

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO GRANDE DO SUL
FACULDADE DE DIREITO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CRIMINAIS
MESTRADO EM CIÊNCIAS CRIMINAIS

Michelangelo Cervi Corsetti

Insider Trading :

o crime de uso indevido de informação privilegiada no mercado de capitais.

Porto Alegre

2009

Michelangelo Cervi Corsetti

Insider Trading :

o crime de uso indevido de informação privilegiada no mercado de capitais.

Dissertação apresentada como requisito para a obtenção do grau de Mestre, pelo Programa de Pós-Graduação em Ciências Criminais da Faculdade de Direito da Pontifícia Universidade Católica do Rio Grande do Sul.

Orientador : Dr. Luciano Feldens

Porto Alegre

2009

DADOS INTERNACIONAIS DE CATALOGAÇÃO-NA-PUBLICAÇÃO (CIP)

C826i Corsetti, Michelangelo Cervi

Insider Trading : o crime de uso indevido de informação privilegiada no mercado de capitais [manuscrito] / Michelangelo Cervi Corsetti. – 2009.
137 f. ; il.

Dissertação (Mestrado em Ciências Criminais) – Pontifícia Universidade Católica do Rio Grande do Sul. Faculdade de Direito. Programa de Pós-Graduação em Ciências Criminais, 2009, Porto Alegre, BR-RS.

Orientador: Luciano Feldens.

1. Direito penal – Mercado mobiliário – Estados Unidos – Brasil. 2. Informação privilegiada – Uso indevido – Crime. I. Feldens, Luciano. II. Título.

CDU – 343.23:339.727

Bibliotecária – Maria Amália Penna de Moraes Ferlini – CRB/10-449

RESUMO

Versa a presente dissertação sobre o crime de uso indevido de informação privilegiada no mercado de capitais. Realiza-se, num primeiro momento, uma passagem histórica pela relação entre o Estado e Economia, seguida do processo de constitucionalização da ordem econômica. Após, apresentam-se questões relativas ao controle da informação no âmbito administrativo. A seguir, expõem-se algumas decisões de Suprema Corte e das Cortes de Apelação dos Estados Unidos como forma de mostrar a evolução da jurisprudência norte-americana no tratamento do *insider trading*. Por fim, realiza-se uma abordagem sobre o delito no Brasil, características e configurações, assim como a definição do bem jurídico tutelado, chegando-se à análise da legitimidade da tutela penal do uso indevido de informação privilegiada no mercado de capitais.

PALAVRAS-CHAVE: Direito Penal – Crime – Insider Trading. Informação Privilegiada – Uso indevido – Mercado de Capitais – Brasil – Estados Unidos.

ABSTRACT

This dissertation examines the criminal use of privileged information in the stock market. It begins with a review of the history of the relationship between the state and the economy and the process by which economic order was brought under constitutional regulation. Next, the control of information in the administrative realm is discussed. A number of decisions by the United States Supreme Court and Courts of Appeals are presented to illustrate the evolution of American jurisprudence on the matter of insider trading. The dissertation concludes by looking at the characteristics and configuration of this felony in Brazilian law, as well as the definition of the protected legal interest and an analysis of the legitimacy of penal liability for the use of privileged information in the stock market.

KEYWORDS: Criminal Law – Criminal – Insider Trading. Privileged information – Stock market.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	12
1 ESTADO, CONSTITUIÇÃO E ORDEM ECONÔMICA.....	15
1.1 ESTADO E ECONOMIA.....	15
1.1.1 Do Mercantilismo ao Liberalismo Econômico.....	15
1.1.2 Do Liberalismo ao Intervencionismo Estatal na Economia.....	17
1.1.3 Do Intervencionismo Estatal à Economia Globalizada.....	22
1.1.4 Da Globalização Econômica aos Dias Atuais.....	24
1.2 A CONSTITUCIONALIZAÇÃO DA ORDEM ECONÔMICA E FINANCEIRA.....	27
1.2.1 A Ordem Econômico-Financeira na Constituição.....	27
1.2.2 Princípios e Fundamentos da Ordem Econômico-Financeira.....	30
1.2.3 Políticas Econômicas e Concretização do Programa Econômico Constitucional.....	32
1.2.3.1 Política monetária.....	34
1.2.3.2 Política fiscal.....	36
1.2.3.3 Política cambial.....	37
2 MERCADO DE CAPITAIS E REGULAÇÃO.....	38
2.1 MERCADO DE CAPITAIS E GLOBALIZAÇÃO.....	38
2.1.1 Breve Evolução Histórica.....	38
2.1.2 O Macroambiente do Mercado de Capitais.....	39
2.1.2.1 Capitalismo flexível.....	39
2.1.2.2 Tecnologia da informação e ruptura espaço-tempo.....	41
2.1.2.3 Porosidade das fronteiras e relativização da soberania.....	42
2.2 MERCADO DE CAPITAIS E ORDEM ECONÔMICA.....	44
2.2.1 O Mercado de Capitais no Sistema Financeiro Nacional.....	46
2.2.2 Principais Funções do Mercado de Capitais.....	47
2.2.3 Mercado de Capitais e Desenvolvimento Econômico.....	50
2.3 A REGULAÇÃO DA INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO.....	54
2.3.1 Regime Jurídico na Década de 1960.....	54
2.3.2 Lei nº 6.404, de 1976 – Lei das Sociedades Anônimas.....	56
2.3.3 Lei nº 6.385, de 1976 – Lei do Mercado de Capitais.....	59
2.3.4 Lei nº 10.303, de 2001.....	59
2.3.5 O Poder Regulador da Comissão de Valores Mobiliários.....	61
2.3.5.1 A função normativa da Comissão de Valores Mobiliários.....	62
2.3.5.2 A função fiscalizadora da Comissão de Valores Mobiliários.....	64
2.3.5.3 A função punitiva da Comissão de Valores Mobiliários e o processo administrativo sancionador.....	66
3 O CRIME DE USO INDEVIDO DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA.....	69
3.1 ORDEM ECONÔMICO-FINANCEIRA E DIREITO PENAL.....	69
3.1.1 Conceitualização e Delimitações do Direito Penal Econômico.....	69
3.1.2 A Constituição como Marco Delimitador do Direito Penal Econômico.....	72
3.1.3 O Direito Penal como Instrumento de Proteção de Bens Jurídicos.....	74
3.1.4 A Tutela Penal da Ordem Econômico-Financeira.....	80
3.2 A TUTELA PENAL DA INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA NO MERCADO DE CAPITAIS.....	82
3.2.1 Evolução Histórica do Delito no Direito Comparado e Construção Jurisprudencial no Direito Norte-Americano.....	82
3.2.1.1 <i>Cady, Roberts & Co. versus Securities and Exchange Commission</i>	87
3.2.1.2 <i>Securities and Exchange Commission versus Texas Gulf Sulphur Co.</i>	88
3.2.1.3 <i>Chiarella versus United States</i>	91

3.2.1.4	<i>Carpenter versus United States</i>	92
3.2.1.5	Securities and Exchange Commission versus Martha Stewart and Peter Bacanovic	93
3.2.1.6	Securities and Exchange Commission versus Luiz Gonzaga Murat	94
3.2.2	Bem jurídico-penal tutelado: contornos de proteção conforme o artigo 27-D da Lei nº 6.385/76	96
3.2.3	Consumação e Classificação do Delito.....	107
3.2.3.1	Limites conceituais configuradores da informação privilegiada	111
3.2.3.1.1	Informação relevante e sua relação com valores mobiliários	111
3.2.3.1.2	Caráter não-público da informação	113
3.2.3.1.3	Capacidade de influenciar de maneira sensível o preço das ações	115
3.2.3.1.4	Caráter concreto (preciso) da informação	117
3.2.3.2	Norma penal em branco	119
3.3	LEGITIMIDADE DA TUTELA PENAL	121
	CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	127
	REFERÊNCIAS.....	130

INTRODUÇÃO

Na era da globalização econômica, o crescimento e o desenvolvimento do mercado de capitais foram significativamente superiores ao observado em épocas passadas. Foi possível perceber a passagem de uma sociedade lenta, quase “estática”, para outra, marcada pela aceleração, velocidade, fluidez e complexidade, para cuja difusão a tecnologia da informação teve forte influência, permitindo o aumento da percepção de sua importância para o crescimento econômico dos países.

Diante do dinamismo naturalmente intrínseco ao mercado de capitais, é importante que regras rígidas sejam respeitadas, justamente para garantir que “todos” os investidores negociem em igualdade de condições, em especial no que diz respeito ao acesso às informações que tenham repercussão no desempenho econômico das empresas e, por sua vez, influenciem no preço de suas ações.

O Estado, por sua vez, até o início do século XX, procurou permanecer em posição quase que de mero observador das relações econômicas, mantendo-se, ao máximo, afastado de qualquer atividade que pudesse interferir diretamente nas relações econômicas. Entretanto, após a crise de 1929, adotou uma política oposta, atuando como verdadeiro empresário, não só controlando as relações econômicas, mas também a produção e a distribuição de produtos e serviços.

No entanto, diante das mudanças verificadas nas relações econômicas, acompanhadas do avanço tecnológico que influenciou o desenvolvimento do mercado de capitais, novos meios de controle foram sendo adotados, tanto para proteger os investidores como para monitorar os fluxos de capitais entre países. Tais controles foram sendo percebidos como necessários, na medida em que o mercado de capitais foi sendo reconhecido como uma das principais molas propulsoras da economia.

Seguindo as transformações sociais que marcam nosso tempo, o Direito Penal sofreu mudanças significativas, principalmente no que diz respeito à sua interferência nas relações econômicas, ampliando cada vez mais seu âmbito de atuação.

E é nesse espaço, entre a necessidade de regulação e a necessidade de liberação econômica, que o mercado de capitais tem se mostrado rico para o debate. Especialmente no âmbito do Direito Penal Econômico, que, em muitas ocasiões, tem seus contornos um tanto nebulosos, principalmente no que diz respeito aos limites de sua atuação, na tentativa de obter um equilíbrio entre a tutela estatal e a minimização de eventuais prejuízos que possam ser ocasionados à atividade econômica.

Nesse contexto, a criminalização do uso indevido de informação privilegiada vem ao encontro dessa necessidade de regulação como mais um dentre os instrumentos de tutela estatal voltados a garantir a equidade entre os investidores, permitindo que suas decisões de investimento estejam fundamentadas, com o maior número de informações num mercado onde os participantes tenham as mesmas condições para acessá-las, tendo em vista que os rumos desse mercado são fortemente influenciados por seu fluxo constante. Além disso, esse delito, introduzido no ordenamento jurídico brasileiro somente em 2001, adequa-se às “imposições” feitas em âmbito global, seguindo uma tendência já estabelecida nos ordenamentos jurídicos dos Estados Unidos e da União Européia.

Ainda, ao tempo em que as economias do tipo “Estado-nação” encontram-se bastante relativizadas frente à garantia de que tais fluxos financeiros devem ocorrer livremente e sem controle prévio, esse mesmo Estado pós-moderno ainda pretende exercer algum grau de controle jurídico, ainda que *a posteriori*, sobre tais transações financeiras.

Para que o Direito Penal exerça algum controle sobre as informações no mercado de capitais, é importante não esquecer o contexto no qual as bolsas de valores estão inseridas, tendo em vista a influencia da globalização dos sistemas financeiros assim como dos fluxos informacionais cada vez mais velozes e fluidos, ao contrário do Direito, que normalmente possui dificuldade para acompanhar essa velocidade e as rápidas mudanças sociais.

Nessa perspectiva, a partir de revisão bibliográfica, iniciaremos nosso estudo fazendo uma breve passagem histórica pela relação entre Estado e Economia, ou seja, como se deu a evolução do controle estatal sobre a Economia ao longo dos últimos séculos e, posteriormente, como a ordem econômica e financeira foi, gradualmente, sendo constitucionalizada.

Na segunda seção, estudaremos a regulação administrativa do mercado de capitais, especialmente nos pontos que dizem respeito às questões relacionadas ao controle dos fatos relevantes.

Já na terceira, analisaremos o crime de uso indevido de informação privilegiada no mercado de capitais, iniciando pelo tratamento dispensado pelas Cortes de Apelação e Suprema Corte dos Estados Unidos, com o objetivo de mostrar como a jurisprudência norteamericana evoluiu desde as primeiras medidas adotadas para conter a prática do *insider trading*. Por fim, trataremos do delito no Brasil, suas características e configuração, identificando da forma mais precisa possível, dentro dos limites da pesquisa, os contornos do bem jurídico tutelado, assim como a possibilidade de estar ou não revestido de dignidade penal, com o objetivo de verificar se o Estado tem legitimidade constitucional para impor

algum tipo de tutela sobre o mercado de capitais, e se haveria necessidade de o Direito Penal, subsidiariamente, exercer essa tutela, caso outros meios, não penais, não se mostrem satisfatórios para tal.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

As considerações ora apresentadas pretendem ser uma síntese conclusiva do material exposto ao longo desta pesquisa.

No curso da história, foi possível identificar uma mudança do comportamento estatal em relação ao exercício do controle sobre as atividades econômicas, evoluindo de um Estado meramente observador a um Estado controlador e regulador dessas atividades. Em um modelo de Estado Democrático de Direito, preocupado com o desenvolvimento econômico, torna-se imprescindível o exercício de algum nível de controle sobre a economia, ao menos no âmbito regulatório, com vistas a proteger não só as empresas e os trabalhadores mas também o desenvolvimento econômico nacional.

A regulação estatal da atividade econômica adequada aos dispositivos constitucionais, sem atuação direta ou restrições a produtos e serviços, tem se mostrado importante não só no Brasil como também na grande maioria dos países de economia forte, conforme foi possível verificar nas medidas adotadas por diversos governos nos últimos meses de 2008 após a crise financeira que atingiu diversos mercados ao redor do planeta.

Nesse diapasão, é possível perceber que a regulação do mercado de capitais, de maneira criteriosa, é extremamente importante, trazendo benefícios para toda a economia do país, na medida em que impulsiona o desenvolvimento econômico, estando, portanto, afinada com os princípios e objetivos conformados pela Constituição da República Federativa do Brasil de 1988. Reconhece-se, assim, o importante papel desempenhado pelo mercado de capitais para o desenvolvimento socioeconômico do país.

Nas últimas décadas, foi possível verificar uma ampliação na conectividade entre os mercados financeiros mundiais, influenciada e facilitada pelas novas tecnologias, permitindo sua expansão tanto para financiar novos investimentos como para encontrar e viabilizar alternativas para a alocação de recursos. Tal expansão, por sua vez, parece ter provocado certa relativização da soberania de muitos países que, necessitando de recursos, principalmente os de longo prazo, em alguma medida, necessitam adequar-se às regras impostas pelos detentores do capital.

Nas economias de mercado, o mercado de capitais tem se mostrado cada vez mais importante para impulsionar o crescimento econômico do país, permitindo às empresas a captação de recursos principalmente para financiar seus projetos e investimentos. Porém, para que suas funções sejam cumpridas e alcançados os objetivos econômicos, é importante que haja algum tipo de regulação, impondo limites e balisando algumas condutas, esclarecendo,

previamente, a todos os participantes, as regras que devem ser seguidas e garantindo, ao mesmo tempo, o seu cumprimento.

O legislador brasileiro tem se mostrado cada vez mais preocupado e disposto a regular de maneira mais rígida e séria o mercado de capitais, com vistas a trazer benefícios à economia e ao desenvolvimento econômico. Nessa linha, a Lei nº 10.303, de 2001, que criminalizou o uso indevido de informação privilegiada no mercado de capitais parece estar adequada não só ao nosso ordenamento jurídico mas também às diretrizes e tendências adotadas na grande maioria dos países de desenvolvimento econômico mais avançado, como os Estados Unidos, um dos mais liberais do mundo, que reprime severamente essa conduta desde a década de 1930. Ainda, os países-membro da União Européia revelam evidente tendência favoravelmente à criminalização dessa prática. Tanto isso é verdade que o controle do uso de informação privilegiada no âmbito no mercado de capitais foi uma das primeiras preocupações de harmonização entre os estados-membro da União Européia. Seguindo tal tendência, o legislador brasileiro ampliou cada vez mais o universo das pessoas que podem ser colocadas na condição de *insider*.

Nas sociedades contemporâneas, novos bens jurídicos, de caráter supra-individual, como meio ambiente, ordem econômica e regularidade do sistema financeiro, no qual o mercado de capitais está inserido, foram erigidos à categoria de bem jurídico-penal. O Direito Penal de caráter subsidiário, como instrumento de proteção de bens jurídicos, reconhecidamente tem sido considerado legítimo para exercer sua tutela sobre os bens jurídicos supra-individuais, levando-se em consideração os princípios de dignidade penal e necessidade dessa tutela.

O mercado de capitais, para que possa refletir o desempenho das empresas de maneira “justa”, deve primar pela garantia de um fluxo informacional contínuo e equânime, ao qual os investidores possam recorrer para obter todas as informações necessárias para avaliar as melhores oportunidades de investimento de acordo com suas próprias convicções. E isso porque é com base na composição das informações disponíveis que se dá a formação dos preços das ações no mercado de capitais.

Como foi possível observar, no que diz respeito ao bem jurídico tutelado no delito em estudo, não pactuamos com a doutrina majoritária. Em nosso entendimento, não se pode afastar o caráter econômico intrínseco aos valores mobiliários e, conseqüentemente, o valor patrimonial que está em jogo nas negociações com ações. Além disso, o caráter econômico está jungido à relevância das informações. Assim, a nosso juízo, o crime de uso indevido de informação privilegiada no mercado de capitais visa proteger um bem jurídico complexo, de

caráter supra-individual, composto por duas faces complementares. Por um lado, pretende tutelar a igualdade de condições no acesso às informações relevantes e, por outro, desempenhar um caráter protetivo patrimonial, ao passo que quer evitar a obtenção de benefício patrimonial indevido.

Ainda, no que diz respeito especificamente ao ordenamento jurídico brasileiro, foi possível verificar uma necessária relação entre o verbo nuclear do tipo penal – utilizar – e a negociação com valores mobiliários. Isso porque, somente esse tipo de negociação teria potencialidade para gerar algum dano ou colocar em perigo o bem jurídico tutelado.

A política criminal brasileira decidiu pela imposição de uma tutela penal na repressão ao uso indevido de informação privilegiada no mercado de capitais, tendo em vista que a igualdade de condições de acesso às informações com relevo patrimonial no mercado de capitais é uma das principais garantias para que esse mercado reflita de maneira justa o valor das empresas. Nessa senda, o Direito Penal mostra-se não só legítimo como também necessário para exercer a tutela da igualdade de condições de acesso às informações no mercado de capitais, tendo em vista que o bem jurídico protegido reveste-se de dignidade penal, e outros meios, não penais, não se mostraram suficientes para exercer uma tutela satisfatória.