

NOTAS SOBRE O WHISTLEBLOWING COMO INSTRUMENTO DE PREVENÇÃO AO INSIDER TRADING NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

Whistleblowing as a tool to prevent insider trading in the Brazilian stock market

ANTONIO TOVO

Doutor em Direito Penal pela USP

Coordenador da área de penal empresarial e compliance de Souto Correa Advogados.

CÁSSIO MACEDO

Mestre em Ciências Criminais pela PUCRS

Advogado da área de penal empresarial e compliance de Souto Correa Advogados

Resumo: O uso de informação relevante ainda não divulgada no mercado de valores mobiliários para obter vantagem indevida é uma conduta típica, ilícita e culpável que ganhou novos contornos legislativos e, também, a atenção das agências reguladoras e punitivas. Trata-se de um dos principais temas envolvendo mercado de capitais e direito penal econômico. Neste artigo, faz-se uma análise dos aspectos penais do delito de *insider trading* para depois analisar a viabilidade do *whistleblowing* enquanto ferramenta para prevenir o *insider trading* no mercado de capitais. Para tanto, analisa-se o programa de *whistleblowers* da comissão de valores mobiliários dos Estados Unidos, bem como as diretrizes regulatórias daquele país para combater a criminalidade econômica.

Palavras-chave: *insider trading*; uso de informação privilegiada; mercado de valores mobiliários; mercado de capitais; crimes contra o mercado de capitais; *whistleblowing*; *United States Securities and Exchange Commission (SEC)*; Programa de *whistleblower* da SEC; Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Abstract: The practice of trading on the basis of material, nonpublic information in insider trading cases is a crime according to Brazilian law. This conduct has gained new legislative contours and also the attention of enforcement agencies. It is one of the main themes involving white-collar crime and securities markets. In this paper we analyze the criminal aspects of insider trading and the viability of whistleblowing as a tool to prevent this practice. In order to that, we analyze the Securities and Exchange Commission's whistleblower program, its regulatory guidelines and enforcement priorities.

Keywords: insider trading; trading on the basis of material nonpublic information; stock exchange; securities markets; whistleblowing; Securities and Exchange Commission; SEC Whistleblower Program; Securities and Exchange Commission of Brazil (CVM).

Introdução

A importação de institutos jurídicos do *common law* ao sistema judicial brasileiro não pode ser considerada um fenômeno recente, nem exclusividade de nosso desenvolvimento legislativo enquanto país de tradição romano-germânica. Frise-se que tal tendência, a priori, não é necessariamente negativa ou positiva, entretanto exige que os atores locais reflitam sobre o pacote jurídico a ser importado, especialmente, se o país que o desenvolveu já aprendeu com seus erros a fim de aprimorar sua realidade.

Desde as décadas finais do século XX, proliferaram-se diversos institutos e teorias jurídico-penais: a responsabilização penal da pessoa jurídica, o criminal *compliance*, os programas de *compliance* em sentido amplo, a teoria da cegueira deliberada¹ (*willful blindness*), os acordos de leniência, as colaborações premiadas, os acordos penais como o *plea bargain*, o instituto do *whistleblowing* e a prática de *insider trading*. Esses novos desdobramentos revelam uma nítida influência das criações legais dos Estados Unidos² e, sem dúvidas, alteraram substancialmente o direito penal brasileiro, como também reconfiguraram o processo penal e a própria advocacia criminal.

O objetivo deste artigo é avaliar os aspectos penais do *insider trading*, traçando um panorama da produção legislativa brasileira, de sua aplicação nos mais recentes e relevantes casos para, então, realizar uma comparação com os avanços regulatórios e penais das últimas décadas nos EUA.

Os aspectos penais a serem analisados serão os seguintes: i) o conceito de *insider trading*, a evolução legislativa brasileira e o bem jurídico protegido nos crimes contra o mercado de capitais; ii) a responsabilidade penal por *insider trading* de acordo com as cortes brasileiras e, iii) a atuação conjunta da SEC, agência reguladora do mercado mobiliário estadunidense, e do *Department of Justice* para descobrir e punir o *insider trading* por meio da figura do *whistleblower*.

De acordo com estudo conduzido por pesquisadores brasileiros, tem-se a seguinte conformação: apesar da criação dos crimes contra o mercado de capitais, o combate ao uso de informação privilegiada no mercado de capitais permanece, predominantemente, na esfera administrativa. A pesquisa analisou casos de 2002 a 2015 e constatou que menos de 10% dos casos de *insider trading*

1 Em trabalho essencial sobre o tema, LUCCHESI assinala: “Identificou-se como problema central a existência de um corpo pouco homogêneo de decisões aplicando cegueira deliberada, de modo que, como transplantada pelos tribunais brasileiros, a cegueira deliberada funciona como uma categoria que visa à expansão do alcance do dolo para além do campo delimitado pelo legislador brasileiro, invadindo o território da imprudência”. LUCCHESI, Guilherme Brenner. *Punindo a culpa como dolo: o uso da cegueira deliberada no Brasil*. São Paulo: Marcial Pons, 2018. p. 193

2 Tema analisado na evolução dos institutos de justiça consensual por TOVO, Antonio e MALACARNE, Emília Klein. A marcha triunfal dos institutos transplantados no processo penal brasileiro: passado, presente e futuro. In: CAVALCANTI, Fabiane da Rosa; FELDENS, Luciano; RUTTKE, Alberto (Org.). *Garantias Penais: estudos alusivos aos 20 anos de docência do professor Alexandre Wunderlich*. Porto Alegre: Boutique Jurídica, 2019.

aportaram ao Poder Judiciário por meio de ações penais.³

Evidentemente, existem diversos motivos para explicar esse percentual. O propósito deste artigo, além de traçar as análises supracitadas, é tecer algumas observações sobre a experiência estrangeira com o viés de oferecer uma alternativa de descoberta desse tipo de conduta. Não pretendemos esgotar o complexo tema do *insider trading* sob o viés da ciência penal, tampouco analisar exclusivamente os efeitos administrativos dessa prática, por mais que seja necessário olhar para os conceitos administrativos e societários que perfectibilizam a norma penal do uso indevido de informação privilegiada.

Portanto, nosso objetivo é abordar a experiência de uma solução viável para descobrir esse tipo de prática. Pretende-se esclarecer os caminhos trilhados pelo poder regulatório e persecutório do mercado de capitais norte-americano, destacando-se o papel do *whistleblower*, ou seja, de um agente denunciante na descoberta de crimes financeiros como o *insider trading* e a maneira com a qual os EUA passou a combater esse tipo de prática.

1. Da criação do tipo penal de *insider trading*

O uso indevido de informação privilegiada, conhecido globalmente por *insider trading*, é uma prática restrita em todos os países que possuem algum nível de organização em seu mercado de capitais. O Brasil não foge à regra. Realizando-se uma delimitação conceitual do tema, o *insider trading* nada mais é do que a negociação de valores mobiliários de emissão de uma companhia a partir de informações que ainda não são de conhecimento público dos demais investidores.

Desse modo, viola-se uma regra basilar desse sistema: o dever de divulgação de fatos relevantes. Tal dever institui a obrigação das companhias abertas de divulgar qualquer informação ocorrida nos negócios da empresa que tenha poder de influir⁴ na decisão dos investidores sobre a compra ou venda de valores mobiliários emitidos pela companhia.⁵

Com relação ao tipo de informação não disponível no mercado que tenha capacidade de causar oscilação nos valores de ativos, vale destacar a análise de 50 casos de processos adminis-

3 PRADO, Viviane Muller; RACHMAN, Nora; VILELA, Renato. *Insider trading: normas, instituições e mecanismos de combate no Brasil*. São Paulo: FGV Direito SP, 2016.

4 De acordo com a Instrução CVM nº 358/2002, considera-se relevante qualquer decisão de acionista controlador, deliberação de assembleia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, comercial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável: (i) na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados; (ii) na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários; (iii) na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados, conforme art. 2º, *caput*. No parágrafo único do art. 2º está disposto um rol não taxativo de exemplos de ato ou fato potencialmente relevante.

5 Art. 157, § 4º da Lei das S.A.

trativos sancionadores (PAS) julgados pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Tal estudo aponta as principais informações privilegiadas utilizadas ilicitamente para caracterizar o *insider trading*: modificação do controle acionário, reorganização societária, fechamento de capital, recompra de ações, informações financeiras conhecidas antes da divulgação de fato relevante, reestruturação de dívidas, entrada de novos sócios e, por fim, informações sobre novos negócios da companhia.⁶

Além de sua conformação enquanto infração administrativa, tipificada tanto na Lei das S.A. (Lei nº 6.404/76)⁷ quanto na Instrução CVM nº 358/2002,⁸ criminalizou-se o *insider trading* por meio da Lei nº 10.303/2001. Para além da inovação no âmbito criminal, tal lei trouxe mais dois marcos importantes sobre o uso de informação privilegiada: determinou a competência da CVM para proteger o investidor desse ilícito e criou uma nova proibição na Lei das S.A.⁹

Portanto, rememora-se que, em conformidade com o sistema jurídico brasileiro, estamos a tratar de uma conduta reprovável que pode ensejar responsabilização civil (ação de reparação dos danos causados), administrativa e penal, bem como a imposição, cumulativamente, de sanções administrativas e penais aos envolvidos.

Embora exista uma predominância do direito administrativo para a efetivação do cumprimento legal e regulatório do mercado de capitais, sabe-se que o direito penal consiste no instru-

6 PRADO, Viviane Muller; RACHMAN, Nora; VILELA, Renato. *Insider trading: normas, instituições e mecanismos de combate no Brasil*. São Paulo: FGV Direito SP, 2016. p. 60.

7 Art. 155. O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios, sendo-lhe vedado:

I – usar, em benefício próprio ou de outrem, com ou sem prejuízo para a companhia, as oportunidades comerciais de que tenha conhecimento em razão do exercício de seu cargo;

II – omitir-se no exercício ou proteção de direitos da companhia ou, visando à obtenção de vantagens, para si ou para outrem, deixar de aproveitar oportunidades de negócio de interesse da companhia;

III – adquirir, para revender com lucro, bem ou direito que sabe necessário à companhia, ou que esta tencione adquirir.

§ 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.

8 Art. 13. Antes da divulgação ao mercado de ato ou fato relevante ocorrido nos negócios da companhia, é vedada a negociação com valores mobiliários de sua emissão, ou a eles referenciados, pela própria companhia aberta, pelos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, ou por quem quer que, em virtude de seu cargo, função ou posição na companhia aberta, sua controladora, suas controladas ou coligadas, tenha conhecimento da informação relativa ao ato ou fato relevante. (...)

9 Adicionou-se a letra “c”, no item IV, do artigo 4º da Lei nº 6.385/76, de modo a determinar expressamente a competência da CVM para: Art. 4. (...) IV. proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores de mercado contra: (...) c) uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários. Adicionou-se o parágrafo 4º ao artigo 155 da Lei das S.A.:

Art. 155 (...), §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.

mento mais gravoso de intervenção estatal e, além disso, há algumas décadas, a legislação penal especial tem funcionado enquanto meio de tutela de interesses supraindividuais.¹⁰

Nesse sentido, cumpre trazer a lição de Luciano FELDENS:

Deposita-se no Direito Penal, inegavelmente, a missão de coibir as condutas que revelem dano – ou mesmo hipótese de se sua ocorrência – a bens ou interesses vitais à sociedade. Enquadram-se nesse legítimo espectro de tutela os delitos econômicos, que não raramente revelam um dano potencial bastante mais elevado que aqueles decorrentes da criminalidade clássica, em relação à qual o sistema penal reserva, quantitativamente, a maior parte de sua atenção.¹¹

Em linhas gerais, o crime de insider trading pode ser definido como uma tipificação penal recente. A Lei nº 10.303/2001, dentre outras providências, adicionou os artigos 27-C a 27-F à Lei de Mercado de Capitais (Lei nº 6.365/76), instituindo novos crimes contra o mercado de capitais, dentre os quais o artigo 27-D, o qual tipificou a conduta do uso indevido de informação privilegiada. Criminalizou-se, também, as condutas de manipulação do mercado e de exercício irregular das atividades de administrador de carteira, agente autônomo de investimento, auditor independente, analista de valores mobiliários, agente fiduciário ou qualquer outro cargo, profissão, atividade ou função sem autorização e registro na autoridade administrativa competente.¹²

Com o advento da Lei nº 13.506/2017, o crime de *insider trading* passou a ter mais destaque, além de nova redação: utilizar informação relevante de que tenha conhecimento, ainda não divulgada ao mercado, que seja capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida,

10 Histórico legislativo: Lei 7.492/86 (Lei dos Crimes contra o Sistema Financeiro Nacional); Lei 8.078/90 (Código de Defesa do Consumidor); Lei 8.137/90 (Lei dos Crimes contra a Ordem Tributária, a Ordem Econômica e as Relações de Consumo); Lei 8.666/93 (Lei de Licitações); Lei 9.605/98 (Lei dos Crimes contra o Meio Ambiente); Lei 9.613/98 (Lei de Lavagem de Dinheiro); Lei 11.343/06 (Lei de Drogas); Lei 12.683/12 (Nova Lei de Lavagem de Dinheiro); Lei 12.850/13 (Lei de Organizações Criminosas); Lei 13.869/19 (Nova Lei de Abuso de Autoridade).

11 FELDENS, Luciano. A criminalização da atividade empresarial no Brasil: entre conceitos e preconceitos. In: BOTTINO, Thiago; MALAN, Diogo (Org.). *Direito Penal e Economia*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2012, v. 01, p. 108.

12 Manipulação do Mercado.

Art. 27-C. Realizar operações simuladas ou executar outras manobras fraudulentas destinadas a elevar, manter ou baixar a cotação, o preço ou o volume negociado de um valor mobiliário, com o fim de obter vantagem indevida ou lucro, para si ou para outrem, ou causar dano a terceiros:

Pena – reclusão, de 1 (um) a 8 (oito) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime.

Exercício Irregular de Cargo, Profissão, Atividade ou Função.

Art. 27-E. Exercer, ainda que a título gratuito, no mercado de valores mobiliários, a atividade de administrador de carteira, agente autônomo de investimento, auditor independente, analista de valores mobiliários, agente fiduciário ou qualquer outro cargo, profissão, atividade ou função, sem estar, para esse fim, autorizado ou registrado na autoridade administrativa competente, quando exigido por lei ou regulamento.

Pena – detenção, de 6 (seis) a 2 (dois) anos, e multa.

mediante negociação, em nome próprio ou de terceiros, de valores mobiliário.

Nota-se que a necessidade de se manter sigilo foi suprimida do *caput* do tipo penal e passou a ser causa de aumento de pena.¹³ Sobre o dever de guardar sigilo, estão sujeitos os acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos e empregados da companhia, de acordo com o art. 8º da Instrução CVM nº 358/2002.¹⁴

Além disso, a norma incriminadora também ampliou o seu espectro de aplicação ao mirar, também, na conduta do sujeito que repassa a informação privilegiada a que teve 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.¹⁵

Percebe-se uma nítida ampliação do rol de sujeitos que poderiam ser imputados criminalmente com a conduta de *insider trading*, haja vista que a condição de relação comercial, profissional ou de confiança com a companhia abarca, não taxativamente, diversos profissionais, como consultores e gestores de valores mobiliários, auditores, advogados, etc.

Portanto, aquele que transmitir a informação que obteve em decorrência de relação profissional estará sujeito à pena de quem utiliza a informação – reclusão, de um a cinco anos e multa de até três vezes o montante da vantagem ilícita obtida em razão da conduta criminosa, conforme disposto no *caput* –, mas não terá contra si o aumento de pena previsto no parágrafo segundo do art. 27-D.

No que tange à dosimetria da pena a ser aplicada em caso de condenação, o art. 27-F da referida lei previu que as multas cominadas para os crimes de manipulação do mercado deverão dimensionadas a partir do montante de dano provocado ou da vantagem indevida auferida pelos autores.

2. Aspectos penais da prática de *insider trading* e reflexos nos tribunais

Sobre os aspectos penais, cumpre destacar alguns pontos essenciais, a saber: o bem jurídico protegido pelo art. 27-D da Lei nº 6.385/76, a competência para julgar esse ilícito penal, em que

13 Art. 27-D. (...) § 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.

14 Art. 8º Cumpre aos acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, e empregados da companhia, guardar sigilo das informações relativas a ato ou fato relevante às quais tenham acesso privilegiado em razão do cargo ou posição que ocupam, até sua divulgação ao mercado, bem como zelar para que subordinados e terceiros de sua confiança também o façam, respondendo solidariamente com estes na hipótese de descumprimento.

15 Art. 27-D. (...) § 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.

espécie de crime ele se enquadra, por meio de qual tipo de ação penal será processado, quais os atuais *standards* probatórios dos tribunais para materialidade, tipificação e dolo desse delito e, por fim, como se deu a primeira condenação penal por *insider trading* no Brasil.

Inicia-se, então, por um tema bastante dogmático: a definição do bem jurídico tutelado pelo crime de *insider trading*. Se o uso da informação privilegiada para obter ganho ou evitar prejuízo é realizado em detrimento dos outros investidores que não dispõem da mesma informação no momento de negociação das ações, é possível apontar a confiança no mercado de capitais como bem jurídico tutelado. Todavia, tal conclusão não deve ser refletida, ainda mais quando se verifica a pluralidade de correntes doutrinárias abordando-a.

Nessa linha, concorda-se com a conclusão de Rodrigo DE GRANDIS quando destaca que, por sua natureza de delito pluriofensivo, o *insider trading* tem como traço característico a tutela de um bem jurídico supraindividual, nesse caso evidenciada pela confiança e pelo dever de transparência e informação plena no mercado de capitais.¹⁶ Essa perspectiva também encontra amparo na doutrina internacional. Transcrevem-se as palavras de Stuart P. GREEN¹⁷:

The stock Market is viewed as a highly formalized, rule-governed game. Confidence in the market depends on investors feeling that the game is being played fairly. The fact that some investors have better information than others is not viewed as unfair. What is viewed as unfair is the possibility that some investors might have access to information to which other investors do not. Market participants who trade on undisclosed inside information in these circumstances are viewed as cheaters, and punishment is viewed as warranted.

Trata-se de delito de ação penal pública incondicionada e a Lei de Mercado de Capitais¹⁸ quanto a Lei Complementar nº 105/2001 dispõem que a CVM tem o dever de informar o Ministério Público quando verificar a ocorrência. Além disso, apontam Clarissa YOKOMIZO e Maria Beatriz GRELLA VIEIRA que a redação da Lei Complementar nº 105/2001 foi mais ampla e previu a comunicação ao *parquet* tão logo verificasse a ocorrência ou mesmo indícios de tais crimes, reportando os fatos ao Ministério Público que deverá analisar as provas existentes e avaliar a apresentação de uma denúncia.¹⁹

16 GRANDIS, Rodrigo de. Aspectos Penais do Uso de Informação Privilegiada (*Insider Trading*) no Direito Brasileiro. In: VILARDI, Celso Sanchez; PEREIRA, Flávia Rahal Bresser; NETO, Theodomiro Dias (Org.). Direito penal econômico: crimes financeiros e correlatos. São Paulo: Saraiva, 2011. p. 164.

17 GREEN, Stuart P. Lying, cheating, and stealing: a moral theory of White-Collar crime. Oxford University Press: Nova York, 2010. p. 235.

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

19 YOKOMIZO, Clarissa; GRELLA VIEIRA, Maria Beatriz. Considerações sobre Condenação pela Prática de

Quanto à comunicação ao Ministério Público, destaca-se o posicionamento de Leslie AMENDORALA sobre a determinação do art. 12 da Lei de Mercado de Capitais, quando critica a atuação da CVM de, antes mesmo de realizar seu julgamento, comunicar o órgão acusador, municiada apenas de indícios ou presunções para, em seguida, absolver os envolvidos administrativamente.²⁰

No plano da tipicidade, tem-se o primeiro impacto da reforma advinda com a Lei nº 13.506/2017, eis que a tipicidade objetiva alcança não apenas a conduta de *utilizar* (art. 27-D, *caput*), como também a de *repassar* (art. 27-D, §1º). No que tange à tipicidade subjetiva, tem-se que o ilícito só estará perfectibilizado se o agente tiver praticado o fato dolosamente, tendo consciência de que a informação ainda não foi divulgada.

Além disso, há de se concordar com a análise de José Carlos TÓRTIMA, no sentido de que deverá estar presente o elemento do fim especial de agir, isto é, o sujeito ativo deverá atuar com especial propósito de propiciar, para si ou para outrem, a vantagem indevida.²¹

Para além do dolo direto, os requisitos para caracterização do *insider trading* são a existência de informação não divulgada ao mercado, o acesso à informação privilegiada e a intenção de negociar tirando proveito da informação privilegiada.²² Portanto, resta evidente que a informação relevante deve ter potencial de gerar vantagem indevida – ainda que essa não venha a ser consumada.

Destaca-se que não há necessidade de existir, de fato, a obtenção de uma vantagem indevida, ou seja, de um dano, pois trata-se de crime formal. Em termos dogmáticos, isso significa que a lesão ao bem jurídico – *in casu*, a confiança no mercado de capitais – se dá com a mera conduta do agente, não se exigindo a verificação de dano para a sua consumação.

Sobre a questão da competência, destaca-se que houve controvérsia, pois houve quem argumentasse que o art. 109, VI, da Constituição Federal permite, nos casos determinados por lei, o processamento de causas que atentassem contra o sistema financeiro e a ordem econômica e, tendo restado o legislador omissivo ao criar o delito de *insider trading*, não haveria como atrair a competência da Justiça Federal. No entanto, não nos parece ter prosperado esse entendimento. A competência para processar o crime de *insider trading* será da Justiça Federal, de acordo com o art. 109, IV, da Constituição.

Insider Trading. In: **Atualidades em Direito Societário e mercado de capitais**, volume II, organizador Felipe Hanszmann. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2017, p. 41-42.

20 AMENDORALA, Leslie. O processo administrativo sancionador no âmbito do mercado de capitais. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 2008. p. 46.

21 TORTIMA, José Carlos. Crimes contra o sistema financeiro nacional (uma contribuição ao Estudo da Lei 7.492/86). Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2002. p. 183.

22 MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. O *insider trading* no direito brasileiro. São Paulo: Saraiva, 2017. p. 35.

Para reforçar esse entendimento, traz-se a lição de Rodrigo DE GRANDIS:

Assim, podemos concluir que o fundamento da competência da Justiça Federal para processar o crime do art. 27 -D da Lei n. 6.385/76 não reside exclusivamente no art. 109, VI, da Constituição Federal, mas no inciso IV do mesmo dispositivo constitucional, em vista da violação direta e frontal, pela prática do crime de insider trading, dos serviços de fiscalização e do notório interesse da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), autarquia federal de regime especial, na preservação de um hígido e eficiente mercado de capitais. Poder-se-ia objetar, de outro lado, que mesmo na perspectiva do art. 109, IV, da Carta Magna, descaberia cogitar a competência da Justiça Federal em virtude da inexistência de lesão direta ou imediata a bens, serviços, ou interesses da autarquia federal (CVM). Discordamos, uma vez mais. Aqueles que negam a competência da Justiça Federal para o julgamento dos crimes contra o mercado de capitais partem do equivocado pressuposto que é o Estado o lesado pelo uso indevido de informação privilegiada quando, em verdade, multifacetados são os interesses prejudicados pelo uso indevido da informação privilegiada e, por conseguinte, vários são os ofendidos.”²³

Inclusive, existe precedente de uma ação penal movida pelo Ministério Público do Estado do Rio Grande do Sul contra seis pessoas (acionista controlador, alguns administradores e familiares) por *insider trading*, cujo desfecho, após uma longa discussão sobre competência, foi o processo ser remetido para a uma Vara Federal Criminal de São Paulo, especializada em crimes financeiros. Para alguns réus, o resultado do processo foi de extinção da punibilidade por conta da prescrição, já para outros foi estabelecida suspensão condicional do processo, havendo condição específica para que os réus pagassem multas individuais destinadas à CVM, dentre outras condições como prestação de serviços à comunidade e comparecimento à Justiça. Atualmente, está extinta a punibilidade para todos os envolvidos.²⁴

Neste contexto de aumento da tutela ao mercado de capitais também por meio do direito penal, vale destacar que a tutela penal, em sua condição natural de atuar como *ultima ratio*, surge na esteira da pouca efetividade dos órgãos competentes em reprimir o ilícito apenas pelas vias cível e administrativa.²⁵

23 GRANDIS, Rodrigo de. Aspectos Penais do Uso de Informação Privilegiada (*Insider Trading*) no Direito Brasileiro. In: VILARDI, Celso Sanchez; PEREIRA, Flávia Rahal Bresser; NETO, Theodomiro Dias (Org.). Direito penal econômico: crimes financeiros e correlatos. São Paulo: Saraiva, 2011. p. 170.

24 PRADO, Viviane Muller; RACHMAN, Nora; VILELA, Renato. Insider trading: normas, instituições e mecanismos de combate no Brasil. São Paulo: FGV Direito SP, 2016. p. 79.

25 MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. O *insider trading* no direito brasileiro. São Paulo: Saraiva, 2017. p. 31-2.

Entretanto, conforme ensina Denis MORELLI, existem posicionamentos favoráveis ao *insider trading*, segundo os quais a conduta não deveria ser considerada crime nem mesmo um ilícito administrativo. Essa linha de entendimento argumenta, entre outros pontos, que a negociação com a utilização de informação privilegiada seria benéfica para o mercado porque permitiria que fossem mitigadas assimetrias informacionais existentes entre os *insiders* e os demais participantes do mercado e, além disso, o combate ao *insider trading* faria com que o mercado demorasse mais para se ajustar às mudanças importantes.²⁶

Por óbvio, apontamentos dessa sorte compõem uma corrente minoritária. Entende-se hoje que o uso de informação privilegiada é, sim, uma conduta danosa para o mercado de capitais, a qual deve ser combatida administrativa e penalmente.

Não obstante os avanços legislativos na conformação penal do uso indevido de informação privilegiada, somente em 2009 foi oferecida a primeira denúncia criminal por *insider trading*, oferecida pelo Ministério Público Federal de São Paulo, fruto de uma cooperação firmada em 2008 via convênio entre MPF e CVM para troca de informações.²⁷

Trata-se do caso relacionada à Oferta Pública de Aquisição (OPA) da Sadia S.A. para aquisição da totalidade das ações da Perdigão S.A., o primeiro a ser julgado por um tribunal superior (STJ),²⁸ no qual não restavam dúvidas sobre a materialidade delito, nem sobre a autoria.²⁹

26 MORELLI, Denis. Art. 27-C, D, E & F. In: CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/76. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 633.

27 PRADO, Viviane Muller; RACHMAN, Nora; VILELA, Renato. Insider trading: normas, instituições e mecanismos de combate no Brasil. São Paulo: FGV Direito SP, 2016. p. 77.

28 STJ, REsp nº 1.569.171/SP, Rel. Ministro Gurgel de Faria, 5ª turma, j. 16/02/2016, DJe 25/02/2016.

29 Tendo em vista a importância de tal julgado, colaciona-se a sua ementa para análise: PENAL E PROCESSUAL. CRIME CONTRA O MERCADO DE CAPITAIS. ART. 27-D DA LEI N. 6.385/1976. USO INDEVIDO DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA – INSIDER TRADING. ALEGAÇÃO DE ATIPICIDADE DA CONDUTA. NÃO ACOLHIMENTO. DOSIMETRIA DA PENA. PENA-BASE. AUMENTO. CULPABILIDADE EXACERBADA. FUNDAMENTO IDÔNEO. PENA DE MULTA. APLICAÇÃO CORRETA. DANOS MORAIS. NÃO CABIMENTO. CRIME COMETIDO ANTES DA VIGÊNCIA DA LEI N. 11.719/2008. IRRETROATIVIDADE. 1. Não mais subsistem a utilidade e o interesse recursais em relação ao segundo recorrente, em face da superveniência da prescrição da pretensão punitiva, nos termos do art. 109, V, c/c o art. 110, § 1º, ambos do Código Penal. 2. Quanto ao recurso do primeiro recorrente, cinge-se a controvérsia à análise da qualificação jurídica dada aos fatos delineados pelas instâncias ordinárias, notadamente se a conduta praticada pelo agente se subsume ao tipo previsto no art. 27-D da Lei n. 6.385/1976, e ao exame da dosimetria da pena, não sendo o caso de incidência da Súmula 7 do STJ. 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.

Quanto ao processo penal, vale jogar luz na relação do Processo Administrativo Sancionador com o Código de Processo Penal, haja vista o disposto no art. 52 do Regimento Interno do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional: aplicam-se subsidiariamente as regras do processo penal, no que se refere as disposições de caráter exclusivamente processual.³⁰ Sobre o uso de provas indiciárias, destaca-se o precedente da Ação Penal nº 470, a qual admitiu força probante dos indícios, inclusive, para fomentar eventual condenação penal, conforme bem destacado na obra de Clarissa YOKOMIZO e Maria Beatriz GRELLA VIEIRA.³¹

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. 6. Em termos gerais, os arts. 155, § 1º, da Lei n. 6.404/1976 e 2º da Instrução n. 358/2002 da CVM definem o que vem a ser informação relevante, assim como a doutrina pátria, que leciona ser idônea qualquer informação capaz de “influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado”, gerando “apetência pela compra ou venda de ativos”, de modo a “influenciar a evolução da cotação” (CASTELLAR, João Carlos. *Insider Trading e os novos crimes corporativos*, Rio de Janeiro: Editora Lúmen Júris, 2008, p. 112/113). 7. No caso concreto, não há controvérsia quanto às datas em que as operações ocorreram e nem quanto ao fato de que o acusado participou das discussões e tratativas visando à elaboração da oferta pública de aquisição de ações da Perdigão S.A, obtendo, no ano de 2006, informações confidenciais de sua companhia – Sadia S.A. – as quais, no exercício de sua profissão, tinha o dever de manter em sigilo. 8. Ainda que a informação em comento se refira a operações, na época, em negociação, ou seja, não concluídas, os estudos de viabilidade de aquisição das ações da Perdigão já se encontravam em estágio avançado, conforme decisão proferida no procedimento administrativo realizado na CVM, destacada no acórdão recorrido. 9. Diante do quadro delineado na origem, constata-se que a conduta do recorrente se subsume à norma prevista no art. 27-D da Lei n. 6.385/76, que foi editada justamente para assegurar a todos os investidores o direito à equidade da informação, condição inerente à garantia de confiabilidade do mercado de capitais, sem a qual ele perde a sua essência, notadamente a de atrair recursos para as grandes companhias. 10. Quanto à dosimetria da pena, não prospera a aventada contrariedade ao art. 617 do Código de Processo Penal, que trata da proibição de alterar ou agregar novos fundamentos para justificar o agravamento da pena quando somente a defesa houver recorrido, não se aplicando nas hipóteses em que o Ministério Público também recorre com o objetivo de aumentar a reprimenda, sob o argumento de que a sanção final não se revelou suficiente à reprovação e à prevenção do crime. 11. O cargo exercido pelo recorrente na época dos fatos – Diretor de Finanças e Relações com Investidores da Sadia S.A. – constitui fundamento idôneo para justificar o aumento da pena-base, “diante da sua posição de destaque na empresa e de liderança no processo de tentativa de aquisição da Perdigão”, conforme destacou o acórdão recorrido. 12. Pena de multa aplicada de forma fundamentada, em R\$ 349.711,53 (trezentos e quarenta e nove mil, setecentos e onze reais e cinquenta e três centavos), nos termos dos arts. 27-D e 27-F da Lei n. 6.385/1976 e do art. 71 do Código Penal, com o objetivo de desestimular a conduta ilícita e resguardar a confiança do mercado mobiliário. 13. Apesar de a redação do art. 387, IV, do Código de Processo Penal, conferida pela Lei n. 11.719/2008, estabelecer que o juiz, ao proferir sentença condenatória, “fixará valor mínimo para reparação dos danos causados pela infração, considerando os prejuízos sofridos pelo ofendido”, a referida norma, por possuir caráter processual e penal, não pode ser aplicada à espécie, em face do preceito constitucional previsto no art. 5º, XL, da CF/88, que veda a retroatividade da lei penal in pejus. 14. Recurso especial do segundo recorrente prejudicado, em razão do reconhecimento da prescrição da pretensão punitiva; recurso especial do primeiro recorrente parcialmente provido para afastar da condenação a imposição de valor mínimo para a reparação a título de danos morais coletivos (REsp 1569171/SP, Rel. Ministro GURGEL DE FARIA, QUINTA TURMA, julgado em 16/02/2016, DJe 25/02/2016).

30 Art. 52. Aplicam-se, subsidiariamente, a Lei nº 9.784, de 29 de janeiro de 1999, e, as disposições de caráter exclusivamente processual do Código de Processo Penal, e, não existindo estas, as regras do Código de Processo Civil.

31 YOKOMIZO, Clarissa; GRELLA VIEIRA, Maria Beatriz. Considerações sobre Condenação pela Prática de Insider Trading. In: **Atualidades em Direito Societário e mercado de capitais**, volume II, organizador Felipe Hanszmann. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2017, p. 35.

Nesse contexto de comparação entre os sistemas romano-germânico e o *common law*, cabe trazer valorosa lição de Bernd SCHÜNEMANN sobre o processo decisório:

[...] foi decisiva na Alemanha tanto para o direito penal, por meio da teoria da retribuição, quanto para o direito processual penal, por meio da sua orientação segundo o princípio da verdade material, a ser encontrada pelo juiz, e segundo o princípio da obrigatoriedade (*Legalitätsprinzip*), cujo o objetivo é a punição de todo fato criminoso. Enquanto isso, o direito penal anglo-saxônico desenvolveu-se nesses dois âmbitos de modo diametralmente oposto. Alicerçado no fundamento teórico do utilitarismo de Jeremy Bentham, esse direito baseou-se na ideia de prevenção, na persecução de delitos segundo o princípio da oportunidade, e estruturou o processo penal como um processo adversarial, isto é, como uma competição entre acusação e defesa, no qual o juiz não buscaria a verdade material, mas apenas teria de declarar vencedor a parte que age de modo mais hábil e convincente.³²

No que diz respeito à comparação com os Estados Unidos, há de se frisar que a atual configuração do tipo penal de *insider trading* está bastante próxima do conceito estadunidense. Trata-se da Regra 10b5-1, a qual está fundamentada em dois elementos: 1) a existência de um relacionamento qualquer, dando acesso direto ou indireto a informações que deveriam estar ou publicamente disponíveis ou mantidas em absoluto sigilo; e 2) a deslealdade envolvida pela parte que leva vantagem na transação unicamente por conhecer a informação relevante que ainda não foi divulgada.³³

A Regra 10b5-1, em tradução literal, teria a seguinte disposição: a compra ou venda de qualquer tipo de um valor mobiliário de qualquer emissor, com base em informações ainda não divulgadas sobre esse valor mobiliário ou sobre o emissor, em violação ao dever de lealdade ou confiança que é devido direta ou indiretamente ao emissor da ação ou aos acionistas ou a qualquer outra pessoa que seja a fonte de informações não reveladas^{34, 35}.

Para ilustrar a aplicação de tal regra, destaca-se o precedente *Chiarella vs. United States*, de 1980, no qual fora responsabilizado, em primeira instância, um funcionário de uma empresa

32 SCHÜNEMANN, Bernd. Estudos de direito penal, direito processual penal e filosofia do direito. GRECO, Luís (coord.). Vários tradutores. São Paulo: Marcial Pons, 2013. p. 312.

33 PROENÇA, José Marcelo Martins. Insider Trading – regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2005. p. 228.

34 17 CFR § 240.10b5-1 – Trading “on the basis of” material nonpublic information in insider trading cases.

35 The purchase or sale of a security of any issuer, on the basis of material nonpublic information about that security or issuer, in breach of a duty of trust or confidence that is owed directly, indirectly, or derivatively, to the issuer of that security or the shareholders of that issuer, or to any other person who is the source of the material nonpublic information.

gráfica especializada em documentos financeiros – uma pessoa que não era um administrador, nem um terceiro a ele vinculado), sob o argumento de que a Regra 10 b-5 tinha abrangência para operações efetuadas por qualquer pessoa que havia recebido informação privilegiada, ainda que fora da empresa, cujos valores mobiliários estejam em negociação. A sentença foi reformada pela Suprema Corte, pois, entendeu-se que o dever de informar não advém do mero acesso a informações confidenciais e, no caso em questão, não haveria base legal suficiente para uma condenação.³⁶

Contudo, apesar da proximidade entre os conceitos, não nos parece haver uma convergência entre os dois países sobre a atuação e a estratégia das agências reguladoras e punitivas de condutas criminosas praticadas contra o mercado de capitais.

3. A SEC e a função do *whistleblower* na descoberta de crimes contra o mercado de capitais

Como ensina Ramon RAGUÉS I VALLÈS, a possibilidade de alguém denunciar fatos ilícitos de que tem conhecimento, dentro de sua empresa ou organização, não é exclusiva de uma determinada cultura ou de um momento histórico. Em consequência disso, diversos países contemplaram essa possibilidade nos seus ordenamentos e trabalharam os desdobramentos jurídicos dessa realidade, sendo um deles a ideia de proteger e de recompensar informantes.³⁷

Apesar das revelações de segredos comprometedores a determinadas políticas norte-americanas realizadas por *whistleblowers* que trabalhavam para o governo, sobretudo, na área militar e na comunidade de inteligência,³⁸ o país domina o uso do *whistleblowing* ao seu favor quando se trata do descobrimento e da prevenção à criminalidade econômica, sobretudo, os crimes cometidos contra o mercado de capitais e demais ilícitos financeiros.

36 PROENÇA, José Marcelo Martins. Insider Trading – regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2005. p. 231.

37 RAGUÉS I VALLÈS, Ramon. Whistleblowing: una aproximación desde el Derecho penal. Madrid: Marcial Pons, 2013, p. 20.

38 O fenômeno do *whistleblowing* dialoga com o papel do cidadão no combate à fraude de governos e empresas. Por isso, deve ser preservado e incentivado. Exemplo recente é o processo de *impeachment* aberto contra o presidente Donald Trump, cuja base foi uma denúncia submetida legalmente por um *whistleblower*. Até o presente momento, nada se sabe sobre a identidade dele, sabe-se apenas que se trata de um membro da comunidade de inteligência que trabalhou com a Casa Branca. Isso reflete o grau de proteção que gozam os *whistleblowers* que denunciarem de acordo com a lei. Aos que realizaram denúncias ilegais, tendo vazado documentos confidenciais para a mídia não foram poupados, nem anistiados – muito pelo contrário: foram perseguidos penalmente. São os casos de Chelsea Manning e Edward Snowden. Manning já cumpriu 7 anos (de uma pena de 35 anos) em regime fechado, tendo recebido uma comutação de pena e sido liberada em 2017, ela foi novamente presa em 2019 ao se recusar a prestar depoimento em um processo contra Julian Assange, o fundador do portal *WikiLeaks*, que recebeu e divulgou os documentos confidenciais repassados por Manning. Já Snowden vive como asilado político na Rússia desde 2013 e, se pisar novamente nos EUA, sofrerá um processo por roubo de propriedade do governo, comunicação não autorizada de informações de defesa nacional e comunicação intencional de informações classificadas como de inteligência para pessoa não autorizada.

Especificamente o que tange à descoberta e à prevenção dos crimes contra o mercado de capitais, incluindo-se o delito de *insider trading*, os números são surpreendentes. Antes de adentrar nesse mérito, cabe uma breve digressão a fim de aclarar a evolução legislativa dos EUA para a incorporação do *whistleblower* enquanto ferramenta para descoberta de ilícitos perpetrados contra as leis que regulam o mercado mobiliário daquele país.

Nos Estados Unidos, a criminalização de condutas fraudulentas praticadas contera o mercado de capitais nasceu como resposta à quebra da Bolsa de Nova Iorque em 1929. Entendeu-se que diversas manipulações e fraudes contribuíram para o colapso do mercado e, diante da necessidade de se evitar novas crises e restaurar a confiança dos investidores, aprovou-se a *Securities Exchange Act* de 1934, com um texto bastante amplo e genérico contendo proibições expressas a diversas fraudes no mercado de capitais.³⁹

Resumidamente, a crise financeira foi resultado de uma combinação de fatores, mas teve como reflexo a crise do *subprime*, isto é, a concessão de empréstimos hipotecários de alto risco (*subprime loan* ou *subprime mortgage*) para clientes sem comprovação de renda. Essa prática deu-se por falhas na regulação do mercado financeiro, o que permitiu a concessão desenfreada de créditos hipotecários e de transferência de riscos, haja vista a provável inadimplência desses tomadores de crédito que, simplesmente, não tinham condições de quitar as suas dívidas.⁴⁰

A sua maneira, pode-se afirmar que a edição da *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, lei aprovada em 2010, também está posicionada historicamente como uma legislação reativa à crise econômica. Dessa vez, com forte caráter de supervisão e de controle dos agentes financeiros para reativar a economia e proteger o consumidor que havia sido lesado com a crise de 2008, a *Dodd-Frank* trouxe a figura do *whistleblower* para descobrir e combater, dentre diversas violações às leis de valores mobiliários, condutas como o *insider trading*.

Sobre a edição da *Dodd-Frank Act* enquanto nova lei regulatória do mercado de capitais cujo objetivo é proteger o consumidor dos produtos financeiros, vale destacar o papel central que a referida lei delega ao *whistleblower* para articular e incentivar o cumprimento dos ditames legais.⁴¹ Na Seção 922 da *Dodd-Frank Act* estabeleceu-se um novo paradigma ao *whistleblowing* ao prever a sistematização do recebimento e apuração de denúncias envolvendo ilícitos no mercado financeiro como *insider trading*, ofertas fraudulentas, manipulação, gestão fraudulenta e violações ao FCPA.

39 MORELLI, Denis. Art. 27-C, D, E & F. In: CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 604.

40 SORKIN, Andrew Ross. *Too big to fail: the inside story of how Wall Street and Washington fought to save the financial system and themselves*. New York: Penguin Books, 2010. p. 89-90.

41 BERINI, Léon. *El criminal compliance en la reforma norteamericana de la Dodd-Frank Act*. In: **Criminalidad de empresa y Compliance: Prevención y reacciones corporativas**, coord. Jesús-María Silva Sánchez e Raquel Montaner Fernandez. Barcelona: Atelier, 2013, p. 136-7.

A SEC – *Securities and Exchange Commission*, comissão competente para regular o mercado de valores mobiliários norte-americano, é a responsável para atribuir recompensas financeiras aos *whistleblowers*. Com efeito, a SEC legislou e instaurou um procedimento de implementação do programa de *whistleblower* estabelecido pela *Dodd-Frank Act: Implementation of the Whistleblower Provisions of Section 21F of the Securities Exchange Act of 1934*, tal legislação é conhecida como *Final Rules*, isto é, as regras finais para fins de operacionalização do programa de proteção e de recompensa ao denunciante.⁴²

Grosso modo, a lei prevê recompensa financeira ao *whistleblowers* com claros critérios de elegibilidade para que possam pleiteá-la, medidas antirretaliação, proteção da identidade e possibilidade de denúncia anônima. Inclusive, as proteções contra represálias ao *whistleblower*, previstas na *Dodd-Frank Act*, não dependem do fato da SEC encontrar uma violação real à lei.

De acordo com a regulamentação, o *whistleblower* que forneceu informações que conduzam a um processo bem-sucedido, cujo resultado seja a imposição de sanções monetárias que excedam um milhão de dólares, poderá receber uma recompensa financeira entre 10% e 30% do valor da sanção imposta aos responsáveis pelos ilícitos.

No tocante à premiação financeira alcançada ao denunciante a título de recompensa, tem-se de observar três critérios: a voluntariedade do *whistleblower* (a iniciativa deve partir antes de qualquer inquérito ou ação por parte de qualquer autoridade do governo, inclusive da SEC), a originalidade da informação (informação deve ser inédita para a SEC e deve ter sido, primeiramente, reportada ao setor de *compliance* da empresa) e as excludentes de elegibilidade.

Quanto às excludentes, destacam-se categorias de indivíduos inelegíveis às premiações: diretores e membros da empresa que receberiam informações sobre condutas ilícitas do sistema interno de *compliance* da própria empresa, funcionários do setor de *compliance*, contadores, advogados, funcionários públicos estrangeiros, incluindo empregados de empresas públicas.

Destacam-se seis critérios para cálculo da premiação alcançada ao *whistleblower* que cumpra os requisitos de elegibilidade: (1) a importância da informação fornecida para o sucesso da atuação da SEC no descobrimento do ilícito, isto é, a correlação da denúncia com uma ação judicial ou administrativa que seja bem-sucedida; (2) o nível de colaboração do *whistleblower* ou de seus representantes legais para com as investigações da SEC; (3) o interesse programático da Comissão em pagar vultosas recompensas a fim de dissuadir as violações à legislação federal em torno dos valores mobiliários; (4) se o *whistleblower* interagiu ou não com o sistema interno de *compliance* do seu local de trabalho, caso não tenha realizado a denúncia internamente poderá ser

42 As “Regras Finais” codificaram a nova Seção 21F (17 C.F.R. §240.21F-1) e foram disponibilizadas pela SEC em 25 de maio de 2011 por meio da Portaria nº 64545. No original: “*Implementation of the Whistleblower Provisions of Section 21F of the Securities Exchange Act of 1934*” (May 25, 2011) (the “Adoption Release”). Disponível em: <http://www.sec.gov/rules/final/2011/34-64545.pdf> Acesso em out. 2019.

inelegível; (5) a responsabilidade do *whistleblower* em relação às violações reportadas por ele; e, (6) a possibilidade do *whistleblower* ter demorado injustificadamente para denunciar as violações.⁴³

A respeito dos casos definidos como *insider trading* pelo *Whistleblower Program* da SEC, cabe destacar que no próprio formulário denominado *Form TCR (Tip, Complaint or Referral)*, isto é, o documento que formaliza a denúncia do *whistleblower* à SEC, será o denunciante que qualificará a informação submetida. A questão procedimental de como a denúncia do *whistleblower* chegará na SEC merece destaque porque é por meio dela que a SEC qualificará o caso como *insider trading*.⁴⁴

Tomando-se por base dados recentes, destaca-se o último relatório da SEC sobre os casos de *insider trading* que chegaram ao *Whistleblower Program*. Em 2019, a SEC recebeu 222 denúncias de *whistleblowers* informando possíveis casos de *insider trading*.⁴⁵

No relatório anual apresentado ao congresso estadunidense em 2019, o *Office of the Whistleblower* da SEC apresentou números impressionantes: desde 2011, ano inaugural do *Dodd-Frank Whistleblower Program*, a SEC já pagou U\$ 387 milhões para 67 indivíduos.

Apenas no ano de 2019, oito indivíduos foram recompensados com mais de U\$ 60 milhões em decorrência de suas informações e de sua cooperação em processos movidos pela SEC, tendo um desses *whistleblowers* recebido a terceira maior premiação do programa: U\$ 37 milhões – o ano de 2018 segue com as duas recompensas financeiras mais altas *whistleblowers* que forneceram evidências significativas para resolução de casos: U\$ 50 milhões.⁴⁶

Estima-se que a SEC tenha ordenado o pagamento de mais de U\$ 2 bilhões em sanções monetárias a malfeitores e, além das recompensas pagas a *whistleblowers*, tenha restituído – ou está programada a restituir – aproximadamente U\$ 500 milhões a investidores prejudicados.⁴⁷

43 CONWAY-HATCHER, Amy; GRIGGS, Linda; KLEIN, Benjamin. *How whistleblowing may pay under the U.S. Dodd-Frank Act: implications and best practices for multinational companies*. In: **Temas de anticorrupção & Compliance**. Coordenação de Alessandra DEL BEBBIO, Bruno Carneiro MAEDA, Carlos Henrique da Silva AYRES. Rio de Janeiro: Elsevier, 2013. p. 255-256.

44 O formulário apresenta as seguintes opções no campo trading: after hours trading; algorithmic trading; front-running; insider trading, manipulation of securities/prices; market timing; inaccurate quotes/pricing information; program trading; short selling; trading suspensions; volatility. Conforme apontado no último relatório do programa de whistleblowing da SEC, apenas em 2019 foram recebidas 5.200 whistleblower tips, o segundo maior número de denúncias desde a criação do programa em 2011.

45 Todos esses dados estão no relatório de 2019 do programa de *whistleblower* da SEC. Disponível em: <https://www.sec.gov/files/sec-2019-annual-report-whistleblower-program.pdf>. Acesso em dezembro 2019.

46 Disponível em: <https://www.sec.gov/files/sec-2019-annual-report-whistleblower-program.pdf>. Acesso em dezembro 2019.

47 Disponível em: <https://www.sec.gov/files/sec-2019-annual-report-whistleblower-program.pdf>. Acesso em dezembro 2019.

4. O panorama atual no combate ao *insider trading*

Evidentemente, desde a eclosão da crise econômica de 2008, houve um interesse político dos órgãos de fiscalização e controle na persecução de crimes contra o mercado de capitais. Os casos de *insider trading* tiveram bastante destaque e isso se deu por diversos motivos. Tal interesse persiste até os dias hoje, inclusive. E não apenas para que sejam processados os casos que colocam em risco a integridade do mercado de capitais.

Nesse contexto, vale ressaltar que, enquanto a SEC goza de autonomia e competência para a responsabilização civil, o DOJ – *Department of Justice*, por meio de seus procuradores, será o órgão responsável por promover a persecução penal.

Em 2018, o DOJ aumentou a persecução contra os crimes de colarinho branco em 3% em relação ao ano anterior, totalizando denúncias criminais contra mais de 6.500 acusados.⁴⁸ Ademais, o DOJ segue priorizando o processamento penal de corporações envolvidas em ilícitos.

Conforme destaca Jesse EISINGER, o *Southern District of New York*, responsável pela atividade persecutória dos crimes financeiros de *Wall Street* e considerado o berço dos mais inteligentes e capazes procuradores federais do Departamento de Justiça, adotou uma política bastante contestada internamente: não foram apresentadas denúncias criminais contra os grandes bancos, nem contra os principais executivos das corporações envolvidos com a criação do contexto favorável à crise.⁴⁹

Nesse ponto, o viés pragmático do sistema persecutório do *common law* pesou demais: depois da crise financeira iniciada em 2009, muitos foram os que criticaram a atuação do DOJ ao optarem por firmar acordos de não persecução penal em vez de apresentar denúncias criminais, tendo isso resultado em um incremento da persecução dos casos de *insider trading*, visto que eram considerados mais fáceis de processar em razão das provas e, assim, obter resultados positivos para o *Department of Justice*.⁵⁰

Em outubro de 2019, o DOJ anunciou oficialmente o desenvolvimento de diretrizes para procuradores avaliarem reduções de penalidades e multas requeridas por defensores das corporações e de seus executivos envolvidos em crimes financeiros, além de anunciar a reestruturação da unidade de repressão às fraudes financeiras do Departamento de Justiça que foi rebatizada de *Market Integrity and Major Frauds Unit*.⁵¹

48 <https://www.justice.gov/opa/pr/justice-department-smashes-records-violent-crime-gun-crime-illegal-immigration-prosecutions>.

49 EISINGER, Jesse. *The Chickenshit Club: Why the Justice Department Fails to Prosecute Executives*. New York: Simon & Schuster, 2017. p. 231.

50 EISINGER, Jesse. *The Chickenshit Club: Why the Justice Department Fails to Prosecute Executives*. New York: Simon & Schuster, 2017. p. 231-232.

51 <https://www.justice.gov/opa/speech/assistant-attorney-general-brian-benczkowski-delivers-remarks-global-investigations>.

Parece-nos que a tendência atual do DOJ é de aumentar os incentivos para que as empresas adotem medidas realmente efetivas para evitar fraudes e outros ilícitos corporativos. Em resumo, a política do DOJ caminha para incentivar cooperação, correção e conformidade corporativa e, também, individual.

Atualmente, tramita na *House of Representatives* um projeto de lei para proibir determinadas negociações de valores mobiliários e comunicações relacionadas por aqueles que possuem informações não publicadas sobre fatos relevantes. Tal reforma legislativa visa aperfeiçoar a *The Securities Exchange Act of 1934* adicionando a nova seção 16, a qual visa aumentar o espectro de proibição do *insider trading* de maneira a incorporar *standards* sobre a proibição desse tipo de conduta. Em 5 de dezembro de 2019, aprovou-se o texto base do projeto de lei/H. R. 2534 na Câmara dos Deputados, sendo necessária ainda tramitação no Senado e aval presidencial para ser aprovada como lei.

Considerações finais

Resgatando a provocação que inicia este texto, deve-se sim mirar o contexto do ordenamento jurídico do qual provém o *insider trading*, a fim de que a figura típica se consolide em nosso país com a estatura que possui para tutelar o mercado de capitais. Há dois destinos a serem evitados: a utilização excessiva e irrefletida da rubrica penal e sua não utilização, que acabará provocando um vazio de tutela para um pilar tão relevante de nossa economia.

Em tempos que governança corporativa e *compliance* são temas obrigatórios no mundo dos negócios, a estruturação de sistemas de *whistleblowing* serviria de importante ferramenta para que os delitos sejam reportados às autoridades e sejam processados e julgados adequadamente.

Na mesma linha, a cooperação jurídica internacional será uma realidade cada vez mais recorrente nas investigações criminais em nosso país. A formatação jurídica do *whistleblowing* no Brasil contribuirá para que essas investigações evoluam adequadamente, sem discrepâncias legislativas que obstem ao aprimoramento das instituições jurídicas e econômicas.

Também será essencial nesse cenário a atuação qualificada da advocacia: com advogados que defendam as companhias contra punições desproporcionais, que, para além da persecução, coloquem em risco a sobrevivência financeira das pessoas físicas e jurídicas envolvidas. Da mesma forma, os defensores devem estar habilitados a batalhar por aplicação equânime das medidas sancionatórias entre as diferentes ramificações do governo. Caso ocorra a incorporação ao nosso ordenamento, também serão necessários advogados qualificados a representar os *whistleblowers*, tutelando sua intimidade e postulando pelos benefícios a estes devidos pela colaboração na prevenção e repressão a delitos econômicos.

Referências bibliográficas

AMENDORALA, Leslie. **O processo administrativo sancionador no âmbito do mercado de capitais**. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 2008.

BERINI, Léon. El criminal compliance en la reforma norteamericana de la Dodd-Frank Act. In: **Criminalidad de empresa y Compliance: Prevención y reacciones corporativas**, coord. Jesús-María Silva Sánchez e Raquel Montaner Fernandez. Barcelona: Atelier, 2013.

CONWAY-HATCHER, Amy; GRIGGS, Linda; KLEIN, Benjamin. How whistleblowing may pay under the U.S. Dodd-Frank Act: implications and best practices for multinational companies. In: **Temas de anticorrupção & Compliance**. Coordenação de Alessandra DEL BEBBIO, Bruno Carneiro MAEDA, Carlos Henrique da Silva AYRES. Rio de Janeiro: Elsevier, 2013.

EISINGER, Jesse. **The Chickenshit Club: Why the Justice Department Fails to Prosecute Executives**. New York: Simon & Schuster, 2017.

FELDENS, Luciano. A criminalização da atividade empresarial no Brasil: entre conceitos e preconceitos. In: BOTTINO, Thiago; MALAN, Diogo (Org.). **Direito Penal e Economia**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2012.

GRANDIS, Rodrigo de. Aspectos Penais do Uso de Informação Privilegiada (Insider Trading) no Direito Brasileiro. In: VILARDI, Celso Sanchez; PEREIRA, Flávia Rahal Bresser; NETO, Theodoro Dias (Org.). **Direito penal econômico: crimes financeiros e correlatos**. São Paulo: Saraiva, 2011.

GREEN, Stuart P. **Lying, cheating, and stealing: a moral theory of White-Collar crime**. Oxford University Press: Nova York, 2010.

LUCCHESI, Guilherme Brenner. **Punindo a culpa como dolo: o uso da cegueira deliberada no Brasil**. São Paulo: Marcial Pons, 2018.

MORELLI, Denis. Art. 27-C, D, E & F. In: CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). **Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/76**. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. **O insider trading no direito brasileiro**. São Paulo: Saraiva, 2017.

PRADO, Viviane Muller. RACHMAN, Nora. VILELA, Renato. **Insider trading: normas, instituições e mecanismos de combate no Brasil**. São Paulo: FGV Direito SP, 2016.

PROENÇA, José Marcelo Martins. **Insider Trading – regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

SCHÜNEMANN, Bernd. **Estudos de direito penal, direito processual penal e filosofia do direito**. GRECO, Luís (coord.). Vários tradutores. São Paulo: Marcial Pons, 2013.

SORKIN, Andrew Ross. **Too big to fail: the inside story of how Wall Street and Washington fought to save the financial system and themselves**. New York: Penguin Books, 2010.

RAGUÉS I VALLÈS, Ramon. **Whistleblowing: una aproximación desde el Derecho penal**. Madrid: Marcial Pons, 2013.

TORTIMA, José Carlos. **Crimes contra o sistema financeiro nacional** (uma contribuição ao Estudo da Lei 7.492/86). Rio de Janeiro: Livraria e Editora Lumen Ltda, 2002.

TOVO, Antonio e MALACARNE, Emília Klein. A marcha triunfal dos institutos transplantados no processo penal brasileiro: passado, presente e futuro. In: CAVALCANTI, Fabiane da Rosa; FELDENS, Luciano; RUTTKE, Alberto (Org.). **Garantias Penais: estudos alusivos aos 20 anos de docência do professor Alexandre Wunderlich**. Porto Alegre: Boutique Jurídica, 2019.

YOKOMIZO, Clarissa; GRELLA VIEIRA, Maria Beatriz. Considerações sobre Condenação pela Prática de Insider Trading. In: **Atualidades em Direito Societário e mercado de capitais**, volume II, organizador Felipe Hanszmann. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2017.