”), a maior abertura de capital da história da Bolsa de Valores Brasileira, após ganhar direitos de concessão de 21 (vinte e um) blocos exploratórios em distintas bacias brasileiras, durante a 9ª rodada de licitações da Agência Nacional do Petróleo (“ANP”). No mercado, a OGX demonstrava estar em um momento favorável, sem

problemas com o volume de petróleo extraído no bloco de sob sua responsabilidade, e com risco exploratório baixo.

Em 2009 criou-se então a OSX Brasil S.A. (“OSX”), tendo como objeto a construção naval do conglomerado sob a controladoria de Eike Batista, a fim de dar conta da demanda exploratória e produtiva da OGX. O IPO da OSZ se deu em 2010, e foi captada a quantia de R\$2,8 bilhões nesta operação.

As referidas empresas, com o decorrer do tempo, passaram a ser interdependentes, de maneira que algo negativo de uma empresa poderia passar a impactar negativamente o desenvolvimento da outra.

No lapso temporal entre novembro de 2009 e julho de 2013, a empresa OGX anunciou descobertas de poços de petróleo: Vesúvio, Waimea, Pipeline, Fuji, Etna e Illimani. Divulgou ainda fatos relevante tratando do progresso de suas explorações, e divulgando a descoberta de reservas de hidrocarbonetos nas perfurações que eles chamaram “Pipeline”, “Fuji” e “Illimani”, que ulteriormente originou os campos de Tubarão Tigre, Tubarão Gato e Tubarão Areia.

Esse período, de acordo com a Notícia de Fato do Ministério Público Federal, fora o palco de progressivas fraudes financeiras no Sistema Financeiro Nacional, cometida, de forma conjunta e coordenada, pelos diretores da OGX, especialmente por Eike Batista, Paulo Mendonça e Marcelo Torres. À época, foram divulgados mais de 55 (cinquenta e cinco) fatos relevantes, o que, por conta da inverdade dos fatos, chamou a atenção dos investidores e fez com que a demanda pela compra das ações da OGX aumentasse, comparativamente a demais empresas do ramo, dez vezes mais que seu valor patrimonial.¹²⁷

Assim, em suma, durante a perfuração da “Pipeline”, entre 12.11.2009 e 15.07.2011, a OGX fez divulgações, iniciando com o anúncio de detecção de indícios de hidrocarbonetos, assim como, posteriormente, anunciando os aumentos crescentes das estimativas do volume total de óleo recuperável. O fim da perfuração foi noticiado indicando uma capacidade produtiva de 10.000 barris de óleo diários, bem como identificando boas condições no reservatório.

No que tange à “Fuji” e “Illimani”, entre 24.03.2010 e 24.01.2011, foram divulgados fatos relevantes tratando da detecção de hidrocarboneto no poço OGX-8, dizendo que estava

¹²⁷ BRASIL. MINISTÉRIO PÚBLICO FEDERAL. Notícia de Fato nº 1.34.001.002738/2014-71 (Den nº 71866/14). Denunciante: Ministério Público Federal. Denunciados: Eike Fuhrken Batista, Paulo Manuel Mendes Mendonça, Marcelo Faber Torres, Paulo de Tarso Martins Guimarães, Reinaldo José Belotti Vargas, Roberto Bernardes Monteiro e José Roberto Penna Chaves Faveret Cavalcanti. Procuradora da República: Karen Louise Jeanatte Kahn. São Paulo, 23 de setembro de 2014. Disponível em: <https://www.mpf.mp.br/sp/sala-de-imprensa/sala-de-imprensa/noticias_prsp/Denuncia%20mercado%20capitais.pdf>.

concluída a perfuração deste poço, porém restando necessária à coleta de novos dados para a confirmação da acumulação em decorrência dos poços OGX-8 e OGX-3 serem conectados, além da presença de hidrocarbonetos no poço de Illimani, poço 1-OGX-28-D-RJS.

Em março de 2013 a OGX divulgou fato relevante, expondo a submissão da declaração de comercialidade das acumulações à ANP. Eis que começam surgir as inconsistências nas informações compartilhadas. Em 01.07.2013 a OGX publicou fato relevante informando que não detinha tecnologia capaz de viabilizar economicamente o desenvolvimento do complexo de Campos, e pugnando pela desconsideração das análises anteriores da empresa.

Entre julho e setembro de 2012, a OGX então criou um grupo de trabalho (GT) composto por profissionais da empresa e da consultoria Schlumberger para analisar a viabilidade do desenvolvimento das acumulações de Pipeline, Fuji e Illimani. Em setembro de 2012, o GT apresentou à diretoria executiva os resultados, indicando que o volume *in situ* era de 676 milhões de barris de óleo equivalentes, com volumes recuperáveis entre 49,5 e 77,7 milhões de barris de óleo equivalentes; em ambos os cenários, base e otimista, o valor presente líquido (VPL) do projeto seria negativo. A informação, no entanto, divergia da última divulgação ao mercado, realizada em maio de 2010, que apontava volumes recuperáveis entre 1,4 e 2,6 bilhões de barris.¹²⁸

A OGX ainda contratou a consultoria RATE para aprovar o projeto de tratamento do gás contaminante H₂S. A RATE recomendou avaliar outras tecnologias, pois o projeto exigiria equipamentos de grandes dimensões e custos elevados. Em junho de 2013, a gerência executiva de reservatórios apresentou um estudo ao conselho de administração concluindo pela inviabilidade dos Campos. A Superintendência de Relações com Empresas da CVM (“SEP”) apontou que a OGX omitiu, no fato relevante de 13.03.2013, a estimativa de óleo recuperável e o VPL negativo, mesmo essas informações já serem conhecidas desde a entrega do trabalho da Schlumberger em 21.09.2012, utilizado na reunião do GT de 24.09.2012.

Essa conduta dos diretores da OGX, de acordo com o que já foi exposto no decorrer deste trabalho sobre os efeitos de crimes contra o Mercado de Capitais, afetou sobremaneira a credibilidade e efetividade do Mercado de Capitais brasileiro da época ao produzir informações falsas e, conseqüentemente manipular agentes financeiros. Isso fomentou um forte recrudescimento nas negociações de valores mobiliários e outros investimentos no país.

¹²⁸ BORBA, Gustavo T. Comissão de Valores Mobiliários - Precedentes Comentados. Rio de Janeiro: Grupo GEN, 2020. E-book. ISBN 9788530992064. Disponível em: <<https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788530992064/>>. Acesso em: 13 nov. 2023.

Esse crime acabou por prejudicar um número expressivo de investidores tanto no Brasil como no exterior, visto que a campanha exploratória colaborou com a captação de muitos investidores estrangeiros, tanto é que lançaram ações na modalidade *American Depositary Receipts* (ADRs) em Nova Iorque, que tratam-se do inverso dos *Brasilian Depositary Receipts* (BDRs), que são direitos representativos de valores mobiliários para que norte-americanos possam adquirir papéis de empresas fora dos Estados Unidos.

Outro ponto importante do caso, que contextualiza o delito de *Insider Trading* cometido por Eike Batista, e que reforça a relevância da informação, cerne deste trabalho, são os efeitos da inveracidade dos Fatos Relevantes da OGX.

Uma série de informações sobre o desempenho decrescente das extrações de petróleo nas regiões exploradas foram omitidas ou foram deturpadas, falsificadas, para a divulgação dos Fatos Relevantes, dentre algumas das vezes em que isso foi feito, destaca-se a situação em que havia um fator de recuperação negativo, previsto por estudos da OGX, para a região dos Campos, que expunha a inviabilidade econômica do empreendimento, e que fora comunicada ao mercado, nem por Eike Batista, acionista controlador da companhia, nem pelos demais membros que compunham o rol daqueles que, dentro de uma companhia, possuem o dever de divulgar informações relevantes, sobretudo, *in casu*, daquelas atinentes a resultados negativos da atividade exploratória da companhia.

Como já tratamos em tópicos anteriores, o dever de divulgar informações de tamanha relevância, principalmente por tratar-se de companhia aberta, é oriundo de norma expressa e é de caráter obrigatório, já que as ações, tanto da OGX quanto da OSX estavam sendo negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo, e, em razão do que era divulgado, falsamente, sobre o sucesso e prosperidade das jazidas, a negociação dos papéis dessas empresas estava super aquecida.

Foi então em 1º de julho de 2013, após a Apresentação Institucional realizada em 07 de junho do mesmo ano, que, após quatro meses da declaração de comercialidade dos Campos Tubarão Tigre, Gato e Areia, que a companhia divulgou por meio de novo Fato relevante que não haveria tecnologia existente naquele momento que seria capaz de viabilizar, economicamente, o desenvolvimento daqueles campos, razão pela qual a companhia disse que iria submeter à ANP requerimento pedindo para suspender o desenvolvimento dos campos citados, e anunciando que, da forma como estava a situação, o Campos Tubarão Azul poderia vir a ter sua exploração interrompida ao longo de 2014, e que as projeções divulgadas anteriormente deveriam ser desconsideradas.

O Ministério Público Federal então entendeu tipificados nas condutas descritas os seguintes tipos penais: falsidade, no que tange aos Fatos Relevantes e as Apresentações Institucionais divulgados; manipulação de mercado, em razão do dolo de se manipular o sistema bursátil e influenciar, artificialmente, a cotação das ações das referidas empresas; e a captação fraudulenta, relativa à forma como foram angariados investidores nacionais e estrangeiros, bem como a indução a erros desses homens.

Eis então a questão do *Insider Trading*. Além das acusações formuladas à Eike Batista pelos crimes de falsidade ideológica (artigo 299 do Código Penal), indução dos investidores a erro (artigo 6º da Lei nº 7.492/86), e a formação de quadrilha ou bando (artigo 288 do Código Penal), ainda no âmbito da Notícia de Fato formulada pelo Ministério Público Federal sob o nº 1.34.001.002738/2014-71 (DEN nº 71866/14), Eike foi denunciado pelo crime de uso de informação privilegiada, o *Insider Trading*, que, rememorando os leitores deste trabalho, trata-se da “(...) utilização de 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.”

Vale ressaltar, que a previsão legal do *Insider Trading* teve seu texto alterado em 2017, pela Lei nº 13.506, e que, à época dos fatos, possuía a seguinte redação:

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. (Artigo incluído pela Lei nº 10.303 de 31.10.2001)

Nesse sentido, Eike Batista comunicou os investidores de que não venderia mais ações, visto que as ações já estavam em queda na Bolsa de Valores, de modo a influenciá-los a não negociar as suas ações, por acreditar em uma recuperação do valor ações, tendo como base o que Eike estava lhes dizendo, o que, mais uma vez, evidencia todo a questão acerca do forte poder que a informação exerce dentro do ambiente do Mercado de Capitais.

Importante aqui realizarmos um recorte evidenciando a vulnerabilidade que pode ser observada no investidor brasileiro menos sofisticado. Somos um país com ótimas perspectivas de crescimento e desenvolvimento econômico, no entanto, ainda hoje, apenas cerca 36% dos brasileiros investem em produtos financeiros¹²⁹, o que já é um alto percentual comparado ao passado, mas que ainda representa uma parcela muito pequena da nossa população; além disso,

¹²⁹ Cresce número de investidores brasileiros em 2022 e a perspectiva para 2023 é de novo aumento. ANBIMA, 2023. Disponível em: <https://www.anbima.com.br/pt_br/noticias/cresce-numero-de-investidores-brasileiros-em-2022-e-perspectiva-para-2023-e-de-novo-aumento.htm>. Acesso em: 12 out. 2023.

indo para o quadro de investimentos de maior risco, temos que apenas 2% da população brasileira investe na bolsa¹³⁰, o que, quando não relacionado a falta de condições de investir por conta das inúmeras questões sociais brasileiras (diga-se de passagem não cabe nessa discussão tratar da questão pela extrema complexidade e peculiaridades que precisam ser respeitadas na tratativa do tema), pode demonstrar ainda uma falta de confiabilidade no mercado por aqueles que já poderiam estar compondo-o, mas não temos investimento em educação financeira, tampouco econômica no país, e o que facilita, a àqueles que já investem, a absorção de algumas notícias e informações sem que haja muitas checagens de veracidade ou ainda plausibilidade antes de realizar ou deixar de realizar movimentações com seus investimentos.

Voltando a análise das condutas de Eike que deram azo a denúncia por *Insider Trading*, temos no âmbito da Notícia de Fato que Eike Batista, dois meses depois dos fatos supracitados, em agosto e setembro de 2013, realizou expressivas vendas de suas ações, que somaram 227 milhões de ações, que representavam 7,0148% do capital social da OGX, e que pecuniariamente lhe garantiram 111.178.853,00 milhões, dobrando o percentual de vendas que havia realizado em maio e junho de 2013 (126,65 milhões).

O que evidenciou a sua estratégia foi falar com os investidores. Eike foi a internet para acalmar os investidores, de maneira a promover uma estabilização nas negociações das ações, fazendo com que suas ações não fossem tão atingidas, utilizando-se de informações falsas para isso. Eike Batista foi até a rede social *Twitter* realizar publicações para um público de cerca de 1,3 seguidores, que, enganosamente ficaram mais esperançosos e otimistas com a OGX, e mantiveram seus investimentos enquanto Eike, com base nas informações obteve de forma privilegiada em razão de seu cargo e do papel que desempenhava dentro daquela companhia, procedeu com a venda de suas ações. De acordo com a SEP, realizava o acionista controlador manipulação de mercado com esta conduta.

Voltando um pouco na temporalidade dos fatos, Eike, pactuou em 24.10.2012, a sua concessão à OGX do direito de solicitar a ela a subscrição de novas ações ordinárias, ou seja, primárias, emitidas pela empresa, ao valor de R\$6,30 por ação, até USD 1 bilhão, movimento esse que no mercado é conhecido por “PUT”.

A OGX tinha a prerrogativa de exercer esse direito a qualquer momento, até a data de 30.04.2024, e a condição para essa movimentação era a necessidade de capitalização da empresa bem como a inexistência de melhores opções para o seu financiamento. Essas

¹³⁰ LOPES, Danielle. Quantidade de investidores na bolsa do Brasil ainda é baixa, diz XP. Nord Investimentos, 2022. Disponível em: <<https://www.nordinvestimentos.com.br/blog/por-que-tem-menos-investidores-na-bolsa-do-brasil/>>. Acesso em: 12 out. 2023.

condições foram engendradas pela maioria dos membros independentes do conselho de administração da empresa petrolífera.

Em 06.09.2013 a OGX optou por se utilizar da PUT, desembolsando USD 100 milhões. Contudo, Eike Batista recusou-se a efetuar a subscrição correspondente, sob a justificativa de que a PUT não seria mais válida dada a sua concessão visando executar o plano de negócios que vigorava na data da outorga, e esse plano havia sido modificado de acordo com o Fato relevante divulgado em 01.07.2013. Justificativa essa infundada e sem lastro, já que a divulgação do PUT, integralmente, só se deu em 10.09.2013, e esta suposta vinculação dos recursos para a realização do plano de negócios vigente na data de assinatura não foi comunicada/publicizada ao mercado¹³¹.

Essa situação foi interpretada pela SEP como uma maneira de Eike Batista evitar os prejuízos financeiros possíveis desse aporte, que, de acordo com dados do PAS, poderia totalizar R\$1,5 bilhão.¹³²

Eike Batista e os possuidores de *bonds* da OGX e da OSX fizeram um acordo objetivando a reestruturação da OGX, que culminou na previsão da aprovação de um Plano de Recuperação Judicial, no qual estaria inclusa a quitação da obrigação prevista no instrumento de PUT.

As alienações realizadas por Eike evidenciaram a conduta ilícita de se utilizar indevidamente de informação privilegiada para obter vantagem econômica. Aprofundaremos então um pouco mais esse tema.

As primeiras movimentações de venda de ações realizadas por Eike, que deram origem ao processo administrativo perante a CVM, se deram entre maio e junho de 2013, através do fundo Centennial Asset Mining Fund LLC, no quantum de R\$197.247.497,00.

Como vimos anteriormente, evidente que Eike Batista teve acesso a informações relevantes acerca da inviabilidade de desenvolvimento dos Campos antes da haver a publicização deste fato ao mercado.

A SEP então, concordando com isso, chamou a atenção para alguns elementos probatórios, quais sejam:

- (i) Eike era presidente da Companhia à época em que as dificuldades no desenvolvimento dos Campos teriam começado, de modo que não seria razoável que ele (então acionista controlador e presidente do conselho de administração) não

¹³¹ BORBA, op. cit.

¹³² BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo Administrativo Sancionador RJ2014/0578. Relator: Dir. Henrique Machado. Data de julgamento: 27.05.2019.

tivesse sido informado das conclusões alcançadas pela Schlumberger, mesmo que a data de entrega do trabalho tenha ocorrido após Eike ter deixado a presidência da OGX;

(ii) Eike, presidente do conselho de administração da OSX, se reuniu com a diretoria executiva daquela sociedade em 15.04.2013 para discutir uma atualização no plano de negócios, data em que ele já possuiria informação de que a plataforma OSX-2 não poderia ser usada nos Campos, motivo pelo qual pediu para que a plataforma permanecesse fundeada temporariamente na Ásia;

(iii) em 29.05.2013 Eike já teria publicado no Twitter que a OGX apresentaria plano de negócios lastreado em bons projetos antigos e parcerias novas; e

(iv) não negou que tivesse conhecimento sobre as conclusões da Schlumberger e do GT.¹³³

Eike Batista aduziu, à época, que as alienações eram em verdade “parte do processo de aperfeiçoamento da estrutura de capital da EBX, que enquanto holding compunha o chamado “Grupo X”, negando veementemente ter tido intenção de obter lucro. Eike afirma ter realizado as alienações visando adimplir as obrigações financeiras perante a empresa EAV LUX S.A.

A SEP, porém, observou que a EAV não exigiu a alienação das ações para o adimplemento das obrigações contratuais que haviam pactuado, e que, se Eike tivesse seguido licitamente o rito, e esperado até a divulgação do fato relevante, em 01.07.2013, para vender suas ações, ele teria recebido algo próximo de R\$124.247.497,00 *a menos* do que recebeu, vez que SEP apontou que os lucros teriam sido entre R\$70,9 e R\$73,4 milhões, e, realizando a manobra fraudulenta, obteve o lucro já mencionado de R\$197.247.497,00.

A segunda parte das alienações se deu entre 28.08.2013 e 03.09.2013, também por meio do fundo Centennial. As novas vendas das ações da OGX e da OSX renderam cerca de R\$111,1 milhões e R\$24,75 milhões, respectivamente. Entre 27.08.2013 e 10.09.2013 Eike Batista era o único acionista que sabia com exatidão os termos do instrumento de PUT desde quando o plano de negócios da Companhia foi alterado em 01.07.2013.

Como já mencionado, havia interdependência entre a OGX e a OSX, o que significa que se não houvesse o aporte da PUT na OGX, a OSX também seria fortemente impactada. Isso fez com que a SEP considerasse de plano que a alienação das ações da OSX por Eike tratava-se de prática não equitativa, já que ele tinha acesso a todas as informações da OGX, mas, nesse ínterim, a Procuradoria Federal Especializada se manifestou, e a SEP compreendeu então que, em verdade, era caso de *Insider Trading*, e que o acionista controlador e presidente do conselho de administração do OGX, Eike Batista, deveria ser responsabilizado por:

¹³³ Ibid.

(i) descumprimento do art. 155, § 1º, da Lei 6.404/1976 combinado com o art. 13, caput, da Instrução CVM 358/2002, em razão da negociação de ações de emissão da OGX entre 24.05.2013 e 10.06.2013 com o conhecimento de fato relevante ainda não divulgado ao mercado e, ainda, pela utilização de informações relevantes ainda não divulgadas ao mercado para auferir vantagem com a negociação de ações no período de 27.08.2013 a 03.09.2013; e

(ii) prática de manipulação de preços, vedada pelo item I da Instrução CVM 08/1979, por meio da divulgação de mensagens otimistas no dia 29.05.2013 em sua conta no Twitter, de posse de informações significativamente negativas ainda não divulgadas ao mercado e enquanto alienava ações da OGX.¹³⁴

Saindo um pouco da perspectiva da MPF e partindo para a trazida no Processo Administrativo Sancionador da CVM (PAS RJ 2014/578), temos que a CVM examinou a negociação de ações por acionista controlador e administrador com base em informações relevantes, e a manipulação de preços de ações de companhia aberta.

Para tanto, a CVM partiu de algumas análises acerca das seguintes questões relevantes:

- (i) a presunção decorrente do art. 13 da Instrução CVM 358/2002, de que os acionistas controladores e administradores de companhia aberta têm acesso a informações relevantes da sociedade antes de sua divulgação ao mercado e, conseqüentemente, de que, ao negociar ações com base em informação relevante ainda não divulgada, se utilizam de tal informação para obter vantagem;
- (ii) a possibilidade de imputação de responsabilidade administrativa no âmbito da CVM por ato praticado por meio de interposta pessoa (jurídica); e
- (iii) possibilidade de postagem em rede social por administrador de companhia aberta resultar no ilícito de manipulação de mercado.¹³⁵

A decisão da CVM, no âmbito do PAS CVM nº RJ2014/0578, no que concerne ao nosso objeto de estudo, o crime do *Insider Trading*, vedado pelo art. 155, §1º, da Lei nº 6.404/76 e pelo art. 13 da Instrução CVM nº 358/02, proferida pelo relator, Diretor Henrique Machado, merece destaque nos seguintes itens:

- (i) Em um primeiro momento, o relator decidiu abordar quais os requisitos que configuram a prática do crime de *Insider Trading*:

31. Pela redação do § 1º do art. 155 da Lei, para que determinada negociação de valores mobiliários por parte de administrador de companhia aberta se configure como um *insider trading*, é necessário haver a confluência dos seguintes elementos: (i) a existência de informação relevante e ainda não divulgada ao público; (ii) o acesso à

¹³⁴ Ibid.

¹³⁵ Ibid.

informação privilegiada; e (iii) a efetiva utilização da informação na negociação, com o objetivo de obter vantagem.

32. Em função da gravidade do ilícito para a credibilidade do mercado de capitais, bem como da dificuldade em se comprovar a intenção dos agentes em auferir vantagem indevida e o exato momento em que eles tiveram acesso à informação, a Instrução CVM nº 358/02 estabelece presunções baseadas na experiência do que ordinariamente ocorre para orientar e instrumentalizar a atividade sancionadora da Autarquia.

33. Assim, para os administradores e acionistas controladores de companhia aberta, denominados insiders primários, por sua proximidade com os negócios da sociedade, o art. 13 da Instrução CVM nº 358/02 impõe duas presunções: (i) a de que eles têm acesso a informações relevantes da companhia, antes de sua divulgação ao mercado, e (ii) a de que, quando negociam na presença de informação relevante ainda sigilosa, eles se utilizam dela em seus negócios com o intuito de obter vantagem.

34. Essas presunções são, no entanto, relativas, juris tantum, e podem se desfazer em favor do administrador caso ele demonstre o contrário, provando que não tinha conhecimento da informação ou que sua decisão de negociar os valores mobiliários de emissão da companhia não decorreu da informação privilegiada de que tinha conhecimento, elucidando os motivos que o levaram a realizar a negociação questionada.

(ii) Posteriormente, no mérito, sobre as alienações realizadas por Eike Batista:

55. Diante da realidade dos fatos, esmorece a alegação da defesa de que inexistiria fato minimamente preciso, ou conclusivo, passível de divulgação, no momento em que Eike Batista negociou suas ações, porquanto ele vendeu justamente quando já circulavam na Companhia (março de 2013) os relatórios técnicos elaborados pela RATE e CGG Brasil e antes da divulgação do aviso de fato relevante (julho de 2013).

56. Além disso, a própria Companhia afirmou que as comercialidades dos Campos foram declaradas em março de 2013 com a perspectiva de apresentar à ANP proposta de postergação do desenvolvimento até setembro de 2013, dada a intenção de se encontrar alguma solução tecnológica mais barata para o desenvolvimento deles (fls. 302). Deste modo, a administração da OGX estava ciente de que, naquele momento e com as soluções de engenharia disponíveis, não seria possível extrair lucrativamente óleo e gás dos Campos, razão pela qual outras alternativas seriam buscadas até setembro de 2013.

59. Diante disso, estou convencido de que o insucesso do desenvolvimento dos Campos apresentado pelo GT à diretoria

executiva da OGX e posteriormente amparado pelos relatórios técnicos elaborados pela RATE e CGG Brasil consistia em informação capaz de alterar a decisão dos investidores de negociar com ações da Companhia. Repise-se, por oportuno, que o potencial de sucesso da exploração já havia sido tornado público, de modo que o investidor nutria expectativas de que aqueles reservatórios pudessem render bons retornos para a Companhia, conforme avisos de fato relevante divulgados entre 2009 e 2012.

62. Resta, portanto, configurado o primeiro requisito do ilícito de insider trading: a existência de informação relevante ainda não divulgada ao mercado no momento da indigitada negociação com ações.

- (iii) No que tange a materialidade da informação privilegiada e sua influência na decisão dos investidores, o relator manifestou-se da seguinte maneira:

70. Com efeito, é possível verificar, das provas amealhadas aos autos, que os problemas da OGX relacionados ao desenvolvimento dos Campos estavam sendo discutidos e, principalmente, decididos no âmbito do conselho de administração, do qual Eike Batista fazia parte, a evidenciar que a matéria era não somente de sua ciência como também já era objeto de decisão, visto que já repercutia negativamente no desempenho de outras companhias do grupo.

71. Diante disso, concluo que Eike Batista sabia, ao iniciar suas negociações com ações da OGX em 24.05.2013, da inviabilidade econômica da exploração de óleo e gás dos Campos, informação relevante sobre os negócios da Companhia ainda não anunciada ao mercado.

81. Diante disso, a justificativa apresentada pelo acusado para a alienação de ações, tal qual o adimplemento de obrigação contratual, não tem o condão de retirar o caráter ilícito de sua conduta, já que foi realizada de maneira discricionária e na posse de informação privilegiada relacionada à inviabilidade dos Campos.

82. Resta evidente que, ao invés de recompor o nível mínimo de salvaguardas exigidas pelo contrato, o que deveria ter sido feito nos termos, limites e prazo previamente estabelecidos, Eike Batista buscou solução negociada envolvendo justamente a venda das ações. Em realidade, ele poderia (e deveria) ter adotado outra medida para cumprir sua obrigação sem que houvesse violação à norma que veda a negociação de ações de posse de informação privilegiada.

83. Se porventura o acionista controlador, na pendência de divulgação de fato relevante, negociar ações a fim de obter recursos emergenciais em favor da companhia, impedindo, por exemplo, a execução de bens

essenciais às atividades operacionais dela, tal comportamento poderia, em tese, não configurar o ilícito de “insider trading”, pois não seria próprio de quem tem por objetivo obter vantagem mediante a posse da informação privilegiada, como já decidiu o Colegiado da CVM em outras ocasiões.

84. Entretanto, esta não é a situação dos autos.

- (iv) Quanto à existência de dolo específico, o Relator não acolheu o argumento do acusado, nos seguintes termos:

85. Diante disso, estou convencido de que não somente era possível como exigível que Eike Batista tivesse cumprido sua obrigação sem violar o seu dever de abstenção. Entretanto, o acusado preferiu negociar junto à MDC a renúncia da garantia mínima previamente estipulada para ser possível a negociação de ações da OGX em bolsa, mesmo ciente da existência de informação relevante ainda não divulgada.

86. Neste ponto, cabe afastar o argumento de que Eike Batista não teria obtido vantagem com a venda das ações da OGX, pois, de acordo com os termos da renegociação da dívida firmada em 03.07.2013, parte do pagamento feito pelo acusado à MDC foi fruto diretamente da negociação ilícita. Segundo laudo acostado aos autos, Eike Batista concordou em pagar US\$450 milhões à MDC, “sendo US\$300 milhões na forma de participação na Burger King Worldwide, e outros US\$150 milhões em dinheiro, parte dos quais com os recursos oriundos da venda das ações da OGX” (fls. 2.479).

87. Desta maneira, embora o resultado da negociação tenha sido utilizado para efetuar pagamento à MDC, como alegado pela defesa, evidentemente que Eike Batista aproveitou-se economicamente da venda das ações da OGX, pois, evitou para si prejuízo de cerca de R\$126.323.217,0019, dado que este valor seria desembolsado a mais à MDC caso ele tivesse vendido as ações após a divulgação do fato.

- (v) No que tange à acusação de negociação de ações da OGX e da OSX entre 28.08.2013 e 03.09.2013 com uso de informação privilegiada o Relator entendeu o seguinte:

154. O encadeamento dos fatos e das circunstâncias do presente caso revelam com suficiente clareza a motivação da conduta praticada pelo acusado: Eike Batista, sabedor da existência de cláusula contratual que lhe permitia não honrar a chamada compulsória de capital, última carta disponível à administração para soerguer a Companhia, antecipou-se intencionalmente aos demais acionistas para realizar suas negociações, com evidente intuito de obter vantagem dos demais investidores, que não conheciam as consequências negativas para o valor das ações que

se seguiriam àquela divulgação. Ao assim proceder, Eike Batista evitou para si um prejuízo de R\$ 27.601.685,004 na negociação com ações.

155. Com base nos documentos acostados aos autos, concluo que as negociações realizadas por Eike Batista, entre 28.08 e 03.09.2013, tiveram por finalidade aproveitar-se da assimetria informacional existente entre ele e os demais investidores sobre cláusula de validade da PUT, em infração ao artigo 155, § 1º, da Lei nº 6.404/76 combinado com o art. 13 da Instrução CVM nº 358/2002.

Em suma, após o extenso voto, o Relator votou em prol da condenação do acusado, e foi acompanhado pelos demais membros do Colegiado, unanimemente, nos seguintes termos:

Do exposto, com base no art. 11, II e IV, da Lei nº 6.385/76, voto pela condenação de Eike Fuhrken Batista, na qualidade de presidente do conselho de administração e acionista controlador da OGX Petróleo e Gás Participações e da OSX Brasil S/A, às seguintes penalidades, nas quais considere como agravantes a prática reiterada da conduta irregular, os antecedentes do acusado, o elevado prejuízo a investidores e acionistas, a expressiva vantagem auferida pelo infrator e o dano causado à imagem e à credibilidade do mercado de capitais:

a) multa pecuniária no valor de R\$440.780.423,00 (quatrocentos e quarenta milhões, setecentos e oitenta mil, quatrocentos vinte e três reais), correspondente a duas vezes e meio o montante da perda evitada, com correção monetária pelo IPCA-E de julho de 2013 a março de 201936, por infração ao art. 155, §1º da Lei nº 6.404/76 combinado com o art. 13 da Instrução CVM nº 358/02, infração considerada grave nos termos do art. 18 da referida instrução, pela negociação de ações de emissão da OGX Petróleo e Gás Participações S/A realizadas entre 24.05 e 10.06.2013, de posse de informação relevante ainda não divulgada ao mercado.

b) inabilitação temporária pelo prazo de sete anos para o exercício do cargo de administrador, ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários, por manipular o preço das ações da OGX Petróleo e Gás Participações S/A, em infração ao item I da Instrução CVM nº 08/79, infração considerada grave nos termos do inciso III da referida norma.

c) multa pecuniária no valor de R\$95.725.866,08 (noventa e cinco milhões setecentos e vinte e cinco mil oitocentos e sessenta e seis reais e oito centavos), correspondente a duas vezes e meio o montante da perda evitada, com correção monetária pelo IPCA-E de setembro de 2013 a março de 201937, por infração ao art. 155, §1º da Lei nº 6.404/76 combinado com o art. 13 da Instrução CVM nº 358/02, infração considerada grave nos termos do art. 18 da referida instrução, pela negociação de ações de emissão da OGX Petróleo e Gás Participações S/A e da OSX Brasil S/A.

Logo, por tudo quanto exposto no referido Processo Sancionador, é possível extrair que o Relator foi extremamente específico e técnico no julgamento deste caso, e seu voto, inclusive, reforçou o ponto deste trabalho ao trabalhar especificamente a presunção relativa decorrente do artigo 13 da Instrução CVM nº 358/2002, ao apontar que os acionistas controladores e administradores de companhias abertas, principalmente, possuem acesso a deliberações e informações de extrema importância/relevância, antes da divulgação ao mercado como um todo, o que lhes facilita negociar ações com base nessas informação privilegiadas a fim de obter vantagem ilícita.

O caso em comento foi extremamente complexo e de muita notoriedade, graças aos vultosos valores envolvidos. Na época dos fatos, a multa foi noticiada como a maior já aplicada pela CVM a uma pessoa física, visto que, além da pena de inabilitação temporária por 7 (sete) anos, foram ainda aplicadas multas pecuniárias que somadas davam R\$536,5 milhões¹³⁶.

Além disso, importante mencionar que haviam limites para as multas, cabendo exceção para os casos de *Insider Trading*, visto que as vantagens econômicas obtidas podem ultrapassar esse limite, à época de R\$500.000,00 mil. Foi justamente o que ocorreu *in casu*, motivando os julgadores do colegiado da CVM a aplicarem duas vezes e meia o valor da perda econômica evitada no momento em que Eike cometeu o crime de *Insider Trading*.¹³⁷

O caso em comento nos explicita a essencialidade da informação, como empiricamente se dão a maioria das condutas tratadas anteriormente neste trabalho, como os crimes cometidos contra o Mercado de Capitais no país são extremamente específicos e como essas condutas impactam o Sistema Financeiro Nacional e o Mercado como um todo, já que impactou negativamente o valor das ações, a confiança dos investidores (nacional e internacionalmente), a reputação da companhia, e o mercado financeiro como um todo.

¹³⁶ BORBA, op. cit., p. 358.

¹³⁷ Ibid.

12. CONCLUSÃO

A criminalidade econômica afeta a estrutura estatal e mina a confiabilidade no sistema econômico, destacado assim a relevância do Direito Penal Econômico como instrumento mitigador desse fenômeno. Nesse diapasão, a questão do abuso de poder econômico, inerente ao livre mercado, ressalta mais ainda a necessidade desse ramo, bem como necessidade também de uma regulação eficaz para conter distorções que possam comprometer a integridade do sistema.

No âmbito do Mercado de Capitais, a historicidade revela ciclos de altos e baixos, impactados, sobretudo, por crises e transformações estruturais. A recente democratização do acesso ao mercado, impulsionada por fatores digitais, por exemplo, trouxe muitos desafios, mas vimos que trouxe também oportunidades. Nesse sentido, com esse trabalho foi possível ainda analisarmos o fenômeno do “boom” dos influenciadores digitais que tratam de investimentos.

Diferentemente do que muitos de nós pensamos, ainda não é uma tarefa fácil culpabilizar esses sujeitos por eventuais informações viciadas ou falsas disseminadas em suas redes sociais, visto que não existem normas que obstem essa atividade àqueles que não estejam vinculados à CVM, já que eles, ao não estarem vinculados à empresas emissoras, por exemplo, não possuem em seu rol de deveres, o dever do sigilo, o dever de publicização de informações claras, verídicas e em linguagem de fácil compreensão.

A informação, no contexto do Mercado de Capitais, assume papel central, evidenciado pelo abrupto crescimento do número de crimes que decorrem da ausência de informações ou ainda de informações muitas vezes não regulamentadas. O crime de *Insider Trading*, analisado em profundidade, revela-se como um delito no qual a informação desempenha papel determinante, não apenas na esfera individual, mas impactando o sistema financeiro como um todo, sendo isso empiricamente demonstrado com o caso prático envolvendo as empresas OGX e OSX, do empresário do ramo do petróleo, Eike Batista.

Diante do exposto, conclui-se ainda que a análise aprofundada sobre o papel da sanção penal, especialmente no contexto do Mercado de Capitais, revela a complexidade inerente às relações jurídicas nesse ambiente. A reflexão proposta por Jakobs sobre a natureza da sanção penal como um mecanismo de manutenção das expectativas normativas, mais do que uma proteção direta de bens jurídicos, destaca-se como ponto crucial para compreender a dinâmica peculiar desse setor.

A imputação de ilícitos no Mercado de Capitais, notadamente em casos como o *Insider Trading*, demanda uma abordagem objetiva na verificação da violação normativa, considerando

as particularidades dos tipos penais envolvidos. A visão normativa de Jakobs oferece então uma perspectiva que se mostra especialmente aplicável a um ambiente onde as relações econômicas são intrinsecamente interdependentes e complexas, com *in casu*.

Em síntese, a presente pesquisa permitiu compreender que uma regulação eficaz, a transparência nas operações, a educação dos investidores e a supervisão rigorosa são elementos essenciais para a manutenção da integridade do Mercado de Capitais. O desafio contemporâneo reside na capacidade de adaptação do ordenamento jurídico às rápidas transformações desse ambiente, onde a informação se torna um ativo valioso, influenciando decisões, moldando comportamentos e, como visto, desempenhando um papel central no cometimento de crimes neste âmbito, sendo capaz de manipular não apenas os destinos individuais, mas o panorama financeiro global.

O enfrentamento desses desafios exige uma abordagem holística, considerando a interação complexa entre normas, condutas e a dinâmica do mercado para promover um ambiente equitativo, estável e transparente no Mercado de Capitais brasileiro.

13. REFERÊNCIAS

- ALONSO, Leonardo. **Crimes Contra o Mercado de Capitais**. [S.l.], 2010. Disponível em: <https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2136/tde-07052010-075537/publico/Dissertacao_Completa_Leonardo_Alonso.pdf>. Acesso em: 20 out. 2023.
- AMADEO, Kimberly. Causes of the 2008 Financial Crisis. **The Balance**, 2022. Disponível em: <<https://www.thebalancemoney.com/what-caused-2008-global-financial-crisis-3306176>>. Acesso em: 29 out. 2023.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Acesso à Informação**. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/acessoinformacao/institucional>>. Acesso em: 10 set. 2023.
- BARBOSA, Jorge. Crimes contra o mercado financeiro saltaram 540% durante a pandemia. **Estadão**, 2021. Disponível em: <[https://investidor.estadao.com.br/comportamento/crimes-mercado-financeiro-aumentam-pandemia/#:~:text=Momentos%20de%20crises%20e%20volatilidade,at%C3%ADpicas%20no%20mercado%20de%20capitais&text=\(Jorge%20Barbosa%2C%20especial%20para%20o,540%25%20entre%202019%20e%202020.>](https://investidor.estadao.com.br/comportamento/crimes-mercado-financeiro-aumentam-pandemia/#:~:text=Momentos%20de%20crises%20e%20volatilidade,at%C3%ADpicas%20no%20mercado%20de%20capitais&text=(Jorge%20Barbosa%2C%20especial%20para%20o,540%25%20entre%202019%20e%202020.>)>. Acesso em 15 de março de 2023.
- BECCARIA, Cesare. **Dos delitos e das penas**. Tradução de Lucia Guidicini e Alessandro Berti Contessa. 3. ed. São Paulo: Martins Fontes, 2005.
- BECK, Ulrich. **La Sociedad del riesgo: hacia una nueva modernidad**. Trad. Jorge Navarro, Daniel Jiménez e Maria Rosa Borrás, Barcelona: Paidós, 1998.
- BECK, Ulrich. **Sociedade do Risco: Ruma a uma outra modernidade**. Trad. Sebastião Nascimento. São Paulo: Editora 34, 2010.
- BELO, Warley. Culpabilidade material em Jakobs e Roxin. **IBCCRIM**, 2011. Disponível em: <<https://www.ibccrim.org.br/noticias/exibir/5246/?>>. Acesso em: 27 out 2023.
- BITENCOURT, Cezar R. **Crimes contra o sistema financeiro nacional e contra o mercado de capitais**. São Paulo: Editora Saraiva, 2023. *E-book*. ISBN 9786555598896. Disponível em: <<https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9786555598896/>>. Acesso em: 20 set. 2023.
- BITENCOURT, Cezar Roberto. **Tratado de Direito Penal: parte geral**. 8. ed. São Paulo: Saraiva, 2003. v. 1.
- BORBA, Gustavo T. **Comissão de Valores Mobiliários - Precedentes Comentados**. Rio de Janeiro: Grupo GEN, 2020. *E-book*. ISBN 9788530992064. Disponível em: <<https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788530992064/>>. Acesso em: 08 nov. 2023
- BORBA, José Edwaldo T. **Direito Societário**. São Paulo: Grupo GEN, 2022. *E-book*. ISBN 9786559772810. Disponível em: <<https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9786559772810/>>. Acesso em: 22 out. 2023.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo Administrativo Sancionador RJ2014/0578. Relator: Dir. Henrique Machado. Data de julgamento: 27.05.2019.

BRASIL. Lei n. 12.403, de 04 de maio de 2011. Diário Oficial (da) República Federativa do Brasil. Brasília, DF, 5 maio 2011. Disponível em: <https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2011/lei/l12403.htm>. Acesso em: 10 de set. 2023.

BRASIL. MINISTÉRIO PÚBLICO FEDERAL. Notícia de Fato nº 1.34.001.002738/2014-71 (Den nº 71866/14). Denunciante: Ministério Público Federal. Denunciados: Eike Fuhrken Batista, Paulo Manuel Mendes Mendonça, Marcelo Faber Torres, Paulo de Tarso Martins Guimarães, Reinaldo José Belotti Vargas, Roberto Bernardes Monteiro e José Roberto Penna Chaves Faveret Cavalcanti. Procuradora da República: Karen Louise Jeanatte Kahn. São Paulo, 23 de setembro de 2014. Disponível em: <https://www.mpf.mp.br/sp/sala-de-imprensa/sala-de-imprensa/noticias_prsp/Denuncia%20mercado%20capitais.pdf>.

CAMPILONGO, Celso Fernandes. **Política, sistema jurídico e decisão judicial**. São Paulo: Max Limonad, 2002.

CARVALHO, Aurora Tomazini. **Teoria geral do direito: o constructivismo lógico-semântico**. São Paulo, 2009. Dissertação (Doutorado em Filosofia do Direito) – Pós-Graduação em Direito da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo.

COACCI, T. **A pesquisa com Acórdãos nas ciências sociais: algumas reflexões metodológicas**. Mediações - Revista de Ciências Sociais, Londrina, v. 18, n. 2, p. 86–109, 2013. DOI: 10.5433/2176-6665.2013v18n2p86. Disponível em: <https://ojs.uel.br/revistas/uel/index.php/mediacoes/article/view/17313>. Acesso em: 11 nov. 2023.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Organizações internacionais: IOSCO. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/menu/internacional/organizacoes/iosco.html>>. Acesso em: 08 out. 2023.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Relatório de Atividade Sancionadora CVM 2023 2º trimestre - Versão Resumida**. Gov.br. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/relatorios/relatorio-de-atividade-sancionadora/relatorio-de-atividade-sancionadora-cvm-2023-2o-trimestre-versao-resumida.pdf/view>>. Acesso em: 18 out. 2023.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Resolução CVM nº 44**. São Paulo: CVM, 2021. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/resolucoes/anexos/001/resol044.pdf>>. Acesso em 27 de novembro de 2023.

CORREIO, Mara Rubia Marques. Da Dogmática Penal Funcionalista de Günther Jakobs e Claus Roxin no Âmbito da Culpabilidade: Uma contraposição teórica. **Revista Eletrônica do Curso de Direito da UFSM**, v.8, n. 2, 2013, p. 428-445.

DIZIKES, Peter. Study: On Twitter, false news travels faster than true stories. **Massachusetts Institute Of Technology**, 2018. Disponível em: <<https://news.mit.edu/2018/study-twitter-false-news-travels-faster-true-stories-0308>>. Acesso em: 12 out. 2023.

FERREIRA, Giulia Paes. **Insider Trading: Histórico legal e sua influência norte-americana, a tipificação do ilícito nas três esferas e seu triplice sistema jurídico repressor**, 2020. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Direito) - Faculdade de Direito, Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo, 2020. Disponível em: <<https://adelpha-api.mackenzie.br/server/api/core/bitstreams/7895ca64-333b-4fcd-bc42c320e14ff723/content>>. Acesso em: 08 out. 2023.

FILHO, Jorge Ribeiro de T. **Mercado de Capitais Brasileiro: uma introdução**. São Paulo: Cengage Learning Brasil, 2006. E-book. ISBN 9788522108190. Disponível em: <<https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788522108190/>>. Acesso em: 25 set. 2023.

FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS. **Além dos Números da CVM: Perspectivas para o Mercado de Capitais Brasileiro em 2022**. São Paulo: FGV Direito SP, 2023. Disponível em: <<https://direitosp.fgv.br/sites/default/files/2023-04/2022-alem-dos-numeros-da-cvm-1.pdf>>. Acesso em: 18 de outubro de 2023.

GIL, Antonio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

GOVERNO FEDERAL DO BRASIL. Ministério da Fazenda. Conselho Monetário Nacional (CMN). Disponível em: <<https://www.gov.br/fazenda/pt-br/assuntos/cmn>>. Acesso em: 10 set. 2023.

GRECO, Luís. **Introdução à dogmática funcionalista do delito – em comemoração aos trinta anos de “Política criminal e sistema jurídico-penal” de Roxin**. Revista Brasileira de Ciências Criminais, São Paulo, n. 32, p. 120-163, out./ dez. 2000.

HARVEY, David. **Condição Pós-Moderna: Uma Pesquisa sobre as Origens da Mudança Cultural**. 17ª. ed. São Paulo: Editora Loyola, 2008.

HUNGRIA, Nelson. **Comentários ao Código Penal**. 5. ed. Vol. 7. São Paulo: Forense, 1979. p. 178.

Mercado Fracionário de Ações. **InfoMoney**, 2022. Disponível em: <<https://www.infomoney.com.br/guias/mercado-fracionario-de-acoas/>>. Acesso em: 29 nov. 2023.

LOBÃO, Júlio. **A Regulação dos Mercados de Capitais**. Coimbra: Grupo Almedina (Portugal), 2018. E-book. ISBN 9789896942045. Disponível em: <<https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9789896942045/>>. Acesso em: 17 out. 2023.

LUHMANN, Niklas. **A nova teoria dos sistemas**. Org. de Clarissa Eckert, Baeta Neves e Eva Machado Barbosa Samios. Porto Alegre: Ed. Universidade/ UFRGS, Goethe-Institut/ICBA, 1997.

LUHMANN, Niklas. **Sociologia do Direito**. Tradução Gustavo Beyer. Rio de Janeiro: Tempo Brasileiro, 1983. Vol. I.

MINISTÉRIO PÚBLICO FEDERAL. Convênio entre a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e o Ministério Público Federal. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/convenios/anexos/Ministerio_Publico_Federal.pdf>. Acesso em: 22 out. 2023.

MOTA, Fernando de Andrade. **O dever de divulgar fato relevante na companhia aberta**. 2013. 232 f. Dissertação (Mestrado) – Universidade de São Paulo, Faculdade de Direito, Programa de Pós-Graduação em Direito, São Paulo, 2013. Disponível em: <https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-02042014-164239/publico/Dissertacao_Fernando_de_Andrade_Mota_O_dever_de_divulgar_FINAL.pdf>. Acesso em: 08 nov. 2023.

NEVES, Clarissa Eckert Baeta; NEVES, Fabrício Monteiro. O que há de complexo no mundo complexo? Niklas Luhmann e a Teoria dos Sistemas Sociais. **Sociologias**, Porto Alegre, v. 8, n. 15, 182-207, jan./jun. 2006.

NIKITENKO, Viviani Gianine. Funcionalismo-Sistêmico Penal de Günther Jakobs: uma abordagem à luz do Direito Penal mínimo e garantista. **Direito em Debate**, 2006, p. 123-135. Disponível em: <<https://www.revistas.unijui.edu.br/index.php/revistadireitoemdebate/article/view/688/414>>. Acesso em 13 out. 2023.

ORGANIZAÇÃO MUNDIAL DAS COMISSÕES DE VALORES MOBILIÁRIOS (IOSCO). **Insider Trading – How Jurisdictions Regulate It**. Mar. 2003. 24 p. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD145.pdf>. Acesso em: 08 out. 2023.

PINHEIRO, Juliano L. **Mercado de Capitais**. São Paulo: Grupo GEN, 2019. *E-book*. ISBN 9788597021752. Disponível em: <<https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788597021752/>>. Acesso em: 13 out. 2023.

PARENTE, Norma Jonssen. **Aspectos Jurídicos do “Insider Trading”**. Comissão de Valores Mobiliário (CVM), 1978. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/aceso_informacao/serieshistoricas/estudos/anexos/Aspectos-Juridicos-do-insider-trading-NJP.pdf>. Acesso em 08 out. 2023.

PIRES, Fabiana; BALIEIRO, Silvia. O mundo depois da crise de 2008. **Época Negócios**, 2013. Disponível em: <<https://epocanegocios.globo.com/Informacao/Visao/noticia/2013/09/o-mundo-depois-da-crise-de-2008.html>>. Acesso em: 29 out. 2023.

PRADO, Luiz R. **Direito Penal Econômico**. Rio de Janeiro: Grupo GEN, 2021. *E-book*. ISBN 9786559641192. Disponível em: <<https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9786559641192/>>. Acesso em: 20 set. 2023.

PRADO, Luiz Regis. **Direito Penal Econômico**. 8. ed. – Rio de Janeiro: Forense, 2019.

REIS, Tiago. A Grande Depressão: saiba tudo sobre esse importante período histórico. **Suno Artigos**, 2023. Disponível em: <<https://www.suno.com.br/artigos/a-grande-depressao>>.

depressao/#:~:text=Para%20se%20ter%20uma%20ideia,desemprego%20atingiu%20mais%20de%2020%25.>. Acesso em: 29 out. 2023.

Revista Jurídica UNIJUS / Universidade de Uberaba, Ministério Público do Estado de Minas Gerais. Vol. 1, n.1, Uberaba, MG, UNIUBE, 1998. ISSN 1518-8280. Direito. Universidade de Uberaba. Ministério Público do Estado de Minas Gerais.

RIBEIRO, Thaísa Bernhardt. **Culpabilidade e Função: Análise Crítica da Teoria da Culpabilidade de Günther Jakobs**. 2014. 284 f. Dissertação (Mestrado em Direito Penal) - Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014. Disponível em: <https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2136/tde-27012015-164106/publico/DISSERTACAO_THAISA_BERNHARDT_RIBEIRO.pdf>. Acesso em 26 out. 2023.

ROCHA, Ricardo H.; CESTARI, Walter; PIELLUSCH, Marcos. **Mercado de capitais e bolsa de valores**. São Paulo: Editora Manole, 2023. E-book. ISBN 9788520458365. Disponível em: <<https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788520458365/>>. Acesso em: 17 out. 2023.

ROXIN, Claus. **A culpabilidade e sua exclusão no Direito Penal**. Revista Brasileira de Ciências Criminais. São Paulo: Revista dos Tribunais, n. 46, 2004, p. 56.

ROXIN, Claus. **Derecho penal: parte general**. Tradução de Diego-Manuel Luzón Peña, Miguel Díaz y García Conlledo e Javier de Vicente Remesal. Madri: Thomson Civitas, 2006. T. 1: Fundamentos. La Estructura de la Teoría del Delito, tomo 1.

SHECAIRA, Sérgio Salomão. **Criminologia**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2004.

SILVA SÁNCHEZ, Jesus-Maria. **Aproximación al derecho penal contemporáneo**. Bosch Editor, 2002.

SILVEIRA, Renato de Mello Jorge. **Direito Penal Econômico como Direito Penal de perigo**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2006, p. 50-51.

SOUZA, Artur de Brito Gueiros. **Da Criminologia à Política Criminal: Direito Penal Econômico e o Novo Direito Penal**. UERJ - Universidade do Estado do Rio de Janeiro, 2020. Disponível em: <<https://www.cpjm.uerj.br/wp-content/uploads/2020/07/Direito-Penal-Econo%CC%82mico-I-AG-Da-Criminologia-a-Pol%C3%ADtica-Criminal.pdf>>. Acesso em: 28 out. 2023.

STARIOLO, Malena. Nobel de Ciências Econômicas premia estudos sobre resistência do sistema bancário a crises financeiras. **Jornal da Unesp**, 2022. Disponível em: <<https://jornal.unesp.br/2022/10/10/nobel-de-ciencias-economicas-premia-estudos-sobre-resistencia-do-sistema-bancario-a-criises-financeiras/>>. Acesso em: 29 out. 2023.

TOMÉ, Fabiana Del Padre. **A prova no direito tributário**. 1ª ed., São Paulo: Noeses, 2005.

TRIBUNAL REGIONAL ELEITORAL DE GOIÁS. Fake News x desinformação: entenda qual é a diferença entre os termos. 2023. Disponível em: <<https://www.tre-go.jus.br/comunicacao/noticias/2023/Agosto/fake-news-x-desinformacao-entenda-qual-e-a->

diferenca-entre-os-termos>. Acesso em: 12 out. 2023.

TRIBUNAL SUPERIOR ELEITORAL. Plano Estratégico 2021-2026. Disponível em: <<https://www.tse.jus.br/transparencia-e-prestacao-de-contas/governanca-gestao/plano-estrategico-2021-2026>>. 12 out. 2023.

VERAS, Ryanna Pala. **Os Crimes do Colarinho Branco na Perspectiva da Sociologia Criminal.** 2006. 215 f. Dissertação (Mestrado em Direito) - Pontifícia Universidade Católica, São Paulo, 2006. Disponível em: <<http://www.dominiopublico.gov.br/download/teste/arqs/cp012998.pdf>>. Acesso em: 23 out. 2023.

VERSIGNASSI, Alexandre. Quem inventou a bolsa de valores? **VOCÊ S/A**, 14 de out. 2021. Disponível em: <<https://vocesa.abril.com.br/coluna/guru/quem-inventou-a-bolsa-de-valores>>. Acesso em: 02 out. 2023.

YAZBEK, Otávio. **Regulação do mercado financeiro e de capitais.** Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

ZAFFARONI, Eugenio Raúl; PIERANGELI, José Henrique. **Manual de Direito Penal brasileiro: parte geral.** 2. ed. São Paulo: Revistas dos Tribunais, 1999.