

RESPONSABILIDADE CIVIL “EX DELICTO” DECORRENTE DO USO INDEVIDO DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA: REFLEXÕES SOBRE A PRÁTICA DO INSIDER TRADING

“EX DELICTO” CIVIL LIABILITY FOR THE
MISUSE OF PRIVILEGED INFORMATION: SOME
THOUGHTS ON THE INSIDER TRADING PRACTICE

LUCIANO SANTOS LOPES¹
JOSÉ LUIZ MOURA FALEIROS²

RESUMO

A infração penal acarreta ao agente, considerado culpado, uma das modalidades de sanção penal, via de regra, a pena cominada em lei. Ademais, há pretensão distinta, materializada na reparação do dano causado pela prática do injusto. Conjugam-se previsões legais de natureza civil e penal, haja vista que um dos efeitos automáticos da condenação é o de tornar certa a obrigação de reparar o dano decorrente do crime. A responsabilidade civil, salvaguarda dos bens jurídicos impõe uma leitura contemporânea da ética, notadamente quando gestor de empresas e de grandes conglomerados que negociam as suas ações nas bolsas de valores mobiliários, com características próprias que consubstanciam o problema ora investigado. Trabalhar-se-á com a hipótese de que, hodiernamente, exige-se observância de parâmetros éticos, pois a responsabilização da pessoa que se vale de informação privilegiada, integra o regramento jurídico trazido pela lei que veda essa prática no mercado de capitais, a qual criou o tipo penal decorrente da prática designada pela expressão inglesa insider trading, decorrente da utilização de “informação relevante, ainda não divulgada ao mercado”, angariando lucro no mercado de ações através de negociação com valores mobiliários. Será utilizado o método dedutivo, com aporte em substratos bibliográficos e em pesquisa qualitativa.

Palavras-chave: insider trading; responsabilidade civil “ex delicto”; mercado de capitais; ação civil “ex delicto”; compliance.

1 Doutor, Mestre e Bacharel em Direito pela Faculdade de Direito da Universidade Federal de Minas Gerais (FDUFMG). Professor Adjunto (graduação, especialização e mestrado) da Faculdade de Direito Milton Campos - MG, com grupo de pesquisa científica registrado no CNPQ. Pesquisador convidado na Faculdade de Direito da Universidade Mackenzie - SP e na Fundação Escola Superior do Ministério Público do RS (FESMP/RS). Conselheiro Seccional Efetivo da OAB-MG, Membro da Comissão Especial de Direito Penal Econômico do Conselho Federal da OAB, Ex-Presidente e Membro do Conselho de Honra do Instituto de Ciências Penais (ICP), e Membro da Comissão de Seleção do Instituto dos Advogados de Minas Gerais (IAMG). Advogado. LATTES: <http://lattes.cnpq.br/3868466550046504>. ORCID iD: <https://orcid.org/0000-0002-2577-4884>.

2 Mestrando em Direito nas Relações Econômicas e Sociais pela Faculdade Milton Campos (FDMC). Especialista em Direito Penal, Direito Processual Penal e Direito Processual Civil. Possui MBA Executivo. Professor de Direito Penal e de Direito Processual Penal (licenciado) do Centro Universitário do Triângulo - Unitri. Magistrado, atuando, como Desembargador Substituto, na 7ª Câmara Criminal do TJMG. Membro Associado do Instituto Brasileiro de Ciências Criminais - IBCCrim. LATTES: <http://lattes.cnpq.br/2570087181006968>. ORCID iD: <https://orcid.org/0000-0001-7819-7139>.

Como citar esse artigo:/How to cite this article:

LOPES, Luciano Santos; FALEIROS, José Luiz Moura. Responsabilidade civil “ex delicto” decorrente do uso indevido de informação privilegiada: reflexões sobre a prática do insider trading. *Revista Meritum*, Belo Horizonte, vol. 16, n. 2, p. 265-281, 2021. DOI: <https://doi.org/10.46560/meritum.v16i2.8611>.

ABSTRACT

The criminal offense generates sanctions to the guilty-declared offender, usually as a legally defined sanction. Furthermore, there is a distinct consequence that is materialized in civil liability for the damages derived from the criminal offense. Tort law, in such sense, reveals the existence of both civil and criminal provisions as a means to repair the damage caused by and infraction. Thus, civil liability holds forth legal provisions that impose a contemporary analysis of ethics, mainly for company administrators in large corporations that deal in stock markets, and its specific characteristics reveal the problem that this paper aims to investigate. The hypothesis is that, currently, ethical parameters must not be overlooked, as one might be held accountable for the misuse of privileged information, which is part of the legal system that, in Brazilian law, forbids such practices in stock markets, thus having created a criminal offense regarding the so-called insider trading designation for the specific crime, which is derived from the misuse of "relevant information, not yet divulged to the market" that generates profit in stock exchanges through market deals. The deductive method will be implemented in this research, with bibliographical and qualitative substrates.

Keywords: *insider trading; "ex delicto" civil liability; stock markets; "ex delicto" civil lawsuit; compliance.*

1. INTRODUÇÃO

A infração penal atribui ao agente duas consequências jurídicas, sendo uma de natureza punitiva, consubstanciada na sanção penal, e outra de natureza indenizatória, que viabiliza a reparação do dano causado a determinada pessoa. Ante a prática de um crime, surge para o Estado o exercício do *jus perseguendi in judicio* e, após a tramitação de toda a persecução penal, havendo provas da materialidade e da autoria delitiva, no exercício do *jus puniendi*, cumpre-lhe a imposição da reprimenda, via de regra, de uma pena privativa de liberdade, que poderá ou não, dependendo das circunstâncias e dos requisitos penais aplicáveis ao caso concreto, ser substituída por outra menos gravosa, comumente uma ou duas penas restritivas de direitos ou uma desta e multa, a qual poderá ser aplicada cumulativamente, se previsto na lei penal que descreve o fato típico, em ambas as hipóteses, sendo de natureza essencialmente pecuniária.

Contudo, esgotada a fase persecutória e tornada concreta a sanção aflitiva ao autor do injusto penal, outra consequência jurídica se apresenta, aliás, como decorrência da anterior, mas revestida de automatismo, porquanto não se exige fundamentação do exteriorizador da vontade soberana do Estado, ou seja, o juiz que profere a sentença de mérito. Trata-se, sabidamente, da fase de adimplemento da obrigação reparatória em que o credor pode fazer valer o seu direito através da execução do título judicial, a sentença penal condenatória com trânsito em julgado.

O tema-problema investigado no presente artigo decorre das inobservâncias éticas do agente que se utiliza das informações às quais tem acesso privilegiado e, indevidamente, se lança no mercado de ações delas se valendo para obter vantagem indevida. Tal conduta é revestida de relevância jurídica porquanto a informação não conhecida pelo mercado se torna meio para a obtenção de grandes lucros pelo agente que realiza negociação de valores mobiliários irregularmente, ocasionando insegurança e vantagem desproporcional em mercados altamente voláteis.

Cumpra ao Estado ditar as regras para o aprimoramento desta forma de negociação e outra coisa não se fez, senão alterar o texto do artigo 27 da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que “[d]ispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários”, através de reforma levada a efeito pela Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001, que adicionou o tipo penal cujo *nomen juris* é “Uso Indevido de Informação Privilegiada” (art. 27-D). Posteriormente, a Lei nº 13.506, de 13 de novembro de 2017, se incumbiu de expandir o contexto de aplicação do tipo penal, nele inserindo os §§1º e 2º (BRASIL, 2017).

Na hipótese, reconhecendo que a criminalização dessa prática é fruto de evidente influência estrangeira, haja vista a adoção da denominação usual cunhada pela expressão inglesa *insider trading*, deve-se investigá-la em toda a sua complexidade e sofisticação, que desvelam um contexto jurisprudencial ainda em construção. A partir da introjeção da ética no chanfro conceitual que se materializa para além do labor regulatório, impõe-se reconhecer que investigações mais detidas sobre o tipo penal e suas particularidades, inclusive para que se possa examinar suas consequências com a profundidade necessária, conduzem a um desafio que ultrapassa os contornos penais e processuais penais, ou mesmo a análise dos pressupostos específicos da responsabilidade civil “ex delicto”.

Pelo método dedutivo, procurar-se-á explorar como a responsabilidade civil “ex delicto” pode ser aplicada nesse contexto, para a reparação do dano que, via de regra, se apresenta como sendo de difícil quantificação, apesar da ofensa a bem jurídico e do veemente ataque a princípios democráticos, causadores de grandes abalos ao mercado financeiro e à credibilidade do sistema de ações. Para tanto, será utilizada pesquisa bibliográfica de caráter qualitativo. Ao final, buscar-se-á apresentar uma conclusão assertiva sobre o tema.

2. RESPONSABILIDADE CIVIL DECORRENTE DE CRIME

A prática de crime sempre atinge bem jurídico de sujeito passivo constante, o Estado e de sujeito passivo específico, o titular do bem ou interesse jurídico ofendido, podendo o próprio Estado sê-lo, quando este lhe pertence³. Ademais, em diversas oportunidades há produção de efeitos no âmbito privado por decorrência de prejuízos produzidos, apesar da independência jurídica das esferas penal e civil. Não é por outra razão que o próprio Código de Processo Penal determina ao magistrado que fixe, por ocasião da prolação da sentença condenatória, o “valor mínimo para reparação dos danos causados pela infração, considerando os prejuízos sofridos pelo ofendido” (art. 387, IV).⁴

3 Segundo Antônio Scarance Fernandes (1995, p. 167), “pelo sistema da independência a reparação deve ser pleiteada no juízo civil, ficando assim separadas as ações civil e penal. Numa posição mais extremada, inexistiria qualquer vinculação entre os processos civil e criminal, sendo total a independência entre eles, o que, contudo, é praticamente impossível de suceder.”

4 Sobre o tema, a doutrina registra o seguinte: “A necessidade de se repensar o modelo predominantemente adotado na esfera processual penal – repita-se, focado quase que exclusivamente na tutela dos direitos e garantias do acusado – é inegavelmente uma maneira de se tentar evitar a chamada vitimização secundária, impedindo assim que aquele que já sofreu os danos em razão da prática da infração penal seja novamente vitimizado ao buscar as instâncias formais de controle social. A preocupação com a vítima é fundamental para que se tenha uma política criminal mais efetiva, que consiga produzir resultados práticos positivos, obedecendo aos mandados das novas cartas constitucionais dirigentes e dos tratados internacionais, os quais analisam a dignidade humana também em relação ao ofendido, mitigando a noção clássica de que o processo penal é uma relação dialética firmada exclusivamente entre Estado e autor do delito.” (MORAES; IULIANELLO, 2018, p. 55).

Todavia, a sentença penal nem sempre provê a reparação civil do dano causado ao vitimado, de forma completa, obrigando-o a executar (AMORIM, 1999, p. 16) o montante fixado na sentença penal condenatória transitada em julgado ou o decorrente de eventual liquidação que apure o seu valor. Ressalte-se que a ação civil *ex delicto*, não se distingue das demais ações cíveis indenizatórias, pois o injusto – delito penal – e o ilícito civil praticados se consubstanciam no mesmo fato gerador da causa de pedir das duas ações, propiciando o ressarcimento do dano patrimonial, tanto emergente quanto cessante, e do dano moral.

Extrai-se, portanto, do Código de Processo Penal, artigo 63, tratar-se de “ação proposta no juízo cível pelo ofendido, seu representante legal ou seus herdeiros para obter a reparação do dano provocado pela infração penal”. (BRASIL, 1940) Há, ainda, permissão legal para que a ação seja proposta contra o autor do crime ou o responsável civil. (FARIAS; QUEIROGA, 1996, p. 23)

Doutrinariamente, são destacados alguns princípios aplicáveis à reparação do dano decorrente de infração penal, tais sejam: a) Sistema da livre escolha, pelo qual o ofendido poderá deduzir a pretensão reparatória em um único pedido, no processo penal, ou em outro processo de natureza civil; b) Sistema da confusão, nesta hipótese, os pedidos se confundem, cabendo ao juízo que decidir pela condenação criminal, dosar a reprimenda e quantificar a reparação civil; c) Sistema da solidariedade. Nesse sistema, em que há tramitação de ações distintas, penal e civil, há julgamento unificado, conjunto em uma mesma sentença; d) Sistema da separação ou da independência é o adotado pelo Brasil, onde os juízos penal e civil se distinguem, devendo tramitar ações separadas em cada um deles. Contudo, o juízo criminal decide a lide de natureza essencialmente penal, aplicando a pena no caso de haver condenação e fixando o *quantum* mínimo para ressarcimento dos danos causados ao ofendido pelo cometimento do injusto. (BONFIM, 2012, p. 483-484)

Considerado o princípio sistêmico juridicamente adotado nestas plagas, tal seja o da separação ou da independência entre os juízos penal e civil, inegável a manifesta forma mitigada, porquanto a independência torna-se relativa ante os efeitos transcendentais entre as decisões dos juízos distintos, pois a alusão nos Códigos Penal e de Processo Penal, no tocante às decorrências da coisa julgada na esfera cível e da fixação do montante mínimo para a indenização na hipótese de condenação. Extrai-se do disposto no artigo 935 do Código Civil⁵ a vedação de nova discussão acerca da existência de fato ou de sua autoria, após ter afirmado que a responsabilidade civil independe da penal, quando as mesmas já tiverem sido alvo de decisão no juízo criminal, reforçando a imperatividade da coisa julgada de *decisum* jurisdicional de natureza cível.

Ressalte-se, pedagogicamente, que a disposição genérica da lei processual penal impõe cautela ao intérprete, pois existem situações que não ensejam o direito de indenização ao vitimado de prática infracional penal se este não se constituir em ilícito civil por não atingir negativamente o seu patrimônio jurídico, como ocorre ao se praticar ato obsceno, por exemplo, em que o agente mesmo sendo processado e condenado, a sentença não se constituirá em título executivo perante o juízo cível.

5 “Art. 935. A responsabilidade civil é independente da criminal, não se podendo questionar mais sobre a existência do fato, ou sobre quem seja o seu autor, quando estas questões se acharem decididas no juízo criminal.” (BRASIL, 2002)

Importante frisar que o reconhecimento dos fatos atribuídos ao agente no juízo penal, será tido como verdadeiros perante o juízo cível, não havendo reciprocidade, isto é, a decisão do deste não produzirá efeitos perante aquele, de tal forma que a legislação pátria impõe o sobrestamento da ação civil proposta antes da inauguração da ação penal, o que se coaduna com as disposições processualísticas cíveis, que impõem a suspensão do processo, que perdurará pelo tempo máximo de um ano, que vencido, a tramitação prosseguirá, quando o mérito da causa cível "depende do julgamento de outra causa ou da declaração de existência ou de inexistência de relação jurídica que constitua o objeto principal de outro processo pendente", estatuído no Código de Processo Civil, artigo 313, inciso V, "a". (BRASIL, 2015)

Neste trabalho, não se pretende aprofundar no estudo das circunstâncias que envolvem todas as consequências da ação penal na seara cível, como as decisões conflitantes oriundas do processo civil que julga procedente o pedido e posteriormente o processo penal absolve o agente, por exemplo, por ter praticado o injusto sob o pálio de uma causa justificante do crime, impondo-se a interposição de ação de repetição de indébito ou, no caso inverso, em que a ação civil se resulta improcedente e a penal procedente, obrigando-se a interposição de ação rescisória observando-se o prazo de dois anos, como estatuído nos Códigos Civil e de Processo Civil. No presente artigo, analisar-se-á a responsabilidade civil "ex delicto" decorrente da comprovada prática do *insider trading* mediante utilização de informação privilegiada por parte do agente.

3. INSIDER TRADING COMO INJUSTO DECORRENTE DO USO INDEVIDO DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA

As sociedades empresárias que integram o mercado de capitais evoluem constantemente, notadamente ao se constituírem por grandes conglomerados organizacionais que se dedicam às operações do mercado de capitais, especialmente quanto às negociações envolvendo valores mobiliários. Segundo Assaf Neto:

O mercado de capitais assume papel dos mais relevantes no processo de desenvolvimento econômico. É o grande municiador de recursos permanentes para a economia, em virtude da ligação que efetua entre os que têm capacidade de poupança, ou seja, os investidores, e aqueles carentes de recursos de longo prazo, ou seja, que apresentam déficit de investimento. O mercado de capitais está estruturado de forma a suprir as necessidades de investimentos dos agentes econômicos, por meio de diversas modalidades de financiamento a médio e longo prazos para capital de giro e capital fixos. (ASSAF NETO, 2006, p. 75)

Destacam-se dois períodos nesta evolução: (i) no primeiro, os empresários e as gestões aplicadas se confundiam com as empresas e o capital que as constituía, e o idealizador e os acionistas controladores se imiscuíam na gestão da companhia; (ii) no período ulterior, surgiram os administradores de carreira, transferindo-se as atribuições de gestão, dos empresários para os administradores das corporações, os quais não possuíam qualquer vínculo com a fundação e nem sequer colocado capital de risco para a constituição da empresa.

Nesse segundo momento, o próprio mercado passou a se sofisticar, envolvendo a captação de valores mobiliários para gerar a circulação de riquezas, potencializando o valor de grandes companhias (KÜMPEL, 2007, p. 44). Surgiu, ademais, a necessidade de que gestores se capacitassem tecnicamente para assumir funções de grande responsabilidade – usualmente identificadas nas cúpulas e na alta gestão – precipuamente direcionadas à obtenção de significativos lucros para a companhia administrada e seus acionistas. Isso propiciou grandes ganhos através de negociações de valores mobiliários (SZTAJN, 2002, p. 12)⁶ e pelos dividendos atribuídos.

Entretanto, preocupações surgiram quanto a práticas desleais relevantes, praticadas em prejuízo dos acionistas, pois “quando uma companhia emite publicamente uma ação, apesar de ser obrigatória a participação de uma instituição financeira na operação, do ponto de vista jurídico, o subscritor adquire a ação diretamente da companhia.” (CHEDIAK, 2002, p. 531)

Por possuírem informações privilegiadas e relevantes no contexto da atuação de gestão e operacionalização da companhia, os infratores são, em geral, pessoas de grande proeminência social, como executivos, membros de *boards* e grandes investidores.⁷ As informações que circulam nas altas cúpulas corporativas são extremamente sensíveis exatamente porque representam interesses econômicos de grande vulto, que podem ser exploradas em detrimento das pretensões dos acionistas e até do mercado.

É por esse motivo que aspectos éticos passaram a permear a apuração das condutas dos administradores que, potencialmente, podem se desviar dos caminhos escorreitos e praticar atos negociais irregulares no mercado de valores mobiliários, gerando danos variados. Nesses casos, o acesso privilegiado que possuem é determinante para que, na apuração concreta, se possa designar esses agentes como *insiders* (SALINGER, 2013, v. 1, p. 6)⁸ que praticam fraudes mais sofisticadas do que o estelionato tradicional.

Em outro contexto, para que se possa traçar uma comparação, seriam considerados *outsiders* os agentes sem acesso privilegiado, que obtenham informações sensíveis pela prática de crimes-meio – imagine-se, no contexto dos cibercrimes⁹, a invasão de dispositivos informáticos por *hackers* (no Brasil, tipificada no art. 154-A do Código Penal) (BRASIL, 1940) – direcionados à concretização, como crime-fim, da fraude, inclusive em mercados.

De fato, sendo detentores de informações privilegiadas e que são utilizadas para burlar o mercado de ações, tipicamente vulnerável a oscilações e à volatilidade especulativa¹⁰, obje-

6 A autora descreve o mercado de valores mobiliários como sendo “aquele em que o conjunto de operações nele contratadas tem como bens objeto, ações, debêntures ou outros títulos admitidos à negociação em bolsa ou balcão organizado.” (SZTAIN, 2002, p. 12)

7 A doutrina indica, exatamente em razão disso, o fato de se considerar apatriótica a punição dessas figuras, além de ser difícil a obtenção de repercussão midiática para crimes que os envolvem: “It also is regarded by some as unpatriotic to consider those prominent in their Community as lawbreakers. And, besides, the media often find it difficult to set out the details of a white-collar conspiracy in a way that will engage readers and, especially, television viewers who respond to visual imagery. (...) [E]ntrepreneurship and market forces provide inherent hurdles that those seeking information must overcome to learn the details of white-collar crime.” (VAN SLYKE; BENSON; CULLEN, 2016, p. 43).

8 Anota o autor: “Fraud schemes and methods are varied, but knowledge by insiders and auditors of prior known fraud schemes and fraud risk factors can serve as deterrents.” (SALINGER, 2013, v. 1, p. 6)

9 A Internet ampliou as possibilidades para a prática criminosa, como ressalta a doutrina: “The internet has facilitated the ability to engage in a vast array of new crimes from identity theft to impersonation. The perpetration of fraud in online environments is now manifested in a very broad range of activities that have increasing levels of sophistication.” (COLLINS, 2019, p. 67).

10 Não é por outra razão que a repressão criminal às práticas relativas ao *insider* envolvem razões econômicas e éticas. Em síntese, como anota Luiz Gastão Leães, o que se almeja é prover os investidores de mecanismos para colocarem-se em patamar

tivando ganhos financeiros (*trading*), constata-se que os *insiders* são figuras centrais para a ocorrência de desvios delituosos que, peculiarmente, independem do poder diretivo desses agentes, embora a doutrina sinalize que um terço de infrações dessa espécie – nos Estados Unidos da América – envolva ocupantes de cargos de alto escalão corporativo ou com atuação no mercado de seguros, mas também uma parcela menor (cerca de 18%) de empregados que atuam com subordinação.¹¹ É crime formal e, por isso, para que ocorra a infração, basta que o agente tenha contato com a informação privilegiada e a explore, não sendo necessário que, para isso, exerça funções diretivas e de gestão empresarial¹², tampouco que logre êxito na obtenção da vantagem financeira, considerada etapa de exaurimento do delito. Basta a exploração de informação privilegiada no mercado, com dolo de obtenção da benesse.

Para que fique ainda mais claro, incorre na tipificação penal de *insider trading* o agente que, pela prática de negociações de valores mobiliários da empresa ou de conglomerados, tendo conhecimento de fato relevante desconhecido pelos demais investidores do mercado de capitais, se valendo de tal fato, antevê o comportamento do mercado e transaciona valores da companhia com vantagem desleal, objetivando auferir benefício financeiro indevido para si ou para outrem. (EIZIRIK *et al*, 2011, p. 554)

Tal operação pode ser a venda precoce de valores mobiliários que sofrerão desvalorização antevista pelo agente em razão do fato relevante, ou, ainda, pode ser a compra precoce, por valor estável, de valores mobiliários que sofrerão acentuada valorização após a divulgação do fato relevante. A vantagem auferida, portanto, por sofrer desvalorização ou valorização após o fato relevante ser levado ao conhecimento geral, ou por estar atrelada à perspectiva de que se sofra prejuízo iminente, impedindo-o, através da sua alienação ou aquisição, porquanto possuidor da informação que lhe auferir privilégio antecipado.

Dentre os sistemas que dão sustentação ao ordenamento jurídico pátrio, destacam-se o da isonomia, da equidade, do não enriquecimento sem causa e o da boa-fé, sem os quais não há integridade ética na exteriorização de qualquer conduta por parte de gestores das corporações que, violando-os, também violam dispositivos jurídicos vigentes. Ao praticar *insider trading*, o violador da norma abandona os princípios da ética empresarial que, como assevera Newton De Lucca:

[...] desempenha papel de extremo relevo no que se refere aos fundamentos do próprio instituto da governança corporativa. Pode-se dizer, em certo sentido, que governança corporativa e ética são ideias interativas e complementares, na medida em que não se pode imaginar a primeira sem o conteúdo de natureza axiológica que lhe é fornecido pela segunda. (DE LUCCA, 2009, p. 384)

de igualdade em suas posições negociais e para que possam realizar juízos adequadamente informado de suas transações no mercado. (LEÃES, 1982, p. 171).

11 Os dados são apontados por Gilbert Geis: "Almost half of the insiders did not seek to help themselves; instead, they transmitted the information they had to others. (...) Approximately a third of all defendants came from the business sector, while about 20 percent were associated with the securities industry. In the business sector, most insider traders were high-level company officials; only 18 percent were underling employees. In the securities industry, on the other hand, defendants were unlikely to be executives. Some of the lower-level securities personnel acquired the insider information as a result of illegal trades by their clients." (GEIS, 2011, p. 146).

12 Bernard Bouloc explica que é despicienda a análise do cargo diretivo do agente para a apuração de certos delitos, mas ressalta que, a depender da influência exercida sobre uma equipe ou algum subordinado, a apuração delitiva poderá demandar a análise da (ir)resistibilidade do comando: "Dans un certain nombre de cas, l'agent n'ignore pas la loi pénale, mais il a du mal à en comprendre la portée, la loi étant difficilement compréhensible. (...) Ainsi, elle a admis l'irresponsabilité du chef d'entreprise qui s'était conformé aux instructions de l'inspecteur du travail. N'avait-il pas été dans l'impossibilité d'agir autrement? Mais, par la suite, la jurisprudence s'était montrée moins généreuse." (BOULOC, 2017, p. 402).

Então, quem pratica o *insider trading* é o indivíduo que atua em uma empresa listada na bolsa, excluindo-se o intermediário financeiro ou corretor, que pratica o denominado *front running*, tal seja, aquele que também pode atuar de forma ilícita, porém, para obter informações prévias sobre determinadas operações nas bolsas ou balcão de operações para influenciar a composição de preços de produtos de investimento (FERREIRA, 2014, p. 54).

Cumprido ao Estado editar as regras para o aprimoramento desta forma de negociação e outra coisa não se fez no Brasil, senão alterar o texto do artigo 27 da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que “[d]ispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários”¹³, através da Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001, que adicionou os tipos penais contidos no capítulo “Dos Crimes contra o Mercado de Capitais”: são os arts. 27-C (“Manipulação do Mercado”), 27-D (“Uso de Informação Privilegiada”, ou *insider trading*), 27-E (“Exercício Irregular de Cargo, Profissão, Atividade ou Função”). Posteriormente, a Lei nº 13.506, de 13 de novembro de 2017, que expandiu o contexto de aplicação do delito definido no art. 27-D, nele inserindo os §§1º e 2º.

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

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

§ 1º. Incorre na mesma pena quem repassa informação sigilosa relativa a fato relevante a que tenha tido acesso em razão de cargo ou posição que ocupe em emissor de valores mobiliários ou em razão de relação comercial, profissional ou de confiança com o emissor. (Incluído pela Lei nº 13.506, de 2017)

§ 2º. A pena é aumentada em 1/3 (um terço) se o agente comete o crime previsto no caput deste artigo valendo-se de informação relevante de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo. (Incluído pela Lei nº 13.506, de 2017) (BRASIL, 2001)

Hodiernamente, se discute o enquadramento dos tipos penais no âmbito das organizações criminosas, especialmente sobre lavagem de dinheiro, terrorismo, dentre outros que causam grandes repercussões nos limites do território brasileiro e em terras estrangeiras, sem abandono daqueles que atingem o sistema financeiro e a ordem tributária.

Com isso, o sistema penal passou a receber atualizações que refletem a complexidade das relações sociais, o que envolve o aprimoramento das técnicas utilizadas pelos infratores penais na realização das mais sofisticadas formas de injustos.¹⁴ Chegou-se ao que se deno-

13 A própria Comissão de Valores Mobiliários, aliás, já apresentou interessante relatório sobre os impactos dos crimes praticados por *insiders*, registrando, com aportes em investigação comparada, que “A legislação canadense, por exemplo, optou pela forma de enumerar expressamente as pessoas que considera “insiders”. Já na legislação francesa, os “insiders” são enumerados em dispositivo cujo fim precípua não é o de definir o “insider”, mas sim o de estabelecer obrigações para as pessoas que têm “status” de “insider”. Da mesma forma, nos EUA, não há expressamente uma definição legal do “insider”, mas o art. 16 do “Securities Exchange Act” igualmente, estabelece, para as pessoas que indica (as quais têm a condição de “insiders”), obrigações especiais que por sua natureza se destinam a estes.” (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 1978)

14 Anota a doutrina: “Inserido na concreta dinâmica da vida em sociedade, o crime, desde Durkheim, já não está mais limitado à compreensão do comportamento do homem delinquente, nem mesmo circunscrito à imposição de limites metafísicos à violência de Estado. Didaticamente, é possível identificar ao menos três elementos essenciais para a consolidação do pensamento criminológico: i) a noção de que o crime é “normal” e “funcional”, consagrada em *Da divisão do trabalho social*; ii) o crime como “antecipação da moral futura”, expressando a “moral coletiva”, analisado em *Regras do método sociológico*; iii)

mina direito penal econômico e, dentro deste contexto, se encontra o *insider trading*, pois integrante da criminalidade contemporânea, moderna, globalizada, desafiadora do sistema penal.

Antes da tipificação do *insider trading*, práticas infracionais que envolvessem mercados eram consideradas modalidades de estelionato, o que não se coaduna com a exigência de resultado naturalístico para a consumação, eis que, para realizá-lo, basta a presença da informação relevante e propiciadora de benefício econômico ao agente, independentemente de sua obtenção (VERSIANI; BAPTISTA, 2020, v. I, p. 565-566). Portanto, como já se disse, a natureza formal e não material do estelionato vale também para o novo tipo penal, sendo a vantagem indevida mera etapa de exaurimento do delito.

Extraí-se que a informação privilegiada se constitui em objeto material da ação, só podendo ser elementar integrante do tipo, de forma cumulativa, portanto não alternativa: i) quando não tiver sido tornada pública, ii) quando se referir a uma ou a várias entidades emittentes ou a um ou mais valores mobiliários, que se constitui em informação específica, iii) quanto gozar de caráter preciso; e, por fim, iv) quando estiver eivada de idoneidade, de tal modo que, se lhe fosse concedida publicidade, exerceria sensível influência no preço de mercado dos valores negociados (FERREIRA, 2014, p. 52-55).

A tutela ao bem jurídico, inegavelmente possuidor de natureza transindividual, considera a estabilidade e eficiência do mercado de capitais, sendo que a integridade das informações se apresenta como princípio primordial, porquanto considerado fundamento para a regularidade do mercado, não se olvidando de proteger a confiança e o patrimônio dos investidores que nele atuam (EIZIRIK *et al*, 2011, p. 556).

No tocante ao sujeito ativo do delito, pode-se asseverar que se trata de um crime comum, haja vista que a doutrina classifica os sujeitos ativos como *insiders* primários os que se relacionam com a sociedade emissora dos títulos mobiliários, e como *insiders* secundários aqueles que, apesar de não se relacionarem diretamente com a sociedade, tomam conhecimento de uma informação privilegiada. Constata-se que o delito pode ser praticado por qualquer pessoa que possua a informação privilegiada.

Quanto ao sujeito passivo, a coletividade está diretamente ligada à ofensa do interesse jurídico, pois a norma protege interesse supraindividual do abuso de informação privilegiada. Assim, o sujeito passivo é o próprio Estado, porquanto legítimo interessado na prevalência econômica que se lhe atribui a Carta Magna; igualmente, o próprio mercado é atingido pelo delito, pois os abalos causados pela quebra da confiança depositada pelos demais investidores gera ruptura que os atinge coletivamente. (FERREIRA, 2014, p. 59-70; 78-79)

As condutas típicas que se amoldam ao tipo penal (*insider trading*), além do núcleo "negociação", possuem característica restritiva, ao contrário de alguns países europeus, como Alemanha, Espanha, Portugal e Itália, dentre outros, que admitem condutas mais amplas. (FERREIRA, 2014, p. 79) No Brasil, extraem-se menos extensões ao núcleo do tipo, pois estão previstas outras figuras para condutas laterais que geram abalos ao mercado de valores mobiliários, mas que não se confundem com o *insider trading*. A título de exemplo, pode-se destacar os atos de operações simuladas ou outras manobras fraudulentas de manipulação de mercado, que configuram o tipo específico do artigo 27-C, e não o do artigo 27-D.

o conceito de anomia, a partir do qual é possível observar a desintegração da ordem social e a variação de seu referencial valorativo, com extraordinária representação em *O suicídio*." (SAAD-DINIZ, 2019, p. 111-112)

O tipo subjetivo se caracteriza pela vontade, livre e consciente, portanto, através de dolo genérico, sem qualquer aferição da finalidade, do objetivo ou da motivação, senão a existência da informação prévia e privilegiada e da ação típica, além da óbvia vontade de atuar e se amoldar à descrição do injusto. Contudo, ao praticar a conduta, a especificidade do dolo há que estar presente na mesma, pois o *insider*, tendo consciência da ilicitude do fato, mesmo assim o pratica para obter a vantagem indevida para si ou para outrem.

Caracterizado o nexo entre a utilização da informação privilegiada e a ação típica, ao realizar-se o ato negocial, resta consumada a conduta, pois se trata de delito de mera atividade, onde a consumação se imiscui com a tentativa acabada, haja vista que o resultado se produz no momento da ação do agente, amoldando-se ao tipo penal.

A sanção penal é cumulativa, aplicando-se a pena de reclusão de um a cinco anos, e impondo-se a multa de até três vezes o montante da vantagem econômica obtida pelo agente, a qual pode ser aumentada em um terço, se o agente tem o dever de manter sigilo (conforme previsto no §2º do art. 27-D). (BRASIL, 2001)

Na experiência brasileira, após longas digressões sobre a competência para processar e julgar o injusto de *insider trading*, a doutrina ora se posicionava pela competência da Justiça Federal¹⁵, considerando-se que o bem jurídico tutelado é o Sistema Financeiro Nacional (portanto, bem da União), outrora asseverava que a Carta Magna limita as hipóteses de competência da Justiça Federal e que o Mercado de Capitais não se insere em seu artigo 20, portanto, a sua prática não ofende qualquer bem, serviço ou interesse da União, devendo atribuir-se à Justiça Estadual a competência residual para a realização de todo o processado.

15 No caso envolvendo o empresário Eike Batista e a empresa EBX, o Superior Tribunal de Justiça definiu a competência da Justiça Federal para o processo e julgamento do crime de *insider trading* supostamente praticado contra o mercado de valores mobiliários, com prejuízos à época apurados em cerca de R\$ 70 milhões. O precedente foi o Recurso em Habeas Corpus nº 82.799/RJ, assim ementado: "RECURSO EM HABEAS CORPUS. CRIMES CONTRA O MERCADO DE CAPITAIS. MANIPULAÇÃO DE MERCADO E INSIDER TRADING. COMPETÊNCIA DA JUSTIÇA FEDERAL. MAGNITUDE DA LESÃO. INTERESSE DA UNIÃO. CRIME CONTRA O SISTEMA FINANCEIRO. DISTRIBUIÇÃO. VARAS ESPECIALIZADAS. SUPOSTA ILEGALIDADE. INEXISTÊNCIA. RECURSO EM HABEAS CORPUS NÃO PROVIDO. 1. Não há dúvidas de que o mercado de capitais – compreendido como o somatório dos diferentes segmentos do mercado de investimentos – integra a ordem econômico-financeira. No ápice do sistema que regula a atividade financeira estatal, está o Conselho Monetário Nacional, cuja estrutura conta com dois outros órgãos: o Banco Central do Brasil e a Comissão de Valores Mobiliários. 2. É inegável a existência de interação entre o mercado de capitais e a economia como um todo, de tal sorte que condutas ilícitas praticadas em seu âmbito podem repercutir não só em relação aos investidores mas também afetar a própria credibilidade e a harmonia do sistema financeiro, com prejuízos econômicos ao país. 3. A regra prevista no art. 109, VI, da CF fixa a competência federal para o processamento e o julgamento dos crimes contra o sistema financeiro e contra a ordem econômico-financeira, desde que determinados por lei, isto é, conquanto haja previsão expressa acerca dos crimes financeiros quanto à competência federal, como ocorre, por exemplo, com a Lei n. 7.492/1986, em seu art. 26. 4. A Lei n. 6.385/1976, ao dispor sobre os crimes contra o mercado de capitais – os quais, ao menos em tese, poderiam atingir o complexo sistema financeiro –, nada previu a respeito da competência. Logo, sob o prisma do art. 109, VI, da Constituição Federal, não se justificaria a vis atractiva do Juízo Federal; entretanto, mostra-se equívocado concluir nessa direção com base na análise isolada do referido dispositivo. É necessário verificar se o delito, como se depreende na espécie, se enquadra em alguma das hipóteses previstas no art. 109, IV, da CF. Precedentes. 5. Em qualquer caso de delito que repercuta no sistema financeiro ou que faça parte dos crimes contra a ordem econômico-financeira, cuja legislação que os prevê não contenha dispositivo específico que importe na fixação da competência federal, há que se avaliar, no caso concreto, a existência de circunstância de fato que demonstre a existência de efetiva lesão a bens, serviços ou direitos da União, de suas autarquias ou empresas públicas. Assim, nessas hipóteses, mesmo que não haja previsão na legislação infraconstitucional, como é a exigência do art. 109, VI, da Constituição Federal, o delito será processado e julgado perante a Justiça Federal, mas por incidência do disposto no art. 109, IV, da Lei Maior. 6. No caso, a denúncia foi recebida pelos crimes de manipulação de mercado e *insider trading*. A conduta, tal como descrita, foi capaz de movimentar, no mercado, quantia que totalizou um volume de R\$ 33.700.460,00. Segundo o Parquet, pela dimensão das perdas, houve reflexo no sistema financeiro, sobretudo pelo prejuízo suportado pelo mercado investidor, da ordem de R\$ 70.326.802,80. Em razão disso, os crimes imputados ao recorrente tiveram o condão de afetar ou, ao menos, expor concretamente a lesão a própria credibilidade do sistema financeiro, com possíveis prejuízos a um número elevado de investidores, a justificar a competência federal. 7. Inexiste ilegalidade na distribuição do feito a uma das varas especializadas em delitos financeiros da Justiça Federal, em razão da matéria, visto que os crimes contra o mercado de capitais integram a ordem econômico-financeira. 8. Recurso em habeas corpus não provido." (BRASIL, 2018)

Como se verá no tópico seguinte, fixou-se a competência da Justiça Federal para julgamento desses crimes¹⁶ e a quantificação do dano de natureza civil acabou sendo objeto de importante precedente brasileiro, embora tenha havido o reconhecimento de que, por vezes, os danos sofridos pelo próprio mercado de capitais são imensuráveis.

4. RESPONSABILIDADE CIVIL “EX DELICTO” PELA PRÁTICA DO INSIDER TRADING

O injusto *insider trading*, tem alcance subjetivo, mais restrito do que o ilícito civil previsto no art. 155, §4º, da Lei das Sociedades Anônimas (Lei nº 6.404/1976)¹⁷, uma vez que, no contexto desse dispositivo, os praticantes do ilícito civil são os administradores das companhias, mediante violação do dever de lealdade, pois a legislação brasileira, como analisado, é mais restrita do que a alienígena.

A legislação exige a presença dos pressupostos tradicionais da responsabilização civil, que são a conduta ilícita, o dano e o nexo de causalidade, para a reparação civil de danos decorrentes da prática de *insider trading*.

Ademais, eventuais prejudicados não podem conhecer as informações supostamente omitidas quando se praticou a negociação envolvendo valores mobiliários, nos moldes do art. 155, § 3º, *in fine*, da Lei das Sociedades Anônimas (SILVA; LAGE, 2017, p. 49). Porém, se a informação oriunda de outras formas públicas de fato relevante integra a esfera de conhecimento dos investidores, não se pode asseverar que os mesmos tenham negociado seus títulos sem o conhecimento de fato que influa na cotação das ações e na decisão de negociá-las. (EIZIRIK, 2008, p. 108)

Por essa razão, regulações mais específicas, como a Instrução CVM nº 31/1984, e, mais recentemente, a Instrução CVM nº 358/2002, passaram a tratar do tema, elasticando a compreensão do conceito de *insider* para contemplar a própria companhia, seus acionistas controladores, diretores, membros de conselhos, ou qualquer indivíduo que, por seu cargo, função ou posição na companhia ou em empresa controlada ou coligada, tenha acesso à informação relevante utilizada para a obtenção de vantagem. Sobre isso, anota a doutrina:

Usualmente o combate ao *insider trading* é realizado mediante normas preventivas e repressivas. As normas preventivas são as que: promovem o sistema de ‘*disclosure*’, ou de transparência das informações, de maneira a assegurar a necessária visibilidade às operações do mercado de capitais; e impõem aos *insiders* a obrigação de informar sobre as operações por eles realizadas; já as normas repressivas proíbem a utilização de informação privilegiada, cominando sanções de natureza civil, administrativa e penal. (EIZIRIK *et al*, 2011, p. 556)

16 Com efeito: “Não obstante a discussão doutrinária, no âmbito do julgamento do Caso Sadia, prevaleceu a competência da Justiça Federal para julgar as ações criminais decorrentes de acusações por *insider trading*.” (VERSIANI; BAPTISTA, 2020, p. 568).

17 “Art. 155. O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios, sendo-lhe vedado: (...) § 4º É vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001)”

Desconsiderando-se a obrigação de tratamento equitativo, os autores se incumbem do ônus de comprovar a existência de efetivo prejuízo na comercialização de seus títulos, levando-se em consideração a similitude entre o preço recebido e a cotação desses papéis desde quando a informação presumidamente omitida se tornou pública.

Considerado o bem jurídico tutelado pela norma penal incriminadora do *insider trading*, obviamente se estará diante de bem jurídico diverso quanto à reparação do dano, o qual se consubstancia na proteção dos interesses privados dos investidores prejudicados pela conduta do agente infracional.¹⁸ Noutras palavras, busca-se reparar os danos sofridos pelos que negociaram títulos de valores mobiliários com o sujeito ativo do injusto sem que soubessem que o mesmo possuía informação privilegiada. Portanto, na esfera cível, o bem jurídico protegido é o interesse individual homogêneo, o patrimônio dos vitimados, os quais podem reivindicar o ressarcimento através de ação individual sem, contudo, retirar dos legitimados do rol do artigo 5º da Lei da Ação Civil Pública (Lei nº 7.347/1985) a possibilidade de discussão do dano moral coletivo no contexto do crime de *insider trading* (LEAL, 2018, p. 353).

Frise-se que a responsabilidade civil do administrador é acentuada em razão da previsão de dever específico quanto ao zelo sobre atos praticados por funcionários e terceiros de sua confiança, que podem agir como “*longa manus*” ou prepostos para a viabilização de eventual infração no mercado de valores mobiliários.

A depender do contexto, não haverá dolo desses funcionários e terceiros, o que caracterizará o elemento subjetivo para fins de responsabilização criminal. E, quanto à responsabilidade civil, por não haver expressa previsão de solidariedade de tais agentes com o administrador, será imperiosa a análise do caso concreto – quando se tratar de responsabilidade extracontratual¹⁹ – para que se aplique o disposto no artigo 942, parágrafo único, do Código Civil.²⁰ Nesse caso, será preciso analisar a conduta individual de cada partícipe para que seja possível identificar eventual coautoria, inclusive em caso de inobservância ao dever de mitigação (“*duty to mitigate*”):

Na responsabilidade extracontratual, a conduta do lesado que deixa ocorrer um dano tido como evitável com esforços razoáveis e, posteriormente, pleiteia a indenização por tal prejuízo evitável é considerado exercício abusivo de direito, pois “excede manifestamente os limites impostos (...) pela boa fé”, na dicção do art. 187 do Código Civil. Para aplicação da norma de mitigação à responsabilidade civil, o referido dispositivo legal deve ser interpretado como portador de cláusula geral, permitindo ao juiz atribuir a sanção adequada, ou seja, limitar a indenização a que faz jus a vítima aos danos inevitáveis. (LOPES, 2018, p. 149)

18 Sobre o tema, esclarece Enrique Bacigualpo: “Esta noción de perjuicio es explicable desde la perspectiva del concepto económico, jurídico-económico o personal de patrimonio. Gráficamente: es posible decir que los valores patrimoniales en peligro (por ejemplo, afectados por una sentencia no firme) disminuyen el valor (económico) del conjunto del patrimonio. (...) En todo caso, el peligro del perjuicio sólo será suficiente para la consumación cuando sea posible sostener fundadamente que se trata de un peligro equivalente al perjuicio patrimonial.” (BACIGUALPO, 2012, p. 167-168).

19 É importante lembrar que a já mencionada prática do *front running*, que envolve agentes intermediadores das negociações levadas a efeito no mercado de valores mobiliários, poderá resultar em responsabilização civil de natureza contratual, a depender de violação efetiva a dispositivo previsto no instrumento que rege os deveres de aproximação contratados. Imagine-se, por exemplo, uma agência de investimentos que contribui para o “vazamento” de informação que é, posteriormente, utilizada para a obtenção de vantagem por um *insider*. Perante o mercado, essa agência responderá civilmente em razão da cláusula geral de responsabilidade civil extracontratual do artigo 927, parágrafo único, do CC. Em paralelo, responderá perante seus clientes, por força de violação contratual, caso esses sofram prejuízos decorrentes da distorção de mercado gerada.

20 “Art. 942. (...) Parágrafo único. São solidariamente responsáveis com os autores os coautores e as pessoas designadas no art. 932.” (BRASIL, 2002)

Com estas considerações, pode-se asseverar que ao ser produzida uma sentença penal condenatória por prática de *insider trading*, a mesma poderá se constituir em título de crédito suscetível de execução no juízo cível, para fazer valer o direito ao ressarcimento dos prejuízos causados aos ofendidos pela prática do injusto, seguindo-se o rito próprio da ação civil “ex delicto”, sem prejuízo das demais ações que poderão ser intentadas, como amplamente analisado. A título de exemplo, merece menção a recente manifestação do Superior Tribunal de Justiça no caso de suposta prática de *insider trading* na aquisição do Banco Real pelo grupo Santander (MUNIZ, 2018). Nesse caso específico, não se reconheceu a prática em questão, mas trouxe importantes delineamentos para o assunto.

A primeira condenação por *insider trading* imposta, no Brasil, ao longo dos últimos 20 anos, envolveu o empresário Eike Batista e o grupo empresarial do setor naval OSX. A decisão foi proferida, em primeira instância, por sentença da juíza federal Rosália Monteiro Figueira, da 3ª Vara Federal Criminal da Seção Judiciária do Rio de Janeiro, que compõe o Tribunal Regional Federal da 2ª Região. Na decisão condenatória, a magistrada impôs ao empresário pena de reclusão de 8 (oito) anos e 7 (sete) meses, em regime inicialmente fechado, sem as benesses da substituição da mesma por pena restritiva de direitos e da suspensão condicional da pena (*sursis*). Ademais, ao fixar a reparação do dano em atendimento ao comando do artigo 387, inciso IV, do CPP, foram reconhecidos como imensuráveis os prejuízos gerados ao mercado de capitais. Não obstante, para fins de quantificação mínima, apurou-se dano da ordem de R\$ 70.326.802,80 (setenta milhões, trezentos e vinte e seis mil, oitocentos e dois reais e oitenta centavos). (BRASIL, 2019)

Percebe-se que a dificuldade de aferição dos prejuízos causados ao mercado, descritos como imensuráveis na sentença²¹, apenas reforça a necessidade de parametrização de deveres éticos para administradores de alto escalão empresarial. Sem dúvidas, a governança corporativa continuará sendo imprescindível para que se possa apurar eventual violação. Nesse cenário, seus efeitos – no desejável *compliance* –, poderão ser considerados para a avaliação de condutas em eventual responsabilização civil por decorrência da prática de ilícito (no caso do *insider trading*, a violação ao art. 155, §4º, da Lei das S.A.'s) e, paralelamente, pela violação às regras de governança e boas práticas.

Nesse contexto, é valiosa a proposta de Brent Fisse e John Braithwaite (1993, p. 238) quanto à criação de um modelo baseado em *accountability* (“*Accountability Model*”) que certamente contribui para o desejável reforço ético das ações de gestores corporativos. Significa dizer que, na dimensão específica da função preventiva da responsabilidade civil, os deveres impostos àqueles que ocupam cargos e funções de maior relevo poderão ser analisados para aferir o agravamento de eventual situação geradora de dano.²²

21 Segundo Romualdo Baptista dos Santos (2018, p. 166), todos esses riscos, conjuntamente considerados, “estão relacionados ao processo de modernização da vida em sociedade, seja em razão da interferência do homem na natureza, seja em razão do desempenho de atividades necessárias ao modo de vida, seja ainda em consequência da exclusão das grandes massas populacionais em relação ao processo civilizatório.”

22 Explicam Brent Fisse e John Braithwaite (1993, p. 238): “It should also be realised that the Accountability Model is itself a selflearning device. The more that the Accountability Model is put into practice, the richer the legal system’s understanding of corporate behaviour and the role of responsibility as a mechanism of social control. Where non-compliance occurs, the corporations and persons responsible are subject to escalated and more intrusive responses, thereby providing courts and enforcement agencies with a further range of experience. Moreover, self-learning and adaptive change are inherent in the Accountability Model’s strategy of trying to hold all responsible who are responsible. Thus, courts, legislators, or enforcement agencies who fail to take corrective action to repair breakdowns in the operation of the Accountability Model would thereby implicate themselves in the crimes they allow off the hook. In the world of accountability, the perpetually re-examined proposition is that no-one passes the buck.”

Sabidamente, “o conceito, a tipologia e a gravidade dos danos que inspiram a formatação dos sistemas de responsabilidade civil ao longo dos tempos variaram sob uma perspectiva proporcional à própria transformação da sociedade.” (VENTURI, 2014, p. 248) Em um ecossistema baseado em *compliance*, medidas especialmente direcionadas à prevenção de eventos como o *insider trading* podem ser implementadas para mitigar riscos. É o caso do chamado “chinese wall”, compreendido como o conjunto de medidas que uma instituição adota para separar a gestão dos seus próprios recursos em relação aos recursos e interesses de terceiros, fazendo alusão à histórica Muralha da China, verdadeira “barreira” interna para garantir que duas áreas diferentes não tenham nenhum contato (LEÃES, 2010).

Isso vale para as relações interempresariais, mas também para ambientes internos da corporação (como setores, departamentos e equipes). Sem dúvidas, se a complexidade do mercado de valores mobiliários propicia a prática de delitos sofisticados como o *insider trading*, também os deveres de prevenção desses delitos envolverão a adoção de mecanismos igualmente sofisticados. Para isso, é necessário que se fomente o *compliance* em todos os níveis, ampliando as frentes de atuação voltada ao controle do fluxo de informações potencialmente causadoras de injustos com repercussões criminais e cíveis e de impactos de enormes proporções.

5. CONCLUSÃO

Pelo exposto, nota-se que a hipótese de pesquisa foi confirmada no curso do desenvolvimento do texto, pois eventos adversos relacionados à exploração espúria de informação privilegiada, a configurar o evento designado pela expressão inglesa *insider trading*, encontram tipificação penal expressa no ordenamento jurídico brasileiro, além de representarem afronta a parâmetros éticos que, hoje, são esperados da atuação de gestores e outros *stakeholders*. Portanto, algumas das constatações colhidas neste brevíssimo ensaio podem ser assim sintetizadas:

a) A influência que a utilização de informação privilegiada causa no mercado de valores mobiliários se consubstancia em ato que causa abalos, primeiramente, à sociedade amplamente considerada, gerando distorções de proporção imensurável, além de causar danos a grupos específicos de investidores que sofrem as consequências diretas da valorização ou desvalorização dos ativos negociados antecipadamente à revelação do fato relevante do qual se beneficiou o *insider*;

b) Inconteste a necessidade de se reprimir condutas que utilizam informação privilegiada para a obtenção de vantagens nos âmbitos desses mercados, seja na seara criminal, pela imposição das reprimendas previstas no art. 27-D da Lei nº 6.385/1976, seja pela responsabilização civil “*ex delicto*”, que ainda poderá gerar repercussões convoladas em dano moral coletivo;

c) Sendo o direito penal a *ultima ratio* do sistema jurídico, a ele incumbe proteger bens jurídicos de ataques de condutas socialmente nocivas, porquanto outros ramos do direito não podem tutelá-los, justificando-se a incriminação do *insider trader* para que a confiança dos investidores e o regular funcionamento do mercado de valores mobiliários sejam pre-

servados, objetivando igualdade de competição aos que a ele se dirigem com similitude de informações para lhes propiciar sucesso e segurança nas negociações;

e) A prática do injusto impõe, além da imposição da reprimenda penal própria, a observância do seu efeito reparatório em face do dano causado aos investidores do mercado de capitais e à sociedade, admitindo-se, então, que aqueles e o Estado utilizem-se da ação civil “ex delicto”;

f) Em festejo ao desejável *compliance*, espera-se que os atores do mercado de valores mobiliários, especialmente quando tenham contato constante com informações relevantes, assumam deveres alinhados à função preventiva que se espera da responsabilidade civil, em verdadeira *accountability*, que se impõe para reforçar a implementação de mecanismos de governança e boas práticas empresariais para coibir delitos e ilícitos.

Conclui-se, portanto, ser imprescindível uma ampla repressão ao *insider trading* para que o mercado de capitais possa se desenvolver de forma eficiente e cumpra com sua função essencial que é o financiamento dos projetos das sociedades que lhe integra. Um mercado de capitais que não seja dotado de mecanismos de prevenção e repressão a tal conduta está fadado ao insucesso, tendo em vista a insegurança dela decorrente. Nesse sentido, o legislador brasileiro deu um grande passo ao acrescentar o §4º ao art. 155 da Lei das S.A.’s, mas é importante que haja ainda maior incentivo à adoção de *compliance* no meio corporativo com vistas ao recrudescimento dos mecanismos de prevenção mencionados.

REFERÊNCIAS

- AMORIM, Manoel Carpena. Responsabilidade civil ex delicto no direito brasileiro. *Revista da EMERJ*, Rio de Janeiro, v. 2, n. 7, p. 13-20, jan./dez. 1999.
- ASSAF NETO, Alexandre. *Mercado financeiro*. São Paulo: Atlas, 2006.
- BACIGUALPO, Enrique. “*Compliance*” y *derecho penal*: prevención de la responsabilidad penal de directivos y de empresas. Buenos Aires: Hammurabi, 2012.
- BONFIM, Edilson Mougenot. *Curso de processo penal*. 7. ed. São Paulo: Saraiva, 2012.
- BOULOC, Bernard. *Droit penal general*. 25. ed. Paris: Dalloz, 2017.
- BRASIL. Decreto-lei nº 2.848, de 7 de dezembro de 1940. *Código Penal*. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/del2848compilado.htm Acesso em: 12 set. 2021.
- BRASIL. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. *Institui o Código Civil*. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/l10406compilada.htm Acesso em: 12 set. 2021.
- BRASIL. Lei nº 13.105, de 16 de março de 2015. *Código de Processo Civil*. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2015/lei/l13105.htm Acesso em: 12 set. 2021.
- BRASIL. Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001. *Altera e acrescenta dispositivos na Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários*. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/leis_2001/l10303.htm . Acesso em: 12 set. 2021.
- BBRASIL. Lei nº 13.506, de 13 de novembro de 2017. Dispõe sobre o processo administrativo sancionador na esfera de atuação do Banco Central do Brasil e da Comissão de Valores Mobiliários; altera a Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, a Lei nº 4.131, de 3 de setembro de 1962, a Lei nº 4.829, de 5 de novembro de 1965, a Lei nº 6.024, de

13 de março de 1974, a Lei nº 7.492, de 16 de junho de 1986, a Lei nº 9.069, de 29 de junho de 1995, a Lei nº 9.613, de 3 de março de 1998, a Lei nº 10.214, de 27 de março de 2001, a Lei nº 11.371, de 28 de novembro de 2006, a Lei nº 11.795, de 8 de outubro de 2008, a Lei nº 12.810, de 15 de maio de 2013, a Lei nº 12.865, de 9 de outubro de 2013, a Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964, o Decreto nº 23.258, de 19 de outubro de 1933, o Decreto-Lei nº 9.025, de 27 de fevereiro de 1946, e a Medida Provisória nº 2.224, de 4 de setembro de 2001; revoga o Decreto-Lei nº 448, de 3 de fevereiro de 1969, e dispositivos da Lei nº 9.447, de 14 de março de 1997, da Lei nº 4.380, de 21 de agosto de 1964, da Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965, e da Lei nº 9.873, de 23 de novembro de 1999; e dá outras providências. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2017/lei/L13506.htm. Acesso em: 12 set. 2021.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça (6. Turma). *Recurso em Habeas Corpus nº 82.799*. Relator: Min. Rogério Schietti Cruz, 6 de dezembro de 2018. Disponível em: https://processo.stj.jus.br/processo/revista/documento/mediado/?componente=ATC&sequencial=90380472&num_registro=201700747620&data=20181206&tipo=5&formato=PDF. Acesso em: 30 abr. 2021.

BRASIL. Tribunal Regional Federal da 2ª Região. Seção Judiciária do Rio de Janeiro. 3ª Vara Federal Criminal. *Ação Penal nº 0042650-05.2014.4.02.5101*. Julgado em 24 de setembro de 2019. Disponível em: <https://www.conjur.com.br/dl/juiza-condena-eike-batista-oito-anos.pdf>. Acesso em: 30 abr. 2021.

CHEDIAK, Julian Fonseca Peña. A reforma do mercado de valores mobiliários. In: LOBO, Jorge (Org.). *A reforma da Lei de Sociedades Anônimas: inovações e questões controvertidas da Lei nº 10.303, de 31.10.2001*. Rio de Janeiro: Forense, 2002.

COLLINS, Caroline; McGUIRK, Noel. Fraud in the Twenty-First Century: is the criminal law fit for purpose? In: MONAGHAN, Chris; MONAGHAN, Nicola (Ed.). *Financial crime and corporate misconduct: a critical evaluation of fraud legislation*. Londres: Routledge, 2019.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Aspectos Jurídicos do "insider trading"*. Relatório de autoria de Norma Jonsen Parente. junho de 1978. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/aceso_informacao/serieshistoricas/estudos/anexos/Aspectos-Juridicos-do-insider-trading-NJP.pdf. Acesso em: 30 abr. 2021.

DE LUCCA, Newton. *Dá ética geral à ética empresarial*. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

EIZIRIK, Nelson. *Insider trading e responsabilidade*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2008.

EIZIRIK, Nelson et al. *Mercado de capitais: regime jurídico*. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

FARIAS, Paulo José Leite; QUEIROGA, Alessandra Elias de. Os efeitos civis da sentença penal condenatória irrecorrível na tutela dos interesses difusos. *Revista de Doutrina e Jurisprudência*, Brasília, v. 52, p. 20-29, set./dez. 1996.

FERNANDES, Antônio Scarance. *O papel da vítima no processo penal*. São Paulo: Malheiros, 1995.

FERREIRA, Renata Rodrigues de Abreu. *Insider trading: a repressão penal do uso de informação privilegiada no mercado de valores mobiliários*. 2014. 117 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Jurídico-Criminais) - Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, Coimbra, 2014.

FISSE, Brent; BRAITHWAITE, John. *Corporations, crime and accountability*. Cambridge: Cambridge University Press, 1993.

GEIS, Gilbert. *White-collar and corporate crimes*. Denver: Greenwood Press, 2011.

KÜMPPEL, Siegfried. *Direito do mercado de capitais: do ponto de vista do direito europeu, alemão e brasileiro; uma introdução*. Rio de Janeiro: Renovar, 2007.

LAMONT, Christopher. *International criminal justice and the politics of compliance*. Farnham: Ashgate Publishing, 2010.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. A adoção do Chinese Wall e a repressão ao insider trading. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, v. 13, n. 47, p. 227-145, jan./mar. 2010.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Mercado de capitais & 'insider trading'*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1982.

LEAL, Adisson. A legitimidade para postular a reparação do dano moral coletivo. In: ROSENVALD, Nelson; TEIXEIRA NETO, Felipe (Coord.). *Dano moral coletivo*. Indaiatuba: Foco, 2018.

LOPES, Christian Sahb Batista. O chamado "duty to mitigate" na responsabilidade civil extracontratual. In: ROSENVALD, Nelson; MILAGRES, Marcelo (Coord.). *Responsabilidade civil: novas tendências*. Indaiatuba: Foco, 2018.

MORAES, Alexandre Rocha Almeida de; IULIANELLO, Annunziata Alves. A indenização civil ex delicto prevista no artigo 387, IV, do Código de Processo Penal e a necessidade de maior preocupação com as vítimas. *Revista do Ministério Público do Rio de Janeiro*, Rio de Janeiro, n. 69, p. 35-58, jul./set. 2018.

MUNIZ, Mariana. STJ conclui que Santander não cometeu insider trading na compra do Real. *Jota*, 6 fev. 2018. Disponível em: <https://www.jota.info/opiniao-e-analise/artigos/stj-conclui-que-santander-nao-cometeu-insider-trading-na-compra-do-real-06022018>. Acesso em: 30 abr. 2021.

SAAD-DINIZ, Eduardo. *Ética negocial e compliance: entre a educação executiva e a interpretação judicial*. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2019.

SALINGER, Lawrence M. *Encyclopedia of white-collar & corporate crime*. 2. ed. Londres: Sage Publications, 2013. v. 1.

SANTOS, Romualdo Baptista dos. *Responsabilidade civil por dano enorme*. Curitiba: Juruá, 2018.

SILVA, Cristian Kiefer da; LAGE, Telder Andrade. Insider trading: uma realidade à luz do direito brasileiro e a responsabilidade civil e criminal do insider. *Revista Brasileira de Direito Empresarial*, São Luís, v. 3, n. 2, p. 40-59, jul./dez. 2017.

SZTAJN, Rachel. Conceito de liquidez na disciplina do mercado de valores mobiliários. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 41, n. 126, p. 7-30, abr./jun. 2002.

VAN SLYKE, Shanna R.; BENSON, Michael; CULLEN, Francis. *The Oxford Handbook of White-Collar Crime*. Oxford: Oxford University Press, 2016.

VENTURI, Thaís G. Pascoaloto. *Responsabilidade civil preventiva: a proteção contra a violação dos direitos e a tutela inibitória material*. São Paulo: Malheiros, 2014.

VERSIANI, Fernanda Valle; BAPTISTA, Tatiana Maria Badaró. Novos contornos do insider trading no Brasil e a tecnologia como instrumento de combate. In: PARENTONI, Leonardo (Coord.); GONTIJO, Bruno Miranda; LIMA, Henrique Cunha Souza (Org.). *Direito, tecnologia e inovação*. Belo Horizonte: D'Plácido, 2020. v. I.

Dados do processo editorial

- Recebido em: 16/07/2021
- Controle preliminar e verificação de plágio: 05/08/2021
- Avaliação 1: 18/08/2021
- Avaliação 2: 23/08/2021
- Decisão editorial preliminar: 23/08/2021
- Retorno rodada de correções: 31/08/2021
- Decisão editorial/aprovado: 31/08/2021

Equipe editorial envolvida

- Editor-chefe: 1 (SHZF)
- Editor-assistente: 1 (ASR)
- Revisores: 2