

IV ENCONTRO VIRTUAL DO CONPEDI

**DIREITO PENAL, PROCESSO PENAL E
CONSTITUIÇÃO II**

LUIZ GUSTAVO GONÇALVES RIBEIRO

MAIQUEL ÂNGELO DEZORDI WERMUTH

ALCEU DE OLIVEIRA PINTO JUNIOR

Todos os direitos reservados e protegidos. Nenhuma parte destes anais poderá ser reproduzida ou transmitida sejam quais forem os meios empregados sem prévia autorização dos editores.

Diretoria - CONPEDI

Presidente - Prof. Dr. Orides Mezzaroba - UFSC - Santa Catarina

Diretora Executiva - Profa. Dra. Samyra Haydêe Dal Farra Napolini - UNIVEM/FMU - São Paulo

Vice-presidente Norte - Prof. Dr. Jean Carlos Dias - Cesupa - Pará

Vice-presidente Centro-Oeste - Prof. Dr. José Querino Tavares Neto - UFG - Goiás

Vice-presidente Sul - Prof. Dr. Leonel Severo Rocha - Unisinos - Rio Grande do Sul

Vice-presidente Sudeste - Profa. Dra. Rosângela Lunardelli Cavallazzi - UFRJ/PUCRio - Rio de Janeiro

Vice-presidente Nordeste - Profa. Dra. Gina Vidal Marcilio Pompeu - UNIFOR - Ceará

Representante Discente: Prof. Dra. Sinara Lacerda Andrade - UNIMAR/FEPODI - São Paulo

Conselho Fiscal:

Prof. Dr. Caio Augusto Souza Lara - ESDHC - Minas Gerais

Prof. Dr. João Marcelo de Lima Assafim - UCAM - Rio de Janeiro

Prof. Dr. José Filomeno de Moraes Filho - Ceará

Prof. Dr. Lucas Gonçalves da Silva - UFS - Sergipe

Prof. Dr. Valter Moura do Carmo - UNIMAR - São Paulo

Secretarias

Relações Institucionais:

Prof. Dra. Daniela Marques De Moraes - UNB - Distrito Federal

Prof. Dr. Horácio Wanderlei Rodrigues - UNIVEM - São Paulo

Prof. Dr. Yuri Nathan da Costa Lannes - Mackenzie - São Paulo

Comunicação:

Prof. Dr. Liton Lanes Pilau Sobrinho - UPF/Univali - Rio Grande do Sul

Profa. Dra. Maria Creusa De Araújo Borges - UFPB - Paraíba

Prof. Dr. Matheus Felipe de Castro - UNOESC - Santa Catarina

Relações Internacionais para o Continente Americano:

Prof. Dr. Heron José de Santana Gordilho - UFBA - Bahia

Prof. Dr. Jerônimo Siqueira Tybusch - UFSM - Rio Grande do Sul

Prof. Dr. Paulo Roberto Barbosa Ramos - UFMA - Maranhão

Relações Internacionais para os demais Continentes:

Prof. Dr. José Barroso Filho - ENAJUM

Prof. Dr. Rubens Beçak - USP - São Paulo

Profa. Dra. Viviane Coêlho de Séllos Knoerr - Unicuritiba - Paraná

Eventos:

Prof. Dr. Antônio Carlos Diniz Murta - Fumec - Minas Gerais

Profa. Dra. Cinthia Obladen de Almendra Freitas - PUC - Paraná

Profa. Dra. Livia Gagher Bosio Campello - UFMS - Mato Grosso do Sul

Membro Nato - Presidência anterior Prof. Dr. Raymundo Juliano Feitosa - UMICAP - Pernambuco

D597

Direito penal, processo penal e constituição II [Recurso eletrônico on-line] organização CONPEDI

Coordenadores: Alceu de Oliveira Pinto Junior; Luiz Gustavo Gonçalves Ribeiro; Maiquel Ângelo Dezordi Wermuth
– Florianópolis: CONPEDI, 2021.

Inclui bibliografia

ISBN: 978-65-5648-413-6

Modo de acesso: www.conpedi.org.br em publicações

Tema: Constitucionalismo, desenvolvimento, sustentabilidade e smart cities.

1. Direito – Estudo e ensino (Pós-graduação) – Encontros Nacionais. 2. Direito penal. 3. Processo penal. IV Encontro Virtual do CONPEDI (1: 2021 : Florianópolis, Brasil).

CDU: 34



IV ENCONTRO VIRTUAL DO CONPEDI

DIREITO PENAL, PROCESSO PENAL E CONSTITUIÇÃO II

Apresentação

APRESENTAÇÃO

A pandemia do novo coronavírus segue exigindo de todos nós, neste ano de 2021, adaptação. O CONPEDI segue envidando esforços, nesse sentido, para reunir, em ambiente eletrônico, pesquisadores da pós-graduação jurídica de todo o Brasil em suas muitas salas virtuais, nas quais temas de altíssima relevância são amplamente debatidos.

Nesse sentido, temos a honra de apresentar, aqui, aquelas pesquisas que foram apresentadas no âmbito do Grupo de Trabalho “Direito Penal, Processo Penal e Constituição II”, na tarde do dia 13 de novembro de 2021.

No artigo intitulado “LICITAÇÕES E CONTRATOS ADMINISTRATIVOS: A LEI 14.133 /2021 E O CRIME DE CONTRATAÇÃO DIRETA ILEGAL PREVISTO NO ART. 337-E DO CÓDIGO PENAL”, Davi Pereira Remedio e José Antonio Remedio analisam o artigo 337-E do Código Penal, avaliando a amplitude de sua tipificação e da severidade das sanções cominadas ao delito, o que deverá contribuir para o combate à corrupção e para melhor responsabilização dos infratores participantes direta ou indiretamente das licitações e contratos administrativos.

O texto “ANÁLISE ECONÔMICA DO DIREITO E O CRIME DE MANIPULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS”, de Marcelo Costenaro Cavali, Alessandra Gomes Faria Baldini e Vanessa Piffer Donatelli da Silva aborda os fundamentos econômicos que justificam a criminalização da manipulação do mercado de capitais.

Bibiana Terra e Bianca Tito, no texto intitulado “DIREITO PENAL DE EMERGÊNCIA E A INOBSERVÂNCIA POR PARTE DO ESTADO AO PRINCÍPIO DA INTERVENÇÃO MÍNIMA: O SIMBOLISMO PENAL E SUAS IMPLICAÇÕES NAS POLÍTICAS CRIMINAIS CONTEMPORÂNEAS DO BRASIL”, avaliam o direito penal em seu caráter emergencial, diante da inobservância por parte do Estado ao princípio da intervenção mínima preconizado no texto constitucional de 1988.

Por sua vez, no artigo “DELITOS DE PERIGO ABSTRATO DE BENS JURÍDICOS COLETIVOS: UMA ANÁLISE CRÍTICA A PARTIR DA TEORIA PERSONALISTA DE

WINFRIED HASSEMER”, Airto Chaves Junior e Thiago Santos Aguiar de Pádua empreendem uma análise crítica dos delitos de perigo abstrato de bens jurídicos coletivos a partir dos critérios propostos por Winfried Hassemer.

O texto “COMUNICAÇÃO DA PRISÃO EM FLAGRANTE COMO MEIO DE CONTROLE POPULAR DO SERVIÇO DE SEGURANÇA PÚBLICA”, de autoria de Bibiana Paschoalino Barbosa e Luiz Fernando Kazmierczak, analisa o caráter de direito fundamental da segurança pública, especificamos os meios de controle dos atos administrativos com enfoque no controle social, trazendo como conclusão que a comunicação da prisão em flagrante é meio efetivo de controle popular consubstanciando a efetivação da publicidade dos atos administrativos.

Ana Flavia De Melo Leite e Gabriel Silva Borges, no texto “A ASSISTÊNCIA DE ADVOGADO AO INDICIADO EM SEDE DE INTERROGATÓRIO POLICIAL E A NOVA LEI DE ABUSO DE AUTORIDADE”, discutem a atuação do advogado juntamente ao indiciado preso em flagrante quando de sua oitiva perante a Autoridade Policial no período noturno, diante da edição da Lei 13.869/2019 que criminaliza condutas que tangenciam o procedimento como crimes de abuso de autoridade.

Em “A IMPORTÂNCIA DA APLICAÇÃO DA TEORIA DA IMPUTAÇÃO OBJETIVA NA RESPONSABILIZAÇÃO PENAL DA PESSOA JURÍDICA NOS CRIMES ECONÔMICOS: UMA ANÁLISE DA LEGISLAÇÃO BRASILEIRA E ESPANHOLA”, Edith Maria Barbosa Ramos, Roberto Carvalho Veloso e Rayane Duarte Vieira abordam a aplicação da Teoria da Imputação Objetiva no âmbito do Direito Penal Econômico, trazendo apontamentos sobre a importância da Responsabilização Criminal da Pessoa Jurídica para fins de combate à criminalidade contemporânea.

No artigo “GLOBALIZAÇÃO E CRIMINALIDADE TRANSNACIONAL: A VIABILIDADE DA COOPERAÇÃO INTERNACIONAL E MEDIDAS ALTERNATIVAS EXTRAPENAIIS”, Anna Kleine Neves e Fernanda Borba de Mattos d’Ávila avaliam a viabilidade da cooperação internacional e medidas alternativas extrapenais, empreendendo reflexões sobre a influência e consequências causadas pela Globalização e pela transnacionalidade no Direito Penal, sobre a importância da cooperação jurídica internacional e de medidas alternativas extrapenais na resolução dos possíveis conflitos.

Em seu “ESTUDO COMPARADO DA PRISÃO PREVENTIVA NO BRASIL E DA PRISÃO INVESTIGATÓRIA NA ALEMANHA: O ENCARCERAMENTO DE PESSOAS E NOVAS ALTERNATIVAS EM POLÍTICAS CRIMINAIS”, Jessica de Jesus Mota e

Lucia Carolina Raenke Ertel propõem-se a demonstrar como é utilizada a prisão preventiva no Brasil e a prisão investigatória na Alemanha, estudando os principais aspectos das prisões cautelares nos dois países.

O artigo “A POSSIBILIDADE DE SUSPENSÃO DAS MÚLTIPLAS MEDIDAS SANCIONATÓRIAS INSTAURADAS SOB O MESMO CONTEXTO FÁTICO-PROBATÓRIO COMO CAMINHO PARA MINORAR OS RISCOS DO BIS IN IDEM”, de autoria de Jean Colbert Dias, Anderson Ferreira e Marcelo de Souza Sampaio, investiga o campo de incidência do Direito Penal e do Direito Administrativo Sancionador, evidenciando-se uma nova vertente do Supremo Tribunal Federal sobre o assunto.

No trabalho intitulado “INQUÉRITO DAS FAKE NEWS: ENTRE O INSTRUMENTALISMO E O GARANTISMO PENAL”, os autores João Paulo Avelino Alves De Sousa e Rejane Feitosa de Norões Milfont analisam o inquérito das fake News à luz da teoria do garantismo penal de Luigi Ferrajoli, na vigência da Constituição Federal de 1988.

“CATEGORIAS PROCESSUAIS E DISCUSSÕES ACERCA DO PROCESSO PENAL BRASILEIRO ORIGINÁRIO NO SUPREMO TRIBUNAL FEDERAL: AÇÃO PENAL E A DECISÃO PENAL”, de Francisco Geraldo Matos Santos e Renato Ribeiro Martins Cal, é um trabalho que apresenta considerações críticas a respeito de algumas categorias no processo penal cuja competência originária é do STF, tendo em vista a necessidade de compreender se há ou não efetivação do que o texto constitucional pós 1988 realmente se propôs a proteger no que tange ao acusado.

Luiz Gustavo Gonçalves Ribeiro, Silvia Altaf da Rocha Lima Cedrola e Daniel Alberico Resende, no texto “A NOVA FACETA DO DIREITO À INTIMIDADE NO MEIO AMBIENTE DIGITAL: A TIPIFICAÇÃO DO REVENGE PORN”, avaliam como as transformações e inovações tecnológicas desencadearam uma necessidade de alteração do ordenamento jurídico pátrio, mais especificamente no Direito Penal, sendo que essa necessidade, ligada ao meio ambiente digital, colide, por vezes, com o direito à intimidade, o que justifica o estudo do chamado revenge-porn, mormente a partir da análise das Leis Federais nº 12.737/2012 e nº 12.965/2014.

No artigo “CIBERCRIME E A NECESSÁRIA REFORMA DA LEGISLAÇÃO PENAL BRASILEIRA”, Clarisse Aparecida Da Cunha Viana Cruz, Daniel Brasil de Souza e Pedro José de Campos Garcia avaliam se a legislação penal brasileira é suficiente para proteger os cidadãos contra os cibercrimes.

O trabalho “MEDIDAS JURÍDICAS PROVISÓRIAS E JUSTIÇA DRAMÁTICA: A CRISE NA COMUNICAÇÃO ENTRE A ATIVIDADE JURÍDICO-PERSECUTÓRIA DO ESTADO E A OPINIÃO PÚBLICA NO CONTEXTO DA SOCIEDADE EM REDE”, de Bruna Barbosa de Góes Nascimento e Henrique Ribeiro Cardoso analisam como a atividade jurídico-persecutória do Estado nos casos que atraem a atenção pública está sendo impactada tanto pelos meios de comunicação em massa quanto pelas redes sociais que expressam em larga medida a opinião pública no contexto da atual sociedade em rede.

Em “A INEFICÁCIA DA POLÍTICA CRIMINAL NO COMBATE AO TRÁFICO DE DROGRAS ENQUANTO OBJETO DE LUCRO DAS ORGANIZAÇÕES CRIMINOSAS”, Cristian Kiefer Da Silva analisa a ineficácia da política criminal no combate ao tráfico de drogas enquanto objeto de lucro das organizações criminosas.

O artigo “MEIO AMBIENTE DIGITAL E A AUTORIA DELITIVA NOS CRIMES CIBERNÉTICOS”, de Júlio César Batista Pereira e Reinaldo Caixeta Machado, aborda como os avanços da informática e da tecnologia têm sido palco diário de ameaças à sociedade de risco, capazes de afetar diversos segmentos que repercutem na seara jurídica e em um ambiente que foge da naturalidade, tradicionalmente tutelado pelo Direito.

No texto “A (IN)COMPATIBILIDADE DO CRIME DE DESACATO COM O DIREITO À LIBERDADE DE EXPRESSÃO NA ÓTICA DO SUPERIOR TRIBUNAL DE JUSTIÇA”, Abner da Silva Jaques, Endra Raielle Cordeiro Gonzales e João Fernando Pieri de Oliveira analisam o debate sobre a descriminalização do delito de desacato no Brasil, partindo das decisões proferidas no âmbito do STJ.

Em “CRIMES PRATICADOS CONTRA A ADMINISTRAÇÃO PÚBLICA E PRINCÍPIO DA INTERVENÇÃO MÍNIMA NA JURISPRUDÊNCIA DO STJ”, Airto Chaves Junior e Thiago Santos Aguiar de Pádua avaliam se os argumentos utilizados pelo Superior Tribunal de Justiça na análise da tipicidade material do fato nos delitos praticados contra a Administração Pública violam o Princípio da Intervenção Mínima.

Thulio Guilherme Silva Nogueira, no texto “O DIREITO À PRESENÇA FÍSICA DO IMPUTADO NOS ACORDOS PENAIIS CELEBRADOS EM AMBIENTE VIRTUAL”, questiona a viabilidade constitucional da negociação de acordos penais no ambiente virtual, concluindo que a negociação no âmbito virtual não pode ser impositiva, e deve ser tratada como faculdade da defesa.

Em “A DUPLA INCIDÊNCIA DE SANÇÃO PENAL E ADMINISTRATIVA EM MATÉRIA URBANÍSTICA E O PRINCÍPIO DO NE BIS IN IDEM”, Bruna Azevedo de Castro e Sibila Stahlke Prado se debruçam sobre o tema da regulação jurídica da utilização e aproveitamento do solo e como o Direito intervém sancionando administrativa e criminalmente condutas que implicam lesão ou perigo de lesão ao ordenamento urbano.

O artigo “CONTROVÉRSIAS SOBRE O CONCEITO DE CONTUMÁCIA NO CRIME DE SONEGAÇÃO FISCAL”, de Marcelo Batista Ludolf Gomes, aborda a dificuldade quanto à definição deste novel conceito trazido pelo Supremo Tribunal Federal ao crime de sonegação fiscal.

Por fim, o artigo intitulado “A CONSTITUCIONALIZAÇÃO DO DIREITO PENAL E A LIMITAÇÃO TEMPORAL DAS MEDIDAS DE SEGURANÇA”, de Daniela Carvalho Almeida Da Costa e Gabriela Silva Paixão, abordam a temática da duração máxima da medida de segurança na jurisprudência dos tribunais superiores.

O(a) leitor(a), por certo, perceberá que os textos, além de ecléticos, são críticos quanto à realidade do sistema penal, o que reflete o compromisso dos(as) autores(as) na busca pelo aperfeiçoamento do direito material e processual penal em prol da melhor e maior adequação ao texto constitucional e às demandas da contemporaneidade, dentro de um modelo integrado de Ciências Criminais.

Tenham todos(as) ótima leitura, é o que desejam os organizadores!

Prof. Dr. Alceu de Oliveira Pinto Júnior – UNIVALI

Prof. Dr. Luiz Gustavo Gonçalves Ribeiro – ESDHC

Prof. Dr. Maiquel Ângelo Dezordi Wermuth – UNIJUÍ

ANÁLISE ECONÔMICA DO DIREITO E O CRIME DE MANIPULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS

ECONOMIC ANALYSIS OF LAW AND THE CRIME OF MARKET MANIPULATION

Marcelo Costenaro Cavali ¹
Alessandra Gomes Faria Baldini ²
Vanessa Piffer Donatelli da Silva ³

Resumo

No presente artigo, após a apresentação de conceitos elementares relacionados à Análise Econômica do Direito, notadamente no que diz respeito à sua aplicação no direito penal, são examinados os fundamentos econômicos que justificam a criminalização da manipulação do mercado de capitais. Conclui-se que existem boas razões econômicas aptas a justificar a repressão penal da conduta, mas se propõe que sejam realizados estudos empíricos a fim de avaliar a efetividade dessa política criminal.

Palavras-chave: Direito penal, Análise econômica do direito, Manipulação de mercado

Abstract/Resumen/Résumé

After presenting the fundamental concepts related to the Economic Analysis of Law, notably with regard to its application in criminal law, the authors exam the reasons that justify the criminalization of market manipulation. They conclude that there are good economic reasons for justifying the criminal repression of the conduct, but it is proposed that empirical studies be carried out in order to assess the effectiveness of this criminal policy.

Keywords/Palabras-claves/Mots-clés: Criminal law, Economic analysis of law, Market manipulation

¹ Professor da Pós-Graduação Stricto Sensu da Universidade Nove de Julho e da FGV-SP. Doutor em Direito Penal (USP). Juiz Federal.

² Mestranda em Direito pela Faculdade Nove de Julho. Especialista em Direito pela Fundação da Escola Superior do Ministério Público do Distrito Federal (FESMPDF). Juíza Federal Auxiliar no Supremo Tribunal Federal.

³ Mestranda em Direito pela Universidade Nove de Julho. Bacharel em Direito pela Universidade Braz Cubas. Especialista em Direito Empresarial pela UniFMU. Advogada.

1. INTRODUÇÃO

O direito penal é a *ultima ratio* do sistema jurídico, orientado pelos princípios da subsidiariedade e da fragmentariedade. Por imposição constitucional, portanto, sua utilização deve ser resguardada apenas para as hipóteses em que a proteção de bens jurídicos por outros ramos menos drásticos se mostre insuficiente.

Nem por isso, porém, devem ser ignoradas considerações de natureza econômica na formulação de políticas criminais. Muitas vezes, será justamente a aplicação da metodologia econômica que permitirá demonstrar a ineficiência do direito penal para a proteção de determinado bem jurídico; em outros casos, ela apontará para a importância da previsão de sanções criminais para a dissuasão de determinadas condutas – neste último caso, ressalte-se, a tipificação deverá ser submetida, ainda, aos princípios regentes do direito penal.

Neste artigo, pretendemos apontar quais são os fundamentos econômicos que amparam a criminalização da manipulação do mercado (tipificada no art. 27-C da Lei nº 6.385/1976).

Para tanto, a exposição se estruturará da seguinte forma: após uma exposição das características essenciais da Análise Econômica do Direito (AED), passaremos a examinar a aplicação dessa metodologia ao direito penal e, finalmente, de modo específico, à manipulação do mercado de capitais.

2. CONSIDERAÇÕES INTRODUTÓRIAS SOBRE A ANÁLISE ECONÔMICA DO DIREITO

A análise econômica do direito (AED) consiste na aplicação das metodologias das ciências econômicas, especialmente da microeconomia, para a compreensão do fenômeno jurídico. Trata-se, portanto, de âmbito interdisciplinar, em que se congregam duas ciências autônomas e independentes.

O direito não existe no vácuo. As prescrições jurídicas e a forma como são aplicadas, além de afetar a vida de cada indivíduo, geram efeitos sociais, políticos e econômicos. Mudanças no ordenamento jurídico podem influenciar ou modificar o comportamento dos indivíduos na busca dos seus interesses, produzindo resultados socialmente indesejados ou insuficientes para atender à melhor satisfação possível dos interesses dos envolvidos (FUX; BODART, 2020, p. 2-3).

Pela perspectiva da AED, considerando que as relações reguladas pelo Direito ocorrem numa dinâmica mercadológica, com transações econômicas, sociais e políticas, assume-se que o Direito “não se encontra solitário na dinamicidade social”, fazendo-se necessária a interdisciplinaridade com a Economia, a fim de examinar as consequências dos problemas

jurídicos no plano da realidade, estudando-se o sistema jurídico como um todo, e não apenas na abstração da norma (GONÇALVES; CARDOSO, 2016, p. 79).

A AED se apresenta, pois, como uma expansão do método científico, que complementa o método dogmático e exegético, com o intuito de elucidar as consequências, intencionais e não intencionais, da aplicação de normas jurídicas, considerando o comportamento humano e as ferramentas da Economia.

Nessa perspectiva, a AED pode ser encarada sob uma perspectiva positiva ou normativa (SHAVELL, 2004, p. 1-2). Na AED positiva, procuram-se descrever as normas jurídicas a partir dos seus efeitos, sem qualquer julgamento de valor. O estudioso identifica as alternativas normativas e as suas consequências, comparando a eficiência de cada qual por meio de uma análise de custo-benefício, sem oferecer sugestões de como a norma deveria ser (GICO JR., 2010, p. 19).

Já na AED normativa, determinado instituto jurídico é avaliado a partir dos objetivos que se pretende atingir, procurando-se indicar a melhor política para a alocação eficiente dos recursos. Não se limita, portanto, a descrever as normas e suas consequências, mas pretende modificar o direito a partir da metodologia econômica, com o objetivo de atingir as finalidades de maximização da riqueza, bem-estar ou utilidade agregada.

Portanto, ao aplicar a metodologia econômica ao Direito, busca-se a alocação eficiente dos recursos escassos, de forma a maximizar os ganhos, considerando as decorrências das normas jurídicas na realidade social, estudando as consequências econômicas das decisões jurídicas, em termos de eficiência alocativa (AED positiva), bem como oferecendo sugestões de políticas públicas e de inovação normativa (AED normativa).

3. ANÁLISE ECONÔMICA DO DIREITO APLICADA AO ÂMBITO CRIMINAL

Tendo em conta destinatários racionais da norma penal, é lógico pensar que, antes de praticar a conduta típica, eles comparariam os benefícios e os custos da sua atuação, levando em consideração a gravidade da sanção e a possibilidade de serem efetivamente responsabilizados.

Essa compreensão sobre o comportamento economicamente racional dos agentes criminosos, embora já sugerida anteriormente em BECCARIA e em BENTHAM, tem início com a criação de um “modelo econômico de crime”, desenvolvido a partir do trabalho seminal de BECKER (1968).

Nesse cálculo utilitarista, do ponto de vista do infrator, a decisão de cometer ou não o delito seria representada, simplificadamente, pela equação $Be = Pc - (Sp * Pd)$, onde Be

representa o benefício esperado da prática da infração, *Pc* o produto do crime, *Sp* a sanção prevista e *Pd* a probabilidade de detecção do ilícito (MARTINEZ, 2013, p. 65).

A prevenção de novos delitos, destarte, é a principal justificativa para a punição sob o ponto de vista não apenas das teorias criminológicas e jurídicas da prevenção geral da pena, mas também da AED (PRESCOTT, 2015, p. 1-13). Para um dos maiores expoentes da AED, POSNER, a principal função do direito penal em uma sociedade capitalista consiste em impedir que as pessoas burlam as regras do mercado, naquelas situações em que este (o mercado) se apresente como método mais eficiente de alocação de recursos do que a troca forçada. Isso porque a burla ao mercado, nestes casos, é ineficiente – considerada a eficiência no sentido econômico de maximização da riqueza –, independentemente de quanto mais utilidade confere ao infrator (1985, p. 1195).

Levar em consideração a lógica econômica do direito penal não significa dobrar as suas garantias a exigências de momento. Objetiva-se, antes, definir critérios objetivos para a verificação da idoneidade da tipificação penal de uma conduta. No contexto do direito penal econômico, marcado pela atuação racional dos agentes criminosos, justifica-se, portanto, fundamentar a adequação de um tipo penal no seu potencial dissuasor das condutas indesejadas (BOSON, 2015, p. 119).

Portanto, para avaliar a necessidade de criminalização de uma conduta, é legítimo verificar se, do ponto de vista racional, ela tem efetivo potencial inibitório da prática de novos crimes. Também é possível verificar quais os resultados concretos de uma determinada política criminal.

Essa ideia é enunciada, muitas vezes, de modo intuitivo, em rodas de conversa, em notícias de jornal e até em precedentes judiciais. Recentemente, por exemplo, o Ministro do Superior Tribunal de Justiça Sebastião Reis Jr. desabafou durante o julgamento do RHC nº 126.272, no qual se analisava a incidência do princípio da insignificância de furto de R\$ 4,00 (quatro reais). A partir de números levantados, o Ministro declarou, de modo geral, o fracasso da política criminal adotada no Brasil, que não conseguiu reduzir a criminalidade, e ainda permitiu o aumento exponencial de processos¹.

¹ “O número de processo está aumentando cada vez mais, não tem lógica isso. (...) sobre os processos distribuídos às Turmas Criminais neste Tribunal [STJ], em 2017, foram distribuídos 84.256, em 2018, foram 100.760, em 2019, foram 117.159, em 2020, 124.276 processos. Esse ano, até 31/4/2021, foram 43.999, ou seja, se triplicarmos isso, (...) nós vamos chegar a 131.997 processos. Ou seja, isso é inviável, é humanamente impossível julgar essa quantidade de processo. (...) Onde já se viu a quantidade de questões porque os tribunais de recusam a aplicar o nosso entendimento e ao mesmo tempo nós temos um sistema político que fica discutindo, (...) numa primeira fase, o decreto que aumenta o tempo de prisão de 40 para 50 anos. Eu não vejo uma discussão sobre ressocialização, eu não vejo uma discussão sobre prevenção de crimes, eu só vejo discussão sobre criar novos crimes, aumentar pena, dificultar progressão, ou seja, nós estamos vivendo em um mundo completamente fora da realidade”.

O relato bem demonstra a importância da AED na análise de políticas criminais. O simples endurecimento da legislação penal, sem embasamento em razões fundamentadas e constante exame de sua eficácia, não é suficiente para prevenir a prática de delitos. A dogmática jurídica, instrumento voltado a descrever a coerência e a sistematicidade do sistema jurídico, é insuficiente para resolver os problemas apontados.

A AED, no âmbito criminal, tanto no aspecto positivo quanto no normativo, objetiva aproximar o jurista da realidade social, identificar as consequências da norma, auxiliá-lo na sua aplicação e, também, na propositura de políticas criminais eficientes, com eventuais sugestões de mudanças no ordenamento jurídico.

Na AED normativa é necessário se ter um critério normativo pré-definido, a fim de se avaliar a eficácia da política atualmente adotada. Por exemplo, “se o objetivo é reduzir a quantidade de sequestros-relâmpagos, a AED normativa pode nos auxiliar a identificar qual a melhor política de punição, qual a melhor estrutura processual para este tipo de delito, etc.” (GICO JR., 2010, p. 20).

Como a AED não se limita aos aspectos econômicos, mas principalmente, comportamentais, torna-se possível “observar as escolhas humanas com o auxílio da Economia, mesmo quando não se referem a situações eminentemente econômicas” (OLSSON; TIMM, 2012, p. 114).

No âmbito penal, através da AED podem-se propor “mudanças qualitativas e quantitativas nos índices de criminalidade, fazendo com o que os agentes realizem menos crimes, e quando os realizarem, direcioná-los para condutas socialmente menos graves (ou de menores riscos)” (OLSSON; TIMM, 2012, p. 113).

Retomando as premissas formuladas por BECKER, os criminosos (especialmente os econômicos) podem ser considerados tomadores de decisões racionais. Pela “teoria da escolha racional”, parte-se do pressuposto que o indivíduo realiza uma conta de utilidade, com objetivo de alcançar o maior resultado possível ao menor custo. Assim, quando os benefícios esperados da atividade delitiva são superiores aos custos esperados, o indivíduo cometerá o delito.

Sob essa ótica, o indivíduo racional poderia deixar de praticar o crime, caso o retorno esperado por ele (benefício) seja inferior à chance de ser capturado e punido com uma pena proporcional à gravidade do fato (custo).

Veja-se o exemplo dos crimes tributários (BUBNIAK, 2017). Para reforçar a possibilidade de detecção, com o objetivo de dissuadir a prática ilícita, pode ser expandida a

rede de controle, formada pelas autoridades tributárias, pelos agentes obrigados (como as instituições financeiras) e pela população (por mecanismos de incentivo à obtenção de nota fiscal). Por outro lado, a informalidade e o excesso de burocracia podem estimular o indivíduo a praticar a infração, tendo em vista que a diminuição da efetividade da fiscalização e, conseqüentemente, da probabilidade de detecção do ilícito.

No regime penal-tributário brasileiro, a persecução penal somente pode ser iniciada após o exaurimento da via administrativa. Além disso, o pagamento do tributo devido a qualquer tempo extingue a punibilidade do agente. Finalmente, existem frequentes programas de parcelamento e refinanciamento da dívida. Sob as lentes da AED positiva, esse modelo acaba por incentivar a prática delitativa: o custo de delinquir é muito baixo, considerando-se os custos sancionatórios em contraposição ao benefício auferido pela sonegação.

Mesmo que a infração venha a ser detectada, o lapso temporal entre a detecção da infração e a aplicação da sanção torna racionalmente fundamentada a decisão de deixar de pagar o tributo e utilizar o tributo sonegado para financiar a atividade produtiva. E, caso a sonegação venha a ser detectada, basta pagar o valor devido para afastar a sanção criminal, ou aderir a programas de parcelamento tributários, com previsão de juros simples e prazos longos, que permitem suspender a punibilidade da pena.

Ao utilizar a AED positiva no direito penal tributário, por exemplo, a previsão criminal de atos infracionais à ordem tributária confere maior grau de coercibilidade quando comparada à previsão na legislação administrativa, para fins de arrecadação tributária. Porém, dada a possibilidade de extinção da punibilidade pelo pagamento, não desincentiva a prática de ilícitos tributários. Por esses motivos, a AED normativa sugere que a intervenção do Direito Penal deveria tutelar efetivamente o bem jurídico, e não apenas focar na reparação do dano, para que a prevenção aos crimes tributários fosse efetiva (BUBNIAK, 2017, p. 100-101).

A AED no âmbito criminal, portanto, pode ser utilizada para tornar as políticas públicas criminais mais efetivas e racionais, evidenciando as conseqüências das normas vigentes (AED positiva) e sugerindo alternativas eficientes (AED normativa).

4. ANÁLISE ECONÔMICA DO DIREITO NOS CRIMES CONTRA O MERCADO DE CAPITAIS

Os principais objetivos pretendidos pela regulação do mercado de capitais são: garantir maior liquidez e formação adequada de preços dos títulos negociados (FOX; GLOSTEN; RAUTERBERG, 2019, p. 34) A AED normativa aplicada aos crimes contra o mercado de

capitais, portanto, deve avaliar se a criminalização de determinadas condutas é necessária para o atingimento desses objetivos.

Adiante examinaremos os fundamentos econômicos da repressão da manipulação de mercado. Entretanto, para examinar a necessidade de criminalização de condutas abusivas no mercado de capitais, é necessário, antes, compreender alguns conceitos fundamentais.

4.1. CONCEITOS FUNDAMENTAIS

Um princípio fundamental da ciência econômica é o do *equilíbrio* do mercado. A imagem mais didática para compreendê-lo é a das filas dos caixas de supermercados (KRUGMAN; WELLS, 2009, p. 12-13). Ao selecionar os produtos que irão comprar e se dirigir aos caixas para realizar o pagamento, os clientes encontram filas de comprimentos similares. Esse equilíbrio no comprimento das filas existe pela razão natural de que os consumidores que chegam aos caixas escolhem sequencialmente a fila que lhes parece mais curta.

O princípio se aplica, também, à economia em geral, bem como ao mercado financeiro em especial. Quando empresários escolhem a área em que querem empreender – ou expandir ou contrair os negócios existentes –, buscam as oportunidades que entendem mais rentáveis, movimentando os recursos de que dispõem de um para outro projeto. O mesmo ocorre com os clientes do supermercado e com os investidores do mercado financeiro e de capitais. Todas as oportunidades de lucro são rapidamente aproveitadas, levando a uma situação de equilíbrio.

No mercado de capitais, esse equilíbrio se dá entre os diversos ativos disponíveis. Os investidores examinam oportunidades existentes e procuram determinar quais ativos estão subestimados, superestimados ou corretamente avaliados; alienam, então, os superestimados e adquirem os subestimados, mantendo os considerados adequadamente precificados.

Esse mercado equilibrado será um *mercado eficiente* na medida em que os recursos sejam rapidamente retirados dos projetos menos vantajosos e converjam para os projetos econômicos mais rentáveis e produtivos (FAMA, 1970, p. 383). Essa eficiência, evidentemente, gera benefícios para toda a economia e promove o desenvolvimento econômico do país.

A noção de mercado equilibrado e eficiente parte, por sua vez, da premissa de que os investidores escolhem racionalmente onde alocar o seu dinheiro. De acordo com a *teoria da escolha racional*, a partir da tomada de conhecimento das informações relevantes mais recentes sobre os títulos, investidores agiriam racionalmente, adquirindo aqueles considerados

subvalorizados e alienando os entendidos como supervalorizados. Com isso, rapidamente, os preços convergiriam para o seu valor *intrínseco*².

No mundo real, porém, as coisas não funcionam de modo tão perfeito, essencialmente por duas razões: (a) a assimetria informacional entre os investidores; (b) as diversas capacidades de processamento, por parte dos investidores, das informações disponíveis no mercado. Para entender melhor esses conceitos é preciso examinar, antes, a importância da divulgação de informações fidedignas para o mercado de capitais.

Diferentemente do que ocorre na maioria das transações comerciais, nas quais o comprador pode avaliar ou testar a mercadoria antes de fechar o negócio, no mercado de valores mobiliários o adquirente do título não tem meios de examinar pessoalmente a companhia emissora. Por isso, deve ser-lhe garantido acesso a informações consideradas essenciais sobre o ativo, para que esteja em condições de tomar uma decisão racional de investimento (COFFEE; SALE; HENDERSON, 2015, p. 7).

Para permitir uma concorrência leal no mercado, com a participação de agentes em condições mínimas de igualdade, a regulação garante a publicação de informações padronizadas que atendam às necessidades informacionais dos investidores.

Os investidores não possuem controle permanente sobre as atividades da companhia, podendo acompanhar o desenvolvimento das suas atividades apenas através das informações que lhes são repassadas. Por isso, é essencial a confiabilidade das informações repassadas aos investidores sobre todos os aspectos que possam influenciar o seu investimento, tais como a saúde financeira da companhia, a previsão de resultados futuros, o mercado em que opera e os concorrentes que dele participam, tudo que possa comprometer os resultados da companhia. Daí que o regime de divulgação de informações (*disclosure*) relacionado às companhias abertas seja muito mais rígido do que aquele aplicável a companhias fechadas (SZTAJN; 2004. p. 139-140).

A eficiência do mercado de capitais, portanto, tem relação diretamente proporcional à *qualidade do acesso dos investidores às informações* referentes à companhia. Num mercado de capitais em condições ideais (“mercado perfeito”), no qual todos investidores têm acesso à

² Valor intrínseco é um conceito imaginário, consistente no valor sobre o qual haveria consenso se todos os agentes tivessem todas as informações relevantes a respeito do ativo e todos soubessem exatamente como processar tais informações. Na prática, contudo, ninguém detém todas as informações pertinentes e poucas pessoas sabem processar corretamente tais dados, de modo que o valor intrínseco de um ativo é frequentemente desconhecido. Porém, os mercados – isto é, o conjunto de agentes que atuam nos mercados – podem agregar informações de diferentes fontes para produzir preços que são mais próximos ao valor intrínseco do ativo do que qualquer agente poderia conseguir sozinho.

informação fidedigna publicamente disponível no menor tempo viável, de forma simétrica, as cotações dos ativos refletem o seu valor intrínseco.

Na prática, o mercado é imperfeito, seja em razão da existência de diferentes espécies de investidores no mercado, seja em virtude da diferença temporal e de qualidade da informação disponível aos diferentes agentes. Essa diferença temporal e de qualidade da informação existente entre os tipos de investidores que atuam no mercado caracteriza, justamente, a *assimetria informacional*.

Investidores com melhor acesso à informação ou melhor capacidade de processá-la lucram ao realizar operações com valores mobiliários que entendem subvalorizados ou supervalorizados. Tais informações ou não estão disponíveis aos demais agentes do mercado ou não foram por eles devidamente processadas. Quando isso acontecer – isto é, quando as informações se tornarem públicas e forem assimiladas – o preço do ativo deve convergir para aquele esperado pelos investidores informados. Diz-se, então, no jargão do mercado, que a informação já está “precificada”; isto é, já está refletida no valor do título. Ao convergirem tendencialmente para o valor intrínseco do valor mobiliário na visão média dos investidores informados, os *preços* de negociação são considerados *informativos* (HARRIS, 2003, p. 206).

Baseado nessas premissas é que o legislador estabeleceu o dever dos administradores da companhia aberta de divulgar imediatamente qualquer fato relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia (Lei das S.A, art. 157, § 4º). Os sujeitos que possuem acesso a essas informações privilegiadas são obrigados a divulgá-las ao mercado e, ademais, estão proibidos de utilizá-las, enquanto ainda não divulgadas, em proveito próprio ou de terceiros (§§ 1º, 2º e 4º do artigo 155 da Lei das S.A.). A negociação com valores mobiliários baseada em informação relevante não divulgada ao mercado, assim como o seu repasse a terceiros, por detentores do dever de sigilo, caracteriza o delito de uso indevido de informação privilegiada (art. 27-D, *caput* e § 1º, da Lei nº 6.385/1976).

4.2. TOLOS PSICOLÓGICOS E TOLOS INFORMACIONAIS

Supondo que as informações relevantes estejam disponíveis publicamente para os agentes do mercado em condições igualitárias, todos estariam em situação parêntica de negociação. É exatamente para garantir essas condições mínimas de acesso à informação que se exige a divulgação pelas companhias de todos os fatos relevantes que afetem seus negócios (princípio do *full and fair disclosure*).

Para tomar suas decisões, os investidores trabalham com dois tipos de informações: explícitas, que compreendem todo tipo de informações diretas de companhias específicas ou do mercado em geral, como relatórios financeiros e notícias econômicas ou mercadológicas; e implícitas, aquelas que apenas indiretamente expressam informações, como alterações de preços, volume de negócios, identidade do negociante e fluxo de ordens (GOSHEN; PARCHOMOVSKY, 2006, p. 721).

É verdade que existem diversos tipos de investidores no mercado³. Apenas parte dos chamados investidores “informados” é que trabalham com a captação e o processamento especializado de informações, a partir das quais comparam o preço dos ativos com seu valor intrínseco. Ademais, como demonstram estudos de economia comportamental, mesmo investidores supostamente racionais estão sujeitos a desvios cognitivos – dentre os quais aqueles decorrentes de “excesso de confiança” (PITTA, 2013, p. 144-145).

De todo modo, a constatação de que existem, na realidade fática, desvios comportamentais em relação à racionalidade esperada dos agentes do mercado não deve ser considerada um obstáculo à formulação de políticas públicas que tomem essa racionalidade como premissa. O relevante é que se garanta ao investidor o conhecimento de informações mínimas que lhe permita atuar em condições suficientemente igualitárias, até mesmo para usar mal o seu dinheiro.

Para bem compreendermos essa ideia, podemos nos valer da classificação de AKERLOF e SCHILLER, para quem há dois tipos de “tolos” no mercado: os psicológicos e os informacionais (2016, p. 11-12). Os tolos psicológicos tomam decisões equivocadas por deixarem suas emoções prevalecerem sobre a razão ou porque são afetados por distorções cognitivas. Já os tolos informacionais agem com base na informação criada intencionalmente para os enganar.

Políticas relacionadas à difusão de informações no mercado de capitais devem promover julgamentos informados dos agentes do mercado, mas não necessariamente acertados. Numa

³ Utilizando-se por critério o nível de informação detido pelos investidores, estes podem ser classificados, de modo amplo, em informados ou desinformados. Investidores informados são aqueles que possuem condições de formar opiniões confiáveis sobre se os valores mobiliários negociados estão subvalorizados, sobrevalorizados ou corretamente apreciados. Tais opiniões são formadas tipicamente por análises aprofundadas realizadas a partir de informações publicamente disponíveis, com base em informações ainda não largamente conhecidas pelo público ou através da observação do mercado. Investidores desinformados são os agentes do mercado que atuam sem deter ou sem processar adequadamente informações que lhes confirmem racionalidade na análise do valor de um ativo. Estão englobados no conceito de investidores informados aqueles que realizam análise fundamentalista das ações (*fundamental value*) e aqueles que procuram obter informações relevantes antes de sua ampla publicização (*announcement traders*) – seja porque foram obtidas diretamente por alguém ligado a uma fonte institucional (*insider traders*), normalmente a própria companhia, seja porque muito recentemente publicadas e ainda não assimiladas pela maioria dos agentes do mercado (*announcement traders*) – FOX; GLOSTEN; RAUTERBEG, 2015, p. 217.

afirmação clássica da doutrina americana, a lei “*não retirou do cidadão ‘seu direito inalienável de se fazer de trouxa’*. *Simplesmente tentou impedir que outros o façam de trouxa*” (LOSS; SELIGMAN, 2004, p. 32-33). Tais políticas são aptas, portanto, a proteger os tolos informacionais, não os tolos psicológicos – para esses, os melhores remédios são a educação financeira e o desenvolvimento do autocontrole emocional.

5. FUNDAMENTOS ECONÔMICOS DA REPRESSÃO À MANIPULAÇÃO DO MERCADO

A manipulação do mercado pode ser realizada mediante difusão de informações falsas (manipulação informacional) ou por meio de negociações realizadas apenas com o intuito de transmitir uma falsa percepção ao mercado (manipulação negocial). No primeiro caso, manipulam-se as informações explícitas; no segundo caso, as informações implícitas.

Em qualquer dessas situações, a manipulação torna menos informativo o preço dos ativos manipulados (HARRIS, 2003, p. 266-267). As negociações realizadas pelos manipuladores são interpretadas pelos demais agentes do mercado, especialmente quando envolvem altos valores e volumes negociados, como se realizadas por investidores informados e, com isso, afastam o preço de negociação do valor intrínseco do título. A realização de operações simuladas sinaliza falsamente a existência de oferta e demanda pelo ativo financeiro negociado, influenciando artificialmente o processo de formação de preços.

A permissividade em relação à manipulação do mercado desestimula a atuação dos investidores informados, responsáveis pela coleta e processamento das informações relevantes para a identificação do valor intrínseco do valor mobiliário. Com efeito, esses investidores – que incorrem em altos custos de estrutura, capital humano e tempo – não conseguiriam sozinhos identificar facilmente distorções em informações implícitas – como transações realizadas pelo mesmo agente, atuando nas duas pontas da operação (“*wash trades*”), ou por agentes diferentes, agindo nos dois polos de forma preordenada (*matched orders*) –, o que justifica a existência de um sistema organizado de detecção e repressão contra essas práticas. Do contrário, todos os investidores informados teriam de dispender mais recursos com a verificação da acuidade das informações implícitas, multiplicando-se o custo que pode ser assumido apenas – ou, ao menos, em maior medida – pelo ente regulador (GOSHEN; PARCHOMOVSKY, 2006, p. 742).

A proibição da manipulação também impede a deturpação da informação explícita, pois as informações prestadas devem ser completas e fidedignas e, em razão dos deveres de *disclosure*, fatos relevantes não podem ser omitidos. A repressão à manipulação cria um círculo virtuoso, na medida em que, ao reduzir os “custos de precaução” dos investidores informados,

facilita o ingresso de novos competidores no mercado; o incremento da competição, por sua vez, aumenta a probabilidade de detecção de fraudes e, com isso, reduz o estímulo das companhias a praticarem fraudes ou manipulações; a redução do estímulo à divulgação de informações distorcidas ao mercado levará ao decréscimo dos “custos de precaução” dos investidores informados e assim por diante (GOSHEN e PARCHOMOVSKY 2006, p. 743).

Os preços que se formam em mercado regulamentado são preços públicos de referência, utilizados em inúmeras decisões públicas e privadas⁴. A perda do caráter informativo dos preços dos valores mobiliários afeta diretamente a alocação eficiente do capital, pois dificulta a identificação dos projetos econômicos mais eficientes.

Por outro lado, a existência da assimetria informacional faz com que os investidores desinformados desconfiem estar a negociar, em regra, com um negociante informado⁵. Esse fenômeno é conhecido como *seleção adversa* e faz com que os formadores de mercado, agindo racionalmente, aumentem a diferença entre a cotação das ofertas de compra e venda (*spread*) mantidas nos sistemas de negociação de valores mobiliários, elevando, conseqüentemente, os custos de transação (GLOSTEN, Larry; HARRIS, Larry, 1988, p. 123-124). Quanto maior a assimetria informacional, maior a seleção adversa, o que torna maiores os *spreads* praticados entre oferta de compra e venda e, por conseguinte, eleva os custos de transação, diminuindo a liquidez do mercado⁶.

Os formadores de mercado procuram “descobrir” o correto preço de mercado de um ativo a partir da contínua análise da oferta e da demanda (KLÖHN, 2006. p. 42). A intensificação da seleção adversa conduz tendencialmente a uma ineficiência do mercado, pois os investidores que agem desprovidos de informações confiáveis aplicarão descontos relativamente uniformes a todos os valores mobiliários negociados, prejudicando os empreendimentos mais eficientes (PITTA, 2013, p. 104).

A repressão à manipulação, ao reduzir a frequência de informações manipuladas, restringe o risco de informação assimétrica e, com isso, a seleção adversa. Isso leva à diminuição dos *spreads* praticados entre oferta de compra e venda, resultando em maior

⁴ Os preços de negociação, expressos em cotações continuamente fixadas em bolsa, exercem um papel relevante como base de cálculo não apenas para os mercados secundários, mas também para o mercado primário e em diversos outros âmbitos – por exemplo, o preço de bolsa tem significado para a avaliação de empresas para aquisições, fusões, cisões, para a avaliação do balanço dos ativos circulantes e para o cálculo de tributos.

⁵ Sobre os reflexos da assimetria informacional sobre os mercados, cf. o clássico texto de AKERLOF, 1970, p. 488-500.

⁶ Diminuir a extração de vantagens individuais decorrentes da assimetria informacional é uma das razões que justificam, também, o combate ao *insider trading*.

liquidez, menor custo de capital e melhora na eficiência do mercado (GOSHEN; PARCHOMOVSKY, 2006, p. 743).

Um mercado de capitais apto a distribuir de maneira eficiente os recursos da sociedade depende de uma adequada liquidez e, especialmente, da formação de preços dos ativos em condições de normalidade, de acordo com a lei da oferta e da procura.

Se a negociação no mercado de valores mobiliários ocorre com respeito pelo livre jogo da oferta e da procura, as tendências de mercado que se formam serão reais, refletindo a valoração e a estimativa realizadas pelos seus efetivos participantes. Caso contrário, serão artificiais e induzirão em erro os diversos agentes econômicos e entidades públicas que as utilizam como critério de tomada de decisões. Garantir a livre formação do preço é, portanto, essencial para que os investidores tomem decisões racionais de investimento (SANTOS; OSÓRIO; WELLISCH, 2012, p. 106-107).

6. A NECESSIDADE DE ESTUDOS EMPÍRICOS

Existem, portanto, bons fundamentos econômicos a indicar a importância da repressão penal do abuso do mercado de capitais. Alguns estudos empíricos realizados no exterior apontam que um sistema estruturado e eficiente de *enforcement* – compreendendo não apenas a previsão abstrata de sanções, mas a efetiva investigação de condutas ilícitas e aplicação das penalidades correspondentes – constitui um relevante fator da redução do custo de capital no mercado de valores mobiliários.

Examinando a repressão à prática da negociação de valores mobiliários com base em informações privilegiadas (*insider trading*) em 103 países, BHATTACHARYA e DAOUK concluíram, com base em levantamento empírico, que há uma redução do custo de capital de aproximadamente 5% a partir do momento em que se inicia a efetiva repressão penal contra a conduta, isto é, com a prolação da primeira sentença penal condenatória (2002, p. 97).

De forma mais abrangente, levando em consideração estudos que demonstram que as companhias abertas estrangeiras que decidem negociar suas ações também em uma Bolsa de Valores norte-americana (*cross-listing*) são agraciadas com diminuição do custo de capital e, igualmente, aumento em seu valor de mercado, COFFEE JR. sustenta que esses ganhos são decorrentes do elevado *enforcement* existente nos EUA, incluindo a possibilidade de imposição de pesadas sanções criminais (2007, p. 274-276)⁷.

⁷ COFFEE JR., John C. Law and the market: the impact of enforcement. *University of Pennsylvania law review*. v. 156. dec. 2007. p. 274-276.

Quanto à criminalização da manipulação do mercado, Zohar Goshen e Gideon Parchomovsky argumentam que as sanções penais seriam o meio mais eficaz de prevenir a conduta, pois a responsabilidade civil baseada em danos efetivos resultaria em condenações de valores reduzidos, desincentivando o ajuizamento de ações cíveis pelos prejudicados⁸.

Seguindo raciocínio semelhante, Michael G. Faure e Claire Leger justificam a necessidade de criminalização do *insider trading*, ao menos nos casos envolvendo ganhos elevados, no fato de que os danos causados pela conduta são dispersos, de modo que, como as perdas individuais aparentam ser reduzidas, as vítimas não se sentem motivadas a ajuizar ações cíveis de reparação de danos. Além disso, como as chances de detecção são diminutas, as sanções devem ser mais graves, à luz da hipótese de Becker⁹.

Na União Europeia, justamente em razão do entendimento de que a adoção de sanções administrativas pelos Estados-membros se revelara insuficiente para assegurar o cumprimento das normas de prevenção e luta contra os “abusos de mercado”, foi editada a Diretiva 2014/57/EU, por meio da qual foram estabelecidas normas mínimas aplicáveis às sanções penais para os casos de abuso de informação privilegiada, transmissão ilícita de informação privilegiada e manipulação de mercado, a serem adotadas por todos os Estados-membros (artigo 1º, 1).

Na Alemanha, Schünemann dá outro exemplo na área do mercado de capitais, ao aludir que o amplo controle administrativo implantado para a admissão de novas companhias na Bolsa de Valores no chamado Novo Mercado (*Neuer Markt*) fracassou rotundamente, não conseguindo evitar gigantesca lesão de cerca de 200 bilhões de euros aos investidores, ao passo que a regulação penal do mercado de balcão se apresentaria como mais eficiente (SCHÜNEMMAN, Bernd, 2014. p. 78-79).

Estudos empíricos realizados em outros setores do Direito Penal Econômico mostram resultados semelhantes. Pesquisa relacionada a delitos tributários e anticoncorrenciais, realizada já no ano de 1974, entre empresários alemães, através de um detalhado questionário, concluiu que, para aproximadamente 70% dos entrevistados, somente a sujeição a sanções criminais e o fechamento da empresa constituem meios efetivos de prevenção geral (LEIGH, 1980. p. 43-44).

⁸ *Op. cit.* p. 741-742.

⁹ The Directive on Criminal Sanctions for Market Abuse: a move towards harmonizing inside trading criminal law at the EU level? *Brooklyn journal of corporate, financial & commercial law*. New York: Brooklyn Law School, v. 9, i. 2, 2015. p. 399-400. A hipótese de Becker sugere que, para a prevenção da prática de delitos, a probabilidade de sua detecção haverá de ser inversamente proporcional à gravidade da sanção. Cf., a respeito, a obra mencionada na nota de rodapé 5 *supra*.

Esses dados fornecem um argumento de reforço a justificar a necessidade criminalização do abuso de mercado, ao menos em relação às condutas mais reprováveis.

É necessário que também no Brasil sejam realizadas análises empíricas – com levantamento dos casos, entrevistas com agentes do mercado, identificação das consequências sobre liquidez e formação de preços etc. – para se comprovar se a tutela penal, na forma atual, mostra-se adequada e suficiente para a promoção das finalidades do mercado de capitais.

7. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AKERLOF, George. The market for lemons. *The quarterly journal of economics*. Cambridge: Oxford University Press, v. 84, n. 3, ago.-1970.

_____; SCHILLER, Robert. *À pesca de tolos: a economia da manipulação e do logro*. Trad. Pedro Elói Duarte. Coimbra: Conjuntura Actual. 2016.

BHATTACHARYA, Utpal; DAOUK, Hazem. The world price of insider trading. *The journal of finance*. American Finance Association, v. LVII, n. 1, feb. 2002.

BECKER, Gary S. Crime and punishment: an economic approach. *Journal of political economy*. Chicago: University of Chicago Press, v. 76, n. 2, 1968.

BOSON, Daniel Silva. Three strikes and you're out: uma análise econômica das penas. *Revista brasileira de ciências criminais*, v. 116. São Paulo: RT, set.-out., 2015.

BOTTINO, Thiago; OLIVEIRA, Eduardo. Seletividade do sistema penal nos crimes contra o mercado de capitais. *Direito penal e economia*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2012.

BUBNIAK, Priscila Lais Ton. *Análise econômica do direito penal tributário: uma crítica à política criminal brasileira*. Dissertação (Mestrado em Direito). Curitiba: Universidade Católica do Paraná, 2017.

COFFEE JR., John C. Law and the market: the impact of enforcement. *University of Pennsylvania law review*, v. 156. dec. 2007.

_____; SALE, Hillary A.; HENDERSON, M. Todd. *Securities Regulation: cases and materials*. 13. ed. St. Paul: Foundation Press, 2015.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais: regime jurídico*. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

FOX, Merritt; GLOSTEN, Lawrence; RAUTERBEG, Gabriel. The New Stock Market: Sense and Nonsense. *Duke law journal*. Durham: Duke University Press, nov. 2015, v. 65, n. 2.

FAMA, Eugene F. Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. *The Journal of finance*. New York: American Finance Association, v. 25, may.-1970.

FAURE, Michael G.; Leger, Claire. The Directive on Criminal Sanctions for Market Abuse: a move towards harmonizing inside trading criminal law at the EU level? *Brooklyn journal of corporate, financial & commercial law*. New York: Brooklyn Law School, v. 9, i. 2, 2015.

FOX, Merrit B.; GLOSTEN, Lawrence R.; RAUTERBERG, Gabriel V. *The new stock market: law, economics, and policy*. New York: Columbia University Press, 2019.

_____; _____. The New Stock Market: Sense and Nonsense. *Duke law journal*. Durham: Duke University Press, nov. 2015, v. 65, n. 2.

FUX, Luiz; BODART, Bruno. *Processo civil e análise econômica*. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2020.

GICO JR., Ivo. Metodologia e Epistemologia da Análise Econômica do Direito. *Economic Analysis of Law Review*, v. 1, nº 1, p. 7-32, Jan-Jun, 2010.

GONÇALVES, Jéssica; CARDOSO, Luiz Eduardo Dias. Análise econômica do crime: abordagem acerca da aplicação do princípio da eficiência econômico social em matéria penal. *Revista de Criminologias e Políticas Criminais*, Curitiba, v. 2, n. 2, p. 77 – 98, Jul/Dez. 2016.

KLÖHN, Lars. *Kapitalmarkt, Spekulation und Behavioral Finance: eine interdisziplinäre und vergleichende Analyse zum Fluch und Segen der Spekulation und ihrer Regulierung durch Recht und Markt*. Berlin: Dencker & Humblot, 2006.

KRUGMAN, Paul; WELLS, Robin. *Microeconomics*. 2. ed. New York: Worth Publishers, 2009.

LEIGH, L. H. *Economic crime in Europe*. London: The Macmillan Press Ltd., 1980.

MARTINEZ, Ana Paula. *Repressão a cartéis: interface entre direito administrativo e direito penal*. São Paulo: Singular, 2013.

OLSSON, Gustavo André; TIMM, Luciano Benetti. Análise econômica do crime no Brasil. In: BOTTINO, Thiago; MALAN, Diogo (coord.). *Direito penal e economia*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2012

PITTA, André Grünspun. *O regime de informação das companhias abertas*. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

POSNER, Richard. An economic theory of criminal law. *Columbia law review*. New York: Columbia Law School, v. 85, n. 6, 1985.

PRESCOTT, J. J. Criminal sanction and deterrence. *Encyclopedia of law and economics*. Springer: New York, 2015.

SANTOS, Alexandre Pinheiro dos; OSÓRIO, Fábio Medina; WELLISCH, Julya Sotto Mayor. *Mercado de capitais: regime sancionador*. São Paulo: Saraiva, 2012.

SCHÜNEMMAN, Bernd. O direito penal é a *ultima ratio* da proteção de bens jurídicos! – Sobre os limites invioláveis do direito penal em um Estado de Direito Liberal. In: GRECO, Luís (coord.). *Estudos de direito penal, direito processual penal e filosofia do direito*. Madri – Barcelona – Buenos Aires – São Paulo: Marcial Pons, 2014.

SHAVELL, Steven. *Foundations of Economic Analysis of Law*. Cambridge, Harvard University Press, 2004.

STIGLER, George. The economics of information. *The Journal of Political Economy*. Chicago: University of Chicago, v. 69, i. 3, jun. 1961.

SZTAJN, Rachel. Regulação e o mercado de valores mobiliários. *Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*. São Paulo: Malheiros, ano XLIII, n. 135, jul.-set. 2004