

Ninguém está imune relativamente à fraude e à corrupção, uma vez que vivemos numa sociedade em que a imperfeição humana é a regra. E sendo a democracia um modo de organizar a sociedade imperfeita, sem esquecer essa natureza, torna-se sobretudo necessário criar mecanismos preventivos a fim de se deduzirem os riscos sempre presentes.

Guilherme D'Oliveira Martins

MANIPULAÇÃO DE MERCADO E INSIDER TRADING: O CONTEXTO DA FRAUDE NA IMPUTAÇÃO DE CRIMES CONTRA O MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

JOSÉ MARIA PANOIRO

1 Introdução

Faz alguns anos que a doutrina penal, sob perspectiva crítica, tem-se ocupado em afirmar a ideia do Direito Penal Econômico como um âmbito no qual não funcionam adequadamente algumas fórmulas do Direito Penal tradicional. A quebra da unidade de determinados princípios, ditos essenciais, do modelo punitivo de corte iluminista tem sido ressaltada como algo preocupante ou, talvez, até mesmo deslegitimador da intervenção penal neste âmbito. Contudo, ao que parece, a problematização da questão remonta a Sutherland e à ruptura por ele proposta numa abordagem criminológica até então confortavelmente dedicada à criminalidade convencional ou aos denominados crimes de rua (NEGREIROS, 2017, p. 404).

Convém dizer, porém, que a variedade de problemas que se apresentam neste âmbito motiva à superação do ideal de uma única teoria do delito (QUINTERO OLIVARES, 2010, p. 113).

É fato posto a existência de tipos penais próprios do Direito Penal Econômico e que não encontram tipicidade nos delitos tradicionais. Por isso, negar sua existência ou legitimidade parece ter como escopos, por um lado, o não enfrentamento no plano dogmático de seus problemas e, por outro lado, a busca de legitimação para o discurso deslegitimador.

Em ambas as hipóteses, o efeito sob a produção concreta de Justiça parece ser negativo.

A ausência de debate impede a compreensão adequada do fato, ao passo que a não aceitação do processo de evolução (ou expansão) do Direito Penal obriga seus partidários a atribuir a pecha de injusta em toda decisão condenatória neste âmbito, o que é mais facilmente aceito quando confrontado esse argumento com decisões de mesma natureza em relação à criminalidade de classe baixa.

Dois temas, porém, parecem se entrelaçar no âmbito da criminalidade econômica, a fraude enquanto elemento característico de muitas das condutas do Direito Penal Econômico e o conflito aparente de normas.

Em lugar de horas ou dias, semanas ou meses separam dois comportamentos igualmente passíveis de subsunção em tipos penais, o que, numa leitura menos cuidadosa, pode conduzir a respostas penais inadequadas, quer no sentido da cumulação de crimes, quer na direção da impunidade de determinado comportamento.

Nesse sentido, o que se propõe a examinar é o conflito específico entre os delitos de manipulação de mercado¹ e de *insider trading*² que podem se desenvolver no bojo de violação de normas do mercado de capitais.

Tome-se, assim, hipotética situação na qual o gestor de uma sociedade anônima divulga fatos relevantes falsos ao mercado com o nítido intuito de provocar uma expectativa positiva em potenciais investidores quanto à empresa. Posteriormente, ciente da falsidade das informações prestadas, lança mão de ações de sua propriedade vendendo-as diante daquele quadro posto anteriormente.

Em que medida a venda posterior de ações pode ser objeto de punição autônoma? Quando deve ser considerada parte da ação iniciada com o anúncio falso ao mercado?

São essas as indagações que o presente artigo se propõe a responder.

1 “Lei n. 6.385/1976 – Art. 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: (Artigo incluído pela Lei n. 10.303, de 31.10.2001) 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. (Incluído pela Lei n. 10.303, de 31.10.2001).”

2 “Lei n. 6.385/1976 – 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 n. 10.303, de 31.10.2001) 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. (Incluído pela Lei n. 10.303, de 31.10.2001).”

2 A fraude no contexto da criminalidade econômica

O desenvolvimento de um Direito Penal Econômico e Financeiro parece guardar uma conexão direta com a mudança de postura do Estado diante da realidade socioeconômica. Segundo John Vervaele, foi na passagem de um Estado vigilante noturno para um Estado intervencionista no plano socioeconômico que, no final do século XIX, surgiu o que hoje denominamos simplesmente de Direito Penal Econômico (VERVAELE, 2011, p. 15-16).

De modo mais preciso, foi nos Estados Unidos, durante o período nominado *progressive age*, no qual a intensa atividade legislativa nos mais variados campos levou ao surgimento de uma série de agências reguladoras (Federal Reserve Board, Food and Drug Administration, Inter State Commerce Commission e Fair Trade Commission), que se abriu espaço para a prática do que se convencionou como *regulatory offenses*, algo muito próximo do que hoje se tem por crime econômico (VERVAELE, 2011, p. 17-19).

Assim, também na Europa Continental o surgimento do Direito Penal Econômico deita suas raízes na regulação promovida no começo do século XX, que tem como exemplos, entre outros, a lei penal marco francesa (1905), que tinha por escopo proteger os consumidores contra fraudes e que incluía tanto produtos quanto o comércio (VERVAELE, 2011, p. 19).

Não se trata aqui de negar a existência autônoma de uma série de delitos – usura, açambarcamento de mercadorias, fraude no pagamento de impostos (SOUZA, 2011, p. 105) – que hoje teriam lugar, como parece intuitivo, no Direito Penal Econômico, em momento anterior ao final do século XIX e início do século XX, mas apenas da constatação de que o desenvolvimento autônomo e sistemático de tal ramo parece ter seu ponto de partida neste momento.

Como bem assenta Jorge Negreiros, em sua definição pioneira Sutherland demarca muito claramente que o criminoso do colarinho branco é alguém de “elevado estatuto social” (característica do ofensor) e que “pratica um delito relacionado com sua atividade profissional” (característica do crime) (NEGREIROS, 2017, p. 404).

Nas palavras do sociólogo norte-americano, a primeira razão pela qual a Justiça não lançava suas mãos sobre este tipo de criminalidade poderia ser encontrada na complexidade das violações à lei por parte dos empresários e no caráter difuso dos efeitos produzidos (SUTHERLAND, 2009, p. 83). Em síntese, diferentemente da *criminalidade tradicional* ou *clássica*, o delito do colarinho branco seria “invisível”³ aos olhos da maioria da população, o que diminuiria ou anularia o traço de sua reprovabilidade.

3 Sobre a aparência externa de licitude da conduta: BAJO; BACIGALUPO, 2010, p. 27.

Essa pretensa invisibilidade da criminalidade econômica era alcançada, o mais das vezes, pelo emprego da fraude, elemento presente nas mais diversas definições doutrinárias de crimes dessa estirpe.

Neste sentido, Morón Lerma:

La criminalidad económica encarna un sector delincucional, cuya importancia y controversia ha crecido, en lo últimos tempos, de forma constante. [...] A mi juicio, la formulación pionera de Sutherland, que definía esos delitos como aquellos cometidos por una persona de estatus socioeconómico alto en el ejercicio de su profesión, debe ser reinterpretada de forma acorde a la realidad criminológica actual. [...] las infracciones vinculadas a la delincuencia económica son cometidas usando un concreto modus operandi, vinculado a la idea de fraude o abuso de confianza en la comisión de estos ilícitos. Es decir, el criterio rector sugerido por Sutherland (estatus social y respetabilidad) pretendía designar, en el momento de su formulación, el ámbito profesional y social en el que las oportunidades para llevar a cabo delitos económicos se suscitaban de forma mayoritaria. (MORÓN LERMA, 2014, p. 51).

Também Bracher e Gagnon:

[...] o conjunto de crimes contra os bens, que são cometidos sem violência, mas com certa astúcia, embuste, ou ainda por abuso de uma posição de poder ou influência, tendo em vista o lucro. (BRACHER; GAGNON, 2008, p. 6).

Ainda que outras características possam ser apontadas como próprias desse tipo de delito, como “os efeitos devastadores para o funcionamento das instituições e da sociedade em geral” (NEGREIROS, 2017, p. 405), é a fraude o ponto de interseção de muitos dos crimes econômicos.

A relevância que assume para a configuração desses crimes e os mais variados campos onde se apresenta têm conferido à fraude um destaque que impulsiona a investigação criminológica na direção de sua compreensão, sua prevenção e seu sancionamento.

É nessa quadra investigativa que diversos autores têm retornado ao triângulo da fraude de Donald Cressey, um criminólogo americano que publicou, em 1953, os resultados de sua pesquisa na obra *Other people's money: a study in the social psychology of embezzlement*, na qual sustentou que a ocorrência de um comportamento fraudulento dependia de três elementos: 1) motivação (pressão ou necessidade); 2) oportunidade; e 3) racionalização (NEGREIROS, 2017, p. 406-407).

Diante da proposta do presente artigo, parece adequado restringir as reflexões em torno do triângulo da fraude, focando a análise no primeiro de seus elementos, a motivação ou pressão.

Embora em sua concepção Cressey entendesse que a pressão seria originada da emergência de um problema não compartilhável com terceiros, a doutrina tem promovido releituras do elemento motivação:

A maioria das classificações admite que pressões para cometer uma fraude podem ser originadas por pressões financeiras e pressões não financeiras (Fitzsimons, 2009; Albrecht, Albrecht, Albrecht & Zimelman, 2012). [...] As pressões financeiras são variadas, podendo incluir situações como investimentos fracassados ou outras perdas financeiras pessoais, viver acima de suas possibilidades [...]. As pressões não financeiras têm sido agrupadas em três categorias: 1) pressões que se relacionam com fatores laborais [...]; 2) pressões associadas a dependências de substâncias [...]; 3) pressões relacionadas com a necessidade de aumentar os meios financeiros a fim de adquirir ou manter um estilo de vida luxuoso (Rezaee, 2005; Dellaportas, 2013). Este tipo de motivação poderá estar associado a motivações egocêntricas (Dellaportas, 2013), orientadas para reforçar a autoridade e o prestígio pessoal do defraudador. (NEGREIROS, 2017, p. 408).

De relevo notar que os estudos em torno do elemento motivação no triângulo da fraude têm confirmado que o próprio comportamento fraudulento anteriormente realizado se estrutura como um outro fator adicional de pressão, o que conduz a fraude a um processo repetitivo e autorreforçador (NEGREIROS, 2017, p. 410).

Esse traço de retroalimentação na fraude – quanto mais se envolve com a fraude, mais se fica inclinado a se envolver – parece reafirmar a ideia do delinquente como um calculador racional:

La noción del delincuente como un calculador racional parecerá poco realista a muchos lectores, sobre todo cuando se aplica a delincuentes que tienen poca educación o a delitos que no se cometen por una ganancia pecuniaria. [...] Una creciente producción de literatura empírica sobre el delito ha revelado que los delincuentes responden a los cambios de los costos de oportunidad, de la probabilidad de la aprehensión, de la severidad del castigo y de otras variables relevantes como si fueran en efecto los calculadores racionales del modelo económico, y esto independientemente de que el delito se cometa por la ganancia pecuniaria o por impulso pasional, o por personas bien educadas o poco educadas, o aun poco educadas, o aun por menores. (POSNER, 2007, p. 350).

Se a realização de uma fraude se apresentou sob uma perspectiva positiva quanto aos resultados proporcionados ao indivíduo, este mesmo sujeito estaria propenso a reiterar aquele comportamento em busca de novos e similares ganhos.

Dentro de tais perspectivas, a doutrina não deixa escapar na análise da psicologia do fraudador o aspecto de que existiria, como importante fator motivacional, uma verdadeira calculadora de custos e benefícios:

[...] a teoria da escolha racional do crime empresarial (Paternoster & Simpson, 2008; Paternoster, 1996), concetualiza especificamente a influência das crenças morais no comportamento fraudulento. Um dos pressupostos desta abordagem é o de considerar que a decisão de cometer um crime empresarial resulta de uma avaliação dos benefícios (e.g., promoção, aumento salarial) e custos (e.g., redução do prestígio, sanção legal, censura social) associados à prática do crime empresarial, revestindo-se de grande importância as expectativas do sujeito em termos de custos e recompensas. (NEGREIROS, 2017, p. 412).

Não escapa, porém, da compreensão do fator motivacional o aspecto relativo ao desenvolvimento moral do indivíduo:

Uma compreensão mais aprofundada das motivações para cometer fraudes pode ainda se beneficiar dos contributos originários da teoria do desenvolvimento moral de Kohlberg (1981; 1984). [...] Embora a relação entre a prática de comportamentos fraudulentos e desenvolvimento do raciocínio moral seja um domínio negligenciado da investigação nesta área, é plausível supor que a motivação para cometer fraudes possa ser influenciada pelo nível de desenvolvimento moral do indivíduo. (NEGREIROS, 2017, p. 413).

Outro aspecto que parece igualmente relevante na abordagem é o baixo autocontrolo do indivíduo:

[...] a motivação para cometer uma fraude é indissociável de certos traços da personalidade do defraudador. [...] No âmbito dessas características da personalidade, o conceito de baixo autocontrolo tem recebido atenção particular na literatura criminológica. Gottfredson e Hirschi (1990), por exemplo, consideram o baixo autocontrolo como uma das dimensões centrais da Teoria Geral do Crime. Os autores definem crime como um “ato de força ou de fraude com vista a obter um interesse pessoal” (p. 15). O pressuposto central da teoria consiste em considerar que um baixo autocontrolo em conjugação com a oportunidade constitui a causa primordial do comportamento criminal, sejam “atos de força ou de fraude” [...]. (NEGREIROS, 2017, p. 416-417).

Destarte, parece de relevo que aportes criminológicos modernos sirvam para melhor compreensão da fraude e do seu enfrentamento.

Respostas adequadas no âmbito penal parecem cada vez mais estar condicionadas por aspectos como oportunidade e racionalidade, fatores estes que ao lado da concepção moral do indivíduo e do autocontrolo surgem como determinantes na decisão de se envolver ou não com a fraude, na medida em que passíveis de intervenção por parte do legislador⁴.

4 Sobre a necessidade de aumentar os custos e os riscos para a fraude fiscal: AYALA GÓMEZ, 2009, p. 24-25.

Prevenção e sanção devem guardar uma correlação direta com o binômio oportunidade-racionalidade. Isto se aprofunda na medida da concepção de uma função social da propriedade, o que legitima a intervenção do Estado no âmbito econômico, e também penal econômico, de forma a garantir um jogo econômico no qual a propriedade cumpra tal função⁵.

Registre-se, contudo, que uma concepção moral bastante discrepante daquela exigida pelas normas de convivência estabelecidas na lei não tem o condão de afastar a responsabilidade penal, mas tão somente de afirmar uma postura mais individualista diante de uma realidade que é coletiva.

Ocorre que, na qualidade de elemento estrutural de uma série de delitos no âmbito do Direito Penal Econômico, a fraude se presta a reafirmar a noção de crime econômico enquanto delito, no qual, a mais das vezes, estão conjugadas a fraude e o ganho ilícito⁶.

A par de tais considerações de ordem legitimadora da intervenção penal no âmbito da fraude econômica, não se pode olvidar que, estando associada a um determinado objetivo, o ganho econômico, ela se apresenta como elemento de enlace entre diversas condutas que se colocam em contextos fáticos próximos⁷.

Tomadas essas linhas, a fraude se torna o elemento de identidade em certos delitos visando possibilitar o ganho econômico, o que em mercados regulados, como o de capitais, diz com o escapar das amarras regulatórias ou violar de forma subliminar suas regras.

3 Dos delitos contra o mercado de capitais

Os delitos que são objeto da investigação precisam ter seus limites muito bem delineados para que se possa apartar as condutas neles descritas.

Por manipulação de mercado é possível entender a realização de um ato fraudulento destinado a provocar uma flutuação artificial da cotação das ações de uma empresa de capital aberto.

5 Sobre a tutela penal da função social da propriedade: BATISTA, 2006, p. 64-65.

6 Sobre a evolução do conceito de crime econômico a partir da abordagem de Sutherland: BAJO; BACIGALUPO, 2010, p. 21; SANTOS, 2001, p. 46.

7 Num paralelo com delitos do Direito Penal clássico, o ladrão, autor do furto e do roubo, não comete receptação quando transporta a coisa subtraída de um lugar a outro. Isto se dá na medida em que esta ação guarda uma relação de dependência com aquela. A responsabilidade penal se fixa exclusivamente no primeiro delito, ao qual corresponde já uma lesão patrimonial. É o princípio da consunção que fundamenta tal entendimento. Não obstante, se após já se ter desfeito do bem este mesmo ladrão vem a readquiri-lo, neste caso, não estando mais numa relação de dependência com a conduta anterior, torna-se perfeitamente possível a imputação de receptação diante da circulação patrimonial anômala.

De outra banda, o *insider trading* ou uso de informações privilegiadas relaciona-se à atuação no mercado de capitais aproveitando-se de uma informação que o mercado não dispõe em relação à empresa.

Embora comumente associados a dirigentes ou acionistas controladores de empresas de capital aberto, apenas o delito de *insider* é crime próprio (BITENCOURT; BREDÁ, 2014, p. 358); a manipulação é crime comum (BITENCOURT; BREDÁ, 2014, p. 318).

A compreensão do delito de *insider* como crime próprio se faz com base na ideia de que o agente deve ser detentor do dever de sigilo, o que é encontrado na regulamentação setorial promovida no Brasil pela Comissão de Valores Mobiliários (art. 8º da Instrução n. 358, de 3 de janeiro de 2002) (BITENCOURT; BREDÁ, 2014, p. 358).

É essa regulamentação administrativa, ao lado das disposições legais, que firma o substrato fundamental à compreensão dos delitos contra o mercado de capitais.

Dito de outra forma, à medida que o empresário abre o capital de sua empresa, colocam-se cotas (ações) da sociedade para circular no mercado de valores mobiliários, parcela do sistema financeiro, e passa-se a captar a poupança privada fomentando a própria atividade desenvolvida.

É exatamente essa captação da poupança privada o que induz a regulação estatal de tal atividade, impedindo que a abertura de capital se torne um instrumento para a locupletação de recursos de terceiros.

Em essência, a regulação dirige a tutela jurídica para a promoção de um capitalismo mais ético, em que aparecem *o dever de transparência e o de não se utilizar de informações ainda não divulgadas ao mercado* como consectários do fato de que o capital não pertence tão somente ao controlador, mas a todo um conjunto de investidores.

Nesse sentido, a doutrina espanhola:

Una inversión depende en gran medida no sólo de la pericia y la buena gestión del patrimonio empresarial o financiero de la sociedad cotizada por parte de sus administradores, sino también, fundamentalmente de las informaciones suministradas y puestas en conocimiento del público en general. Entre ellas destacan las que pueden influir en la cotización de los títulos, como son las operaciones realizadas por los propios órganos de la sociedad, porque con la difusión se puede estimar el valor de la empresa por parte de los inversores y de esta forma permitirles calcular la rentabilidad de su inversión a la vista de aquella información. (GÓMEZ INIESTA, 2006, p. 159).

A importância da transparência na condução de empresas de capital aberto se reflete na constatação dos inúmeros escândalos financeiros verificados nos Estados Unidos e na Europa nos quais fora negligenciado tal aspecto na condução de empresas:

Esto que parece de un evidencia asombrosa, no ha sido así. La lista de escándalos producidos en los últimos años se multiplica: Gescartera o Alierta, en nuestro país; Enron o WorldCom, en Estados Unidos. En muchos casos, los administradores, actuando en beneficio propio y al margen de las reglas contables, llevaron a cabo un entramado suministrando información incompleta y dejando activos y deudas fuera de su cuenta de resultados, o bien los falsearon mostrando más beneficios de los reales, cuando una correcta contabilidad habría indicado enormes pérdidas. (GÓMEZ INIESTA, 2006, p. 160).

Destarte, a divulgação falsa ou parcial de fatos relevantes colide com o dever de transparência necessário ao mercado de capitais, assim como o uso de informações privilegiadas faz do dirigente da sociedade alguém que opera em condições diferenciadas em relação a todos os demais investidores (Lei n. 6.404/1976)⁸.

Esse tipo de limitação assenta que a liberdade no capitalismo não é absoluta, mas conformada por certos objetivos de índole social próprios da ordem econômico-constitucional.

Nesse sentido já assentou a doutrina:

Fundamentada ideologicamente no “capitalismo”, pelo direito à propriedade privada abrangente de toda espécie de bens, aí incluídos os de produção, registra restrições como a da função social da propriedade ou da repressão ao abuso de poder econômico [...] Para identificar seu caráter simbiótico, composto ou plural, apontam-se a função social da propriedade, a defesa do consumidor e a redução das desigualdades regionais, especialmente as sociais. Sobrepondo-se-lhes, citam-se os “fundamentos” da “valorização do trabalho humano” e da “justiça social”, que, ao lado da “livre iniciativa”, tanto atendem ao neoliberalismo, como à social-democracia identificada pelos seus prosélitos nesta mesma Carta de 1988. (SOUZA, 2002, p. 459-461).

8 “Art. 155. O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios, sendo-lhe vedado: [...] § 1º Cumpre, ademais, ao administrador de companhia aberta, guardar sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, obtida em razão do cargo e capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários, sendo-lhe vedado valer-se da informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários. [...] § 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 n. 10.303, de 2001).”

Reafirma-se, com isso, o que fora dito por Tiedemann (1995, p. 17) ao afirmar que a vigente Constituição Brasileira adotou “uma economia de mercado mitigada pelo poder intervencionista do Estado”. Com efeito, vale recordar que a intervenção estatal no espaço econômico se dirigiu à superação dos descaminhos do liberalismo, que, conforme Eros Grau (2007, p. 95), reduzia-se ao reconhecimento da realidade.

A transformação do papel do Estado fez com que se lhe atribuísse a missão de coordenar políticas públicas para conformar o “mundo do ser” (GRAU, 2007, p. 73-74), fazendo-o, entre outras formas, mediante intervenção nos regimes jurídicos do contrato e da propriedade (GRAU, 2007, p. 95).

4 Manipulação e insider como formas de afetação do bem jurídico tutelado

O pressuposto fundamental de um sistema econômico capitalista é o de que nele o mercado, espaço onde se realizam trocas, seja o ambiente adequado ao equacionamento do problema econômico.

Ocorre que para que tal situação se verifique é necessário “o acesso de todos os operadores de um mercado, ou seja, de todos aqueles que nele exerçam influência, às informações sobre o mesmo e sobre as características dos produtos nele negociados” (NUSDEO, 2001, p. 143).

É preciso que investidores atuem em condições de igualdade, que detenham as mesmas informações.

Apenas quando presente essa igualdade será possível alcançar o preço natural de cada bem econômico, inclusive ações, possibilitando, assim, relações de troca baseadas na manifestação da escassez de um bem no preço (NUSDEO, 2001, p. 143).

Exsurge daí a importância da tutela jurídica do fluxo de informações dentro do sistema capitalista tanto no campo do consumidor, onde inúmeras normas se apresentam, quanto no âmbito da lei das sociedades anônimas:

Fora do campo do consumo, a própria lei das sociedades anônimas contém diversos dispositivos agrupados sob o título “Dever de informar”, o mesmo valendo para a regulamentação das operações em Bolsa e em diversas outras hipóteses. Em uma empresa dedicada a empreitadas públicas, os diretores e principais assessores podem ficar sabendo a respeito de um grande contrato a ser por ela celebrado, por exemplo, para a construção de um trecho do metrô de uma grande cidade. Estes personagens poderão ir à Bolsa de Valores e adquirir grande quantidade de ações daquela companhia, para revendê-las com substancial lucro, logo depois, quando a notícia do contrato chegar ao mercado bursátil, elevando os

preços daqueles papéis. O mesmo poderá se dar, em sentido inverso, se o contrato vier a ser cancelado. A isso chama-se de “informação privilegiada” ou em inglês *insider trading*, isto é, negociação por aqueles de dentro – em muitas legislações capitulado como crime –, caso não feita ao mercado a competente comunicação. (NUSDEO, 2001, p. 143).

Dentro do modelo econômico capitalista, o mercado de capitais cumpre o relevante papel de viabilizar atividades que dependem de financiamento pela canalização da poupança popular e, ao mesmo tempo, possibilitam aos investidores concorrer nos resultados da empresa reforçando sua função social.

Ocorre que os delitos em questão fraudam a legítima expectativa dos investidores, na medida em que possibilitam atender às ganâncias de diretos das empresas e de seus controladores (GÓMEZ INIESTA, 2006, p. 160).

Neste sentido:

Quando se habla de abuso de mercado nos estamos refiriendo a comportamientos realizados por sujetos que se aprovechan de su especial situación para utilizar informaciones no disponibles por el resto de operadores (*insider trading*), que falsean el mecanismo de fijación de precios de los instrumentos financieros o que divulgan informaciones falseas o erróneas (manipulación de mercado), obstaculizando la real y plena transparencia del mercado. (GÓMEZ INIESTA, 2006, p. 162).

Cuidando do bem jurídico protegido no art. 27-C, a doutrina brasileira assim expõe:

O bem juridicamente protegido pela ameaça penal, no art. 27-C, é, genericamente, o da estabilidade do mercado de capitais; mais especificamente, visa a norma proteger o processo de formação de preços dos valores mobiliários no mercado, evitando sua alteração artificial. Os preços dos valores mobiliários no mercado – ou sua cotação – devem ser formados pelo livre jogo da oferta e procura, refletindo todas as informações disponíveis sobre tais ativos e sobre as companhias emissoras. (CARVALHOSA; EIZIRIK, 2002, p. 533-534).

Ao tratar do delito previsto no art. 27-D, a indicação do bem jurídico é feita nos seguintes termos:

A norma protege as relações de confiança, transparência e lealdade entre todos os participantes do mercado de capitais, espaço que deve se qualificar pela igualdade de oportunidades oferecida aos investidores. (BITENCOURT; BREDA, 2014, p. 356-357).

Ao que parece, apesar da indicação pela doutrina de aspectos diferentes do mercado de capitais como objeto de tutela nos delitos examinados, seria a funcio-

nalidade do mercado de capitais o bem jurídico tutelado, seu conjunto de regras, suas premissas de funcionamento consoante um sistema econômico capitalista.

Essa aparenta ser, com algum complemento, a posição seguida por Tiedemann, que, comentando a legislação bávara, afirma que os delitos de fraude no investimento de capital, manipulação ou cotação de preços de mercado, incitação a operações especulativas e uso de informação privilegiada teriam como bem jurídico tutelado imediato o mercado de capitais e sua capacidade de funcionamento, tutelando-se, também, o patrimônio individual do investidor de capitais e sua liberdade de disposição patrimonial (TIEDEMANN, 2010, p. 374).

Não se deixa de reconhecer que investidores podem ser afetados por tais condutas, porém, tendo em conta que a estruturação dos delitos no Brasil se fez a partir de crimes formais e de perigo, o objeto da tutela parece ser, de fato, a funcionalidade do mercado de capitais que é posta em perigo por essas condutas.

Contudo, a atuação no mercado de capitais em desacordo com as citadas regras de transparência parece violar, também, a confiança dos investidores, necessária ao surgimento de um mercado de capitais desenvolvido e capaz de fomentar o desenvolvimento econômico.

Neste ponto, demarque-se, está mais um traço da proximidade entre os delitos econômicos e o estelionato.

Nesse sentido destaca a doutrina espanhola:

[...] nos encontramos ante un asunto de confianza: confianza en una aplicación estricta de las normas contables y del mercado de valores, para que los que ocupan cargos de administración o dirección no manipulen los resultados contables en beneficio propio, ni utilicen información privilegiada [...]. (GÓMEZ INIESTA, 2006, p. 162).

Delineadas a funcionalidade do mercado e a confiança dos investidores como objetos principais da tutela nos dois delitos examinados, torna-se possível empreender o exame da questão posta inicialmente.

5 Do Direito Penal clássico ao Direito Penal Econômico: contributo de Nelson Hungria para a resolução do conflito

Encontrar a correta resposta punitiva para um fato concreto é medida que tangencia o tema do concurso de crimes e do conflito aparente de normas. Embora a doutrina brasileira, por convenção, promova o estudo do conflito no âmbito da teoria da norma (HUNGRIA, 1958, p. 136-140; BITENCOURT, 2016, p. 254-259; SOUZA; JAPIASSÚ, 2015, p. 149-155), é certo que o tema toca no concurso de crimes, como dispõe parte da doutrina alienígena (MUÑOZ CONDE; GARCÍA ARAN, 2010, p. 470-475).

A pretensão de resolução do conflito entre dois delitos como os mencionados acima esbarra, assim, num dos temas mais relevantes do Direito Penal. Nesse sentido já destacou a doutrina portuguesa ser este

[...] um dos mais torturantes problemas de toda a ciência do direito criminal (Eduardo Correia) ou problema dogmático extremamente complicado (Cavaleiro de Ferreira) e, ainda, um dos mais complexos e difíceis assuntos de todo o direito penal (Faria Costa). (ANDRADE, 2010, p. 13).

Conforme mencionado, tanto os delitos de manipulação de mercado quanto de *insider trading* são formais. Contudo, em ambos aparece como elemento do tipo, o que se pode dizer, a nota fundamental de delitos desse jaez, a busca pelo ganho econômico-financeiro, *o fim de obter vantagem indevida ou lucro, para si ou para outrem, e capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiro, com valores mobiliários.*

Essa proximidade entre os delitos induz ao questionamento sobre a possibilidade de imputação simultânea de ambos quando diante da prática de manipulação de mercado o agente lance mão da venda de ações.

Ao que parece é necessário realizar, dentro das mesmas premissas, uma separação das condutas, tal como ocorre no estelionato.

É dizer, quando se imputa a um agente a divulgação de informações inverídicas ao mercado empolgado pela intenção de movimentá-lo artificialmente e, conseqüentemente, obter lucro, a realização do ganho econômico dentro deste mesmo contexto poderia ser objeto de imputação autônoma?

Como dito acima, a funcionalidade do mercado de capitais e a confiança dos investidores seriam os objetos de tutela dos crimes contra o mercado de capitais de *manipulação e insider*.

Tal percepção se justifica em razão da violação do dever de transparência, quer seja divulgando algo parcialmente ou falso, quer atuando com informações que os demais investidores não possuem. Em ambos há uma quebra das regras de atuação no mercado de capitais e da confiança que deve existir em torno dos negócios.

Feitas essas considerações, parece estar no jogo de informações a nota distintiva para identificar a ocorrência de um concurso de crimes ou uma hipótese de mero conflito aparente a ser resolvido por um dos princípios específicos (consumção, especialidade, subsidiariedade e alternatividade).

Quando lançados sobre a mesma base fática, ou seja, *sobre a mesma informação (mesma base fática relacionada à fraude)*, não parece razoável reconhecer um concurso de crimes, mas uma hipótese de absorção do *insider* pela manipulação.

Tome-se, conforme mencionado, o delito de estelionato como célula *mater* dos delitos de fraude do Direito Penal Econômico.

Das lições de Nelson Hungria é possível compreender que as duas modalidades de estelionato – “induzir a erro” e “manter em erro” – são impossíveis:

Entende-se por “erro” a falsa ou nenhuma representação da realidade concreta, funcionando como vício do consentimento da vítima. No *induzimento* em erro, a vítima toma *aliud pro alio*; na *manutenção* em erro, *desconhece* a realidade. O agente, no primeiro caso, tem a iniciativa de causar o erro; no segundo, preexistindo o erro, causa a sua *prolongação* ou *persistência*, impedindo, por sua conduta astuciosa ou omissiva do dever ético-jurídico de o revelar, que a vítima dele se liberte. (HUNGRIA, 1955, p. 204. Grifos do original).

Conjugada essa lição com a dinâmica das informações no âmbito de uma sociedade de capital aberto, evidencia-se a conexão relevante nos tipos penais supracitados entre informação e investidor, pois a decisão de investir está na relação direta com o tipo de informação que é trazida ao mercado pela empresa.

Não por outra razão os mais rumorosos escândalos econômicos verificados na Europa e nos EUA guardavam relação direta com o descompasso nessa relação informação-investimento (GÓMEZ INIESTA, 2006, p. 160).

A jurisprudência brasileira disso não se afastou ao examinar o delito de *insider trading*⁹.

Do mesmo modo, é possível traçar um paralelo entre o delito de manipulação de mercado e o estelionato na modalidade “induzir a erro” e entre o crime de *insider trading* e o delito patrimonial em sua modalidade “manter em erro”.

No delito de manipulação, o agente viola o dever de prestar informações verdadeiras criando um ambiente no qual a percepção dos investidores é

9 “[...] 3. A responsabilidade penal pelo uso indevido de informação privilegiada, ou seja, o chamado Insider Trading – expressão originária do ordenamento jurídico norte-americano – ocorreu com o advento da Lei n. 10.303/2001, que acrescentou o artigo 27-D à Lei n. 6.385/76, não existindo, ainda, no Brasil, um posicionamento jurisprudencial pacífico acerca da conduta descrita no aludido dispositivo, tampouco consenso doutrinário a respeito do tema. 4. A teor do disposto nos arts. 3º e 6º da Instrução Normativa n. 358/2002 da Comissão de Valores Mobiliários e no art. 157, § 4º, da Lei n. 6.404/1976, *quando o insider detiver informações relevantes sobre sua companhia deverá comunicá-las ao mercado de capitais tão logo seja possível, ou, no caso em que não puder fazê-lo, por entender que sua revelação colocará em risco interesses da empresa, deverá abster-se de negociar com os valores mobiliários referentes às informações privilegiadas, enquanto não forem divulgadas*. 5. Com efeito, para a configuração do crime em questão, as ‘informações’ apenas terão relevância para esfera penal se a sua utilização ocorrer antes de serem divulgadas no mercado de capitais. A legislação penal brasileira, entretanto, não explicitou o que venha a ser informação economicamente relevante, fazendo com que o intérprete recorra a outras leis ou atos normativos para saber o alcance da norma incriminadora. [...]” (STJ: REsp 1569171/SP, min. GURGEL DE FARIA, QUINTA TURMA, Data do Julgamento 16.2.2016, Data da Publicação/Fonte DJe 25 fev. 2016) [sem grifo no original].

equivocada e, conseqüentemente, as decisões são tomadas em erro. Noutras palavras, se no estelionato o erro é o móvel para a atuação da vítima, que, sem perceber, se desapossa, na manipulação é o erro que motiva o investimento.

Contudo, diferentemente do estelionato, a manipulação é um crime formal, logo, dispensa-se o ganho ilícito decorrente da conduta.

No *insider*, por outro lado, o agente, tal como no *steliionatus*, viola o dever jurídico de informar e de não se locupletar de uma informação que detém ainda não compartilhada com os demais investidores.

Colocada a questão nesses termos, a concretização do ganho ilícito decorrente da manipulação de mercado tem na venda de ações, se não a principal, uma das mais evidentes formas de concretização dele.

Por isso, não parece adequado imputar automaticamente *insider* a quem já é responsabilizado por manipulação de mercado em relação às mesmas informações que seriam sonegadas no momento do *insider*. Afinal, é intuitivo que quem divulga uma informação falsa não a revelará ao mercado quando de sua operação de compra ou venda.

Isso não significa, porém, que a negociação das ações reste desprezada pelo Direito Penal, pois em se tratando de delito formal a materialização do resultado (ganho) autoriza o aumento da pena conforme assente na jurisprudência pátria¹⁰.

Outrossim, quando praticados sobre a mesma base de informação os delitos se resolvem pela aplicação do princípio da consunção, reconhecendo o *insider trading* um *post factum* impunível (SOUZA; JAPIASSÚ, 2015, p. 154) do delito de manipulação de mercado.

Por outro lado, se entre a conduta de manipulação de mercado e a ocorrência do *insider* acudirem novas informações privilegiadas para o agente, alterada a base informacional, é de se reconhecer um concurso de crimes, ainda que ocorra, simultaneamente, o uso daquela informação falsamente divulgada antes.

6 Conclusão

Como assentado na introdução, o Direito Penal Econômico provoca uma releitura da teoria do delito de forma a adequá-la aos diferentes objetos de tutela deste âmbito. O conflito aparente de normas passa a exigir não apenas

10 “[...] tendo o réu sido condenado pela prática de crime formal, verificado o seu exaurimento pela ocorrência do resultado, tal fato pode ser utilizado como fundamento idôneo para exasperar a pena-base na apreciação das conseqüências do delito. [...]” (STJ: HC 41.466/MG, rel. min. GILSON DIPP, QUINTA TURMA, DJ 10 out. 2005). No mesmo sentido: STJ, REsp 1520203/SP, min. MARIA THEREZA DE ASSIS MOURA, SEXTA TURMA, Data do Julgamento 15.9.2015, Data da Publicação/Fonte *DJe* 1º out. 2015, RT, vol. 962, p. 424.

a compreensão da relação entre dois tipos penais, mas também os objetos específicos de regulamentação extrapenal e o modo como são conduzidos.

A funcionalidade do mercado de capitais, isto é, o modo como deve operar, deriva de suas regras, o que é objeto de regulamentação extrapenal. O conflito de normas passa, como visto, a ser informado, também, por tais regulamentações e, redimensionado, passa a operar soluções que vão além da mera subsunção do fato à norma, caso se pretenda alcançar uma justa resposta punitiva neste âmbito.

A resolução do conflito aparente entre manipulação de mercado e *insider trading* há de ser feita tendo por base, além do contexto fático, a informação falsa ou incompleta veiculada no primeiro. Sendo o *insider* realizado a partir dela, não há outra solução senão a da absorção do *insider* pela manipulação, o crime mais grave. Por outro lado, diversas as informações, há concurso material de crimes.

REFERÊNCIAS

ANDRADE, João da Costa. *Da unidade e pluralidade de crimes: doutrina geral e crimes tributários*. Coimbra: Wolters Kluwer Portugal/Coimbra Ed., 2010.

AYALA GÓMEZ, Ignacio. Antecedentes legislativos de los delitos contra la hacienda pública. In: TOLEDO Y UBIETO, Emilio Octavio (Dir. y Coord.). *Delitos e infracciones contra la hacienda pública*. Valencia: Tirant lo Blanch, 2009. p. 23-62.

BAJO, Miguel; BACIGALUPO, Silvina. *Derecho penal económico*. Segunda edición. Madrid: Editorial Centro de Estudios Ramón Areces S/A, 2010.

BATISTA, Nilo. *Lições de direito penal falimentar*. Rio de Janeiro: Revan, 2006.

BITENCOURT, Cezar Roberto; BREDA Juliano. *Crimes contra o sistema financeiro nacional & contra o mercado de capitais*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2014.

BITENCOURT, Cezar Roberto. *Tratado de direito penal*, v. 1, Parte geral. 22. ed. São Paulo: Saraiva, 2016.

BRACHER, J. L.; GAGNON, C. A criminalidade económica. In: BLANC, Marc Le; OUIMET, Marc; SZABO, Denis (Coords.). *Tratado de criminologia empírica*. Lisboa: Climepsi Editores, 2008.

CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. *A nova Lei das S.A.* São Paulo: Saraiva, 2002.

GÓMEZ INIESTA, Diego J. Fraudes en el mercado de valores: a propósito de la propuesta de eurodelitos de manipulaciones bursátiles y abuso de información privilegiada. In: ARROYO ZAPATERO, Luis; NIETO MARTÍN, Adán (Coords.). *Fraude y corrupción en el derecho penal económico europeo*. Eurodelitos de corrupción y fraude. Cuenca: Ediciones de la Universidad de Castilla-La Mancha, 2006.

GRAU, Eros Roberto. *A ordem econômica na Constituição de 1988*. 12. ed. São Paulo: Malheiros, 2007.

HUNGRIA, Nelson. *Comentários ao Código Penal*, v. I, tomo I. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1958.

_____. *Comentários ao Código Penal*, v. VII. Rio de Janeiro: Forense, 1955.

MARTINS, Guilherme D'Oliveira. Prefácio. In: MAIA, António; SOUSA, Bruno; PIMENTA, Carlos (Coords.). *Fraude em Portugal: factos e contextos*. Coimbra: Edições Almedina, 2017.

MORÓN LERMA, Esther. El perfil criminológico del delincuente económico. In: GARCÍA ARÁN, Mercedes (Dir.). *La delincuencia económica: prevenir y sancionar*. Valencia: Tirant lo Blanch, 2014.

MUÑOZ CONDE, Francisco; GARCÍA ARAN, Mercedes. *Derecho penal*. Parte general. 8. ed. Valencia: Tirant lo Blanch, 2010.

NEGREIROS, Jorge. Psicologia do defraudador. In: MAIA, António; SOUSA, Bruno; PIMENTA, Carlos (Coords.). *Fraude em Portugal: factos e contextos*. Coimbra: Edições Almedina, 2017.

NUSDEO, Fábio. *Curso de economia: introdução ao direito econômico*. 3. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2001.

POSNER, Richard A. *El análisis económico del derecho*. Trad. Eduardo L. Suárez. México: Fondo de Cultura Económica, 2007.

QUINTERO OLIVARES, Gonzalo. Sobre los delitos económicos como subsistema penal. In: SERRANO-PIEDecasas, José Ramón; DEMETRIO CRESPO, Eduardo. *El derecho penal económico y empresarial ante los desafíos de la sociedad mundial del riesgo*. Madrid: Colex, 2010.

SANTOS, Cláudia Maria Cruz. *O crime do colarinho branco* (da origem do conceito e sua relevância criminológica à questão da desigualdade na administração da justiça penal). Coimbra: Coimbra Ed., 2001.

SOUZA, Artur de Brito Gueiros. Da criminologia à política criminal: direito penal econômico e o novo direito penal. In: _____ (Org.). *Inovações no direito penal econômico: contribuições criminológicas, político-criminais e dogmáticas*. Brasília: ESMPU, 2011. p. 105-145.

SOUZA, Artur de Brito Gueiros; JAPIASSÚ, Carlos Eduardo Adriano. *Direito penal*. Parte geral: arts. 1º a 120. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2015.

SOUZA, Washington Peluso Albino de. *Teoria da constituição econômica*. Belo Horizonte: Del Rey, 2002.

SUTHERLAND, Edwin H. *El delito de cuello blanco*. Traducción directa del inglés: Laura Belloqui. Montevideo/Buenos Aires: Editorial B de F, 2009.

TIEDEMANN, Klaus. Apresentação crítica: crimes contra a ordem econômica. In: ARAÚJO JÚNIOR, João Marcello de. *Dos crimes contra a ordem econômica*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1995.

_____. *Manual de derecho penal económico: parte general y especial*. Valencia: Tirant lo Blanch, 2010.

VERVAELE, John A. E. Un enfoque histórico al derecho penal económico y financiero. In: VERVAELE, JOHN A.E.; HERNÁNDEZ QUINTERO, Hernando A. *Estudios de derecho penal económico y financiero*. Ibagué: Universidad de Ibagué, Oficina de Publicaciones, 2011.