

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS E ECONÔMICAS
FACULDADE NACIONAL DE DIREITO**

**O USO INDEVIDO DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA: UMA ANÁLISE ACERCA
DAS CONSEQUÊNCIAS PRÁTICAS DA SUA CRIMINALIZAÇÃO NO ÂMBITO DO
MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO**

GABRIELA MURADAS PIRES

RIO DE JANEIRO

2022

GABRIELA MURADAS PIRES

**O USO INDEVIDO DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA: UMA ANÁLISE ACERCA
DAS CONSEQUÊNCIAS PRÁTICAS DA SUA CRIMINALIZAÇÃO NO ÂMBITO DO
MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO**

Monografia de final de curso, elaborada no âmbito da graduação em Direito da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como pré-requisito para obtenção do grau de bacharel em Direito, sob a orientação do **Professor Dr. Professor Vinicius Figueiredo Chaves**.

RIO DE JANEIRO

2022

CIP - Catalogação na Publicação

M972u Muradas Pires, Gabriela
O USO INDEVIDO DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA: UMA ANÁLISE ACERCA DAS CONSEQUÊNCIAS PRÁTICAS DA SUA CRIMINALIZAÇÃO NO ÂMBITO DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO / Gabriela Muradas Pires. -- Rio de Janeiro, 2022.
59 f.

Orientador: Vinicius Figueiredo Chaves.
Trabalho de conclusão de curso (graduação) - Universidade Federal do Rio de Janeiro, Faculdade Nacional de Direito, Bacharel em Direito, 2022.

1. A CRIMINALIZAÇÃO DO USO DE INFORMAÇÕES PRIVILEGIADAS PARA AUFERIR VANTAGEM ECONÔMICA NO ÂMBITO DO MERCADO DE CAPITAIS. 2. A PROIBIÇÃO OU LEGALIZAÇÃO DO INSIDER TRADING: SEUS OBJETIVOS E CONSEQUÊNCIAS. 3. A INEFICIÊNCIA DA CRIMINALIZAÇÃO DA PRÁTICA DO INSIDER TRADING. 4. O ÔNUS DA PROVA E DIFICULDADE NA CONDENAÇÃO DAS PRÁTICAS RELATIVAS AO INSIDER TRADING. I. Figueiredo Chaves, Vinicius , orient. II. Título.

GABRIELA MURADAS PIRES

**O USO INDEVIDO DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA: UMA ANÁLISE ACERCA
DAS CONSEQUÊNCIAS PRÁTICAS DA SUA CRIMINALIZAÇÃO NO ÂMBITO DO
MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO**

Monografia de final de curso, elaborada no âmbito da graduação em Direito da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como pré-requisito para obtenção do grau de bacharel em Direito, sob a orientação do **Professor Dr. Vinicius Figueiredo Chaves**.

Data da Aprovação: 15 / 07 / 2022

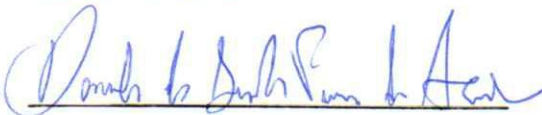
Banca Examinadora:



Orientador



Membro da Banca



Membro da Banca

RIO DE JANEIRO

2022

RESUMO

O presente trabalho de conclusão de curso possui como finalidade promover a reflexão e análise das consequências avindas da intervenção do legislador no mercado de capitais, criminalizando as práticas do uso de informações privilegiadas com o objetivo de auferir vantagem econômico-financeira em razão de si próprio, em detrimento dos demais investidores. Serão observadas evidências que demonstrarão um cenário do mercado de capitais brasileiro divergente do cenário atual a fim de analisar a possibilidade de uma eventual descriminalização das práticas relacionadas ao uso de informações privilegiadas, tendo em vista a regulamentação do ordenamento jurídico brasileiro.

Palavras-chave: Mercado de Capitais. Mercado de Valores Mobiliários. Insider Trading. Uso indevido de informação privilegiada. Regulamentação. Eficiência. Isonomia. Sociedades Abertas. Investimento. Credibilidade. Fiscalização. Comissão de Valores Mobiliários.

ABSTRACT

The main purpose of this course is to provide an analysis and reflection of consequences arising from the intervention of the legislature in the capital market, criminalizing the practice of insider trading with the aim of gaining economic and financial advantage for oneself, to the detriment of other investors. Evidence will be observed in order to demonstrate a scenario of the Brazilian capital market diverging from the current one, in order to analyze the possibility of a possible decriminalization of insider trading practices, taking into account the regulation of the Brazilian legal system.

Keywords: Capital Markets. Securities Market. Insider Trading. Undue use of inside information. Regulation. Efficiency. Isonomy. Publicly-held companies. Investment. Credibility. Inspection. Securities and Exchange Commission.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – cotação das ações da Perdigão após o anúncio da oferta hostil da Sadia.....	25
Figura 2 - Percentual de acusações por conduta no PAS/CVM 2021.....	45

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	9
CAPÍTULO I - O SURGIMENTO DA PRÁTICA DO INSIDER TRADING	11
1.1 O mercado de capitais e a CVM	11
1.1 A definição do insider trading e as lacunas na legislação brasileira	12
<i>1.1.1 A definição não expressa do insider trading à luz do ordenamento jurídico brasileiro.</i>	14
1.2 As primeiras evidências históricas de aparições do <i>insider trading</i>	14
1.3 O <i>insider trading</i> e o regular desenvolvimento do mercado financeiro e de capitais ...	16
CAPÍTULO II - A CRIMINALIZAÇÃO DO USO DE INFORMAÇÕES PRIVILEGIADAS PARA AUFERIR VANTAGEM ECONÔMICA NO ÂMBITO DO MERCADO DE CAPITAIS	18
2.1 A tipicidade da ação do uso de informações privilegiadas	19
2.2 Os insiders primários e secundários	20
2.3 A tipificação da infração penal e sua imputação à crime	21
2.4 Casos Concretos	23
<i>2.4.1 Caso Sadia-Perdigão</i>	23
<i>2.4.2 Caso JBS e os irmãos Wesley</i>	26
<i>2.4.3 Caso Eike Batista</i>	27
<i>2.4.4 Caso Banco Santander Brasil S.A</i>	29
CAPÍTULO III - A PROIBIÇÃO OU LEGALIZAÇÃO DO INSIDER TRADING: SEUS OBJETIVOS E CONSEQUÊNCIAS	31
3.1 A proibição da prática do insider trading e suas consequências	31
<i>3.1.1 Misappropriation Theory</i>	31
<i>3.1.2 Unfair advantage theory</i>	33
<i>3.1.3 Market stability theory</i>	35
3.2 As consequências acerca da legalização da prática do uso indevido de informações privilegiadas	35
<i>3.2.1 O insider trading dentro de um mercado eficiente</i>	36
<i>3.2.2 O insider trading em um eficaz esquema de remuneração dos administradores de determinadas sociedades</i>	38
CAPÍTULO IV - A INEFICIÊNCIA DA CRIMINALIZAÇÃO DA PRÁTICA DO INSIDER TRADING	41

4.1 A ineficiência das sanções criminais relativas à prática do <i>insider trading</i>	41
<i>4.1.1 A dificuldade nas condenações relativas à prática do insider trading no ordenamento jurídico brasileiro</i>	44
4.2 A ineficiência administrativa da criminalização da prática do insider trading	45
CAPÍTULO V - O ÔNUS DA PROVA E DIFICULDADE NA CONDENAÇÃO DAS PRÁTICAS RELATIVAS AO INSIDER TRADING	49
5.1 O ônus da prova no processo judicial referente à prática do insider trading	50
CONSIDERAÇÕES FINAIS	53
REFERÊNCIAS	56

INTRODUÇÃO

O presente trabalho abordará as discussões referentes às transações realizadas nos mercados de capitais existentes e, principalmente, no Brasil, tendo como base o uso indevido de informações privilegiadas relevantes por investidores que obtiverem acesso a elas em detrimento dos demais para que sejam identificadas as consequências acerca da criminalização desta prática.

Serão aborbadadas, preliminarmente, as primeiras aparições históricas do uso de informações privilegiadas e o surgimento da figura do *insider trading* no âmbito das negociações realizadas no mercado de capitais.

Como se observará a seguir, a presente análise basear-se-à em três leis basilares referentes à economia brasileira, quais sejam, a da Lei nº 6.385¹, que institui a Comissão de Valores Mobiliários – órgão responsável por regulamentar e fiscalizar o mercado de capitais brasileiro -, a Lei nº 10.303 de 31 de outubro de 2001² e a Lei nº 6.404/76, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações.

Dessa maneira, como será demonstrado no capítulo I, as primeiras aparições do que, posteriormente, seria chamado de *insider trading* se deram logo quando se observou a criação das primeiras sociedades por ações. Ou seja, podemos considerar o uso de informações privilegiadas em transações econômicas dentro do mercado de capitais uma atitude inerente às atividades das sociedades por ações constituídas.

Analisar-se-ão as primeiras definições do *insider trading* na doutrina internacional, assim como o surgimento, no ordenamento jurídico brasileiro, da prática relacionada ao uso de informações privilegiadas. Isto pois serão observadas lacunas no ordenamento jurídico brasileiro acerca da tipificação da figura do *insider trading* – em detrimento de ordenamentos jurídicos distintos.

¹ Art. 5: “É instituída a Comissão de Valores Mobiliários, entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária.”

² “Altera e acrescenta dispositivos na Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários.”

Em seguida, será exemplificada a maneira como o ordenamento jurídico brasileiro vem abordando casos relacionados ao uso de informações privilegiadas e as consequências da criminalização dessa prática. Serão apresentados casos concretos já julgados pelo sistema judiciário brasileiro e, ainda, se demonstrão o quão efetivos estes julgados podem ser considerados para o combate ao uso de informações privilegiadas.

Demonstrar-se-ão os objetivos e as finalidades alcançadas com a criminalização das práticas relacionadas ao uso de informações privilegiadas assim como os argumentos entendidos como essenciais para que se crie uma discussão acerca da descriminalização desta prática.

Para tanto, serão analisadas as ineficiências encontradas quando da sua criminalização assim como as dificuldades relativas à obtenção de provas, culminando com uma extrema dificuldade para que se tenham condenações definitivas em razão da prática do crime descrito no artigo 27-D³ à Lei n° 6.385/76.

Por fim, após as exposições mencionadas acima, cumpre destacar que o objetivo do presente trabalho é, justamente, a reflexão acerca da aplicabilidade da proibição do uso indevido de informações privilegiadas relevantes em detrimento de demais investidores para obtenção de vantagens financeiras em razão de si próprio e suas principais consequências. Além disso, demonstrar-se-à um cenário do mercado de capitais divergente do que se tem atualmente, possibilitando uma mecânica mais eficaz do regular funcionamento das práticas de mercado.

³ Art. 27-D. “Utilizar informação relevante de que tenha conhecimento, ainda não divulgada ao mercado, que seja capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiros, de valores mobiliários: Pena – reclusão, de 1 (um) a 5 (cinco) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime.

§ 1º Incorre na mesma pena quem repassa informação sigilosa relativa a fato relevante a que tenha tido acesso em razão de cargo ou posição que ocupe em emissor de valores mobiliários ou em razão de relação comercial, profissional ou de confiança com o emissor.

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

CAPÍTULO I - O SURGIMENTO DA PRÁTICA DO INSIDER TRADING

1.1 O mercado de capitais e a CVM

O mercado de capitais brasileiro, ambiente no qual ocorre a prática do *insider trading*, configura-se como um sistema pertencente à estrutura e ao sistema financeiro nacional. É constituído por instituições financeiras integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários, bolsa de valores e corretoras de investimentos, e é inteiramente responsável pela intermediação do fluxo de ativos e negociações de dividendos entre partes.

Em outras palavras, como preceitua Lauro Ishikawa e Benedicto de Souza Mello Neto⁴:

O mercado de capitais, como parte do mercado financeiro, é responsável por **realizar o encontro dos agentes econômicos deficitários e superavitários para, por meio da canalização da poupança nacional, promover a capitalização das empresas** e, uma vez emitidos os valores mobiliários, dotá-los de liquidez, desempenhando um importante papel na economia e contribuindo diretamente para o desenvolvimento econômico nacional.

Em complemento, não há que se falar em mercado de capitais sem que apresentemos seu principal órgão regulador. Dessa forma, instituída em 7 de dezembro de 1976, por meio da Lei nº 6.385⁵, a Comissão dos Valores Mobiliários regula o mercado de valores mobiliários brasileiro a fim de, dentre outros objetivos, “evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado”⁶. Adicionalmente, também é de responsabilidade da CVM fiscalizar atividades consideradas ilícitas, utilizando-se da esfera administrativa para coibir e punir instituições que ajam em desacordo com a legislação aplicável.

⁴ISHIKAWA, Lauro; MELLO NETO, Benedicto Souza. A problemática da autoria delitiva e do bem jurídico protegido no crime de “uso indevido de informação privilegiada” no mercado de Capitais Brasileiro. **Revista Científica Hermes**, n. 16, p. 49-68, jul./dez. 2016, p. 49.

⁵ Art. 5: “É instituída a Comissão de Valores Mobiliários, entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária.”

⁶ Art. 4: O Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários exercerão as atribuições previstas na lei para o fim de: (...) V - **evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado;**

1.1 A definição do insider trading e as lacunas na legislação brasileira

A medida em que se entende o contexto em que está inserido o *insider trading*, faz-se necessário defini-lo. Dessa maneira, segundo Eizirik⁷, a figura do *insider trading* pode ser definida e entendida como:

Utilização de informações relevantes sobre valores mobiliários, por parte de pessoas que, por força de sua atividade profissional, estão “por dentro” dos negócios da emissora, **para transacionar com os valores mobiliários antes que tais informações sejam de conhecimento público.**

Da mesma forma e utilizando-se da ideia de que há um prejuízo causado pelo uso de informações privilegiadas, Scalzilli e Spinelli⁸ também definem o *insider trading* de forma a demonstrar que:

A utilização de informação relevante **capaz de afetar a negociação de valores mobiliários antes de ser ela divulgada aos demais investidores**, por pessoa que a tenha obtido, normalmente, **por força de relação profissional mantida com a companhia.**

Já em uma análise literal do ordenamento jurídico brasileiro, importante destacar que não há, expressamente, uma definição formal da figura do *insider trading*. Essa lacuna da legislação nos leva a questionar se a aplicabilidade de sua criminalização deva ser, de fato, considerada eficiente e necessária.

A falta de definição expressa do *insider trading* no ordenamento jurídico brasileiro pode ser avaliada e entendida como um dos prováveis empecilhos na efetividade de sua criminalização.

Entretanto, podemos considerar que a figura do *insider trading* passa pela negociação com base em informações privilegiadas, por pessoas inseridas em situações que as fazem obtê-las de maneira vantajosa, em relação aos demais, ou simplesmente o “uso de informações privilegiadas”.

⁷EIZIRIK, Nelson Laks; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais**. Regime jurídico. 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. Mercado de Capitais regime jurídico. 2. ed. (revisada e atualizada). Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 536.

⁸SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe. A Racionalidade Econômica do Combate ao *Insider trading*: Assimetria de Informação e Dano ao Mercado. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, n. 147, ano XLVI, jul.-set. 2007, p. 43.

Há de se ressaltar, porém, que nem todas as atividades incorridas pelos chamados *insiders* devem ser caracterizadas pelo uso de informações privilegiadas.

O integrante ou administrador de uma certa sociedade por ações deve seguir a política de negociação estabelecida pela companhia em que está inserido para que consiga negociar ações de sua emissão, por exemplo. A atividade descrita, portanto, não poderia ser considerada uma atividade utilizando-se do “uso de informações privilegiadas”. A tradução do termo em inglês nunca deve ser feita de forma genérica, por consequência.⁹

O uso de determinadas informações, podendo ser consideradas como “privilegiadas” traz discussões acerca da responsabilização da atividade praticada pela figura do *insider trading* ao auferir benefícios próprios.

Conforme Mussnich¹⁰,

O grande entrave à responsabilização dos *insiders* – sejam eles membros da companhia que gerou a informação sigilosa, terceiros com funções ou cargos que possibilitem acesso a tal informação ou até mesmo terceiros sem qualquer vínculo com a companhia – sempre foi a comprovação da posse da informação privilegiada. E isso normalmente se dá por indícios. Nesse momento, deve ser redobrada a atenção do julgador, para que realmente sejam utilizados indícios robustos, convergentes e contundentes da posse da informação, e não meras presunções ou ilações

[...] Apesar de certas presunções poderem ser aplicadas, principalmente quando se trata do *insider* com acesso direto à informação privilegiada, deve-se tentar ir além. Não se pode deixar de comprovar, em alguma medida, a posse dessa informação, mesmo que por um conjunto probatório de indícios robustos.

Dessa maneira, tem-se a ideia de que o julgador somente deverá atribuir o crime de “*insider*” a alguém quando utilizados indícios robustos – e não meras ilações – para que seja comprovada, efetivamente, que este sujeito estava na posse de determinada informação privilegiada.

⁹ A própria SEC - Securities and Exchange Commission - reconhece que em determinados casos o *insider trading* é lícito: “*Insider trading*” is a term that most investors have heard and usually associate with illegal conduct. But the term actually includes both legal and illegal conduct. The legal version is when Corporate insiders officers, directors, and employees buy and sell stock in their own companies. When Corporate insiders trade in their own securities, they must report their trades to the SE Disponível em <http://www.sec.gov/answers/insider.htm>. Acesso em: 12 maio 2022.

¹⁰ MUSSNICH, Francisco Antunes Maciel. A utilização desleal de informações privilegiadas no Brasil e nos Estados Unidos. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo: n° 34, ano XVIII, abr.-jun. 1979. p. 10-11.

1.1.1 A definição não expressa do *insider trading* à luz do ordenamento jurídico brasileiro

Em contrapartida à falta de previsão expressa, o *insider trading* foi inserido no ordenamento jurídico brasileiro com a promulgação da Lei nº 10.303 de 31 de outubro de 2001¹¹ que alterou e acrescenta dispositivos na Lei das S.A. e na Lei 6.385/76 para, dentre outras matérias, inserir o artigo 27-D¹² à Lei nº 6.385/76.

Dessa maneira, considerando a inclusão desse artigo, a jurisprudência brasileira vem, desde então, utilizando-se da criminalização do *insider trading* para combater práticas que sejam consideradas prejudiciais à manutenção das transações financeiras de valores mobiliários entre partes integrantes do sistema do mercado de capitais brasileiro e, então, coibir ações que sejam movidas com base no uso de informações privilegiadas.

Diante da lacuna do ordenamento jurídico brasileiro e com embasamento em doutrinas estrangeiras que se apresentarão no presente trabalho, será demonstrado que o uso de informações privilegiadas pode eventualmente ser benéfico ao longo das negociações no mercado de capitais. Tal ideia trará uma reflexão acerca da necessidade da criminalização da figura do *insider trading* no Brasil e, ainda, serão identificados os motivos pelos a CVM ainda não consegue combatê-lo da maneira conforme disposto na legislação.

1.2 As primeiras evidências históricas de aparições do *insider trading*

Preliminarmente, há de se falar que é controversa a ideia de quando se deu a primeira aparição da figura do *insider trading*. Fala-se da existência de práticas que se utilizavam de informações privilegiadas - ainda consideradas práticas abusivas - logo com o surgimento das

¹¹ “Altera e acrescenta dispositivos na Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários.”

¹² Art. 27-D. “Utilizar informação relevante de que tenha conhecimento, ainda não divulgada ao mercado, que seja capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiros, de valores mobiliários: Pena – reclusão, de 1 (um) a 5 (cinco) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime.

§ 1º Incorre na mesma pena quem repassa informação sigilosa relativa a fato relevante a que tenha tido acesso em razão de cargo ou posição que ocupe em emissor de valores mobiliários ou em razão de relação comercial, profissional ou de confiança com o emissor.

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

primeiras sociedades por ações, o que nos leva a crer que essa prática sempre esteve inerente às atividades das sociedades constituídas.

É o que destaca Lamy quando para tratar das primeiras aparições desta figura no ordenamento jurídico destaca que “já em 1609 (apenas sete anos após a fundação da Companhia) havia clamor público contra abusos nas manipulações da Bolsa, o que deu causa à sua coibição mediante decretos de 1610”¹³.

Ocorre que, mesmo que haja a ideia de que a prática do *insider trading* sempre foi inerente às atividades das sociedades, apenas em 1910 houve o registro do primeiro artigo publicado a respeito do tema, escrito por Wilgus – “*Purchase of Shares of Corporation by a Director from a Shareholder*”¹⁴.

Anos depois, foi por meio da tese de Manne, que surgiu uma das primeiras defesas da ideia de que a prática do uso de informações privilegiadas poderia se tornar benéfica à atividade financeira e à eficiência do mercado de capitais:

Antes do ano de 1910 ninguém tinha questionado publicamente a moralidade dos dirigentes, directores e empregados das empresas que negociavam as ações das empresas. Há várias razões pelas quais as atitudes começaram a mudar no início do século XX. Parte da razão era simplesmente um defasamento temporal entre o desenvolvimento, quase revolucionário, da grande empresa pública no último quarto do século XIX e o reconhecimento de todos os problemas criados por esta instituição.¹⁵

Dessa maneira, é possível, portanto, perceber uma hegemonia quanto ao conceito da figura do *insider trading*.

No Brasil, a ideia da figura do *insider trading* passa pela negociação com base em informações privilegiadas, por pessoas inseridas em situações que as fazem obtê-las de maneira vantajosa, em relação aos demais, ou simplesmente o “uso de informações privilegiadas”. Há

¹³LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. **A Lei das S.A.** Rio de Janeiro: Ed. Renovar, 1997, p. 87.

¹⁴ WILGUS, Henry *apud* GILLEN, Mark; POTTER, Pittman. The Role of Securities Regulation in Promoting a Competitive Capital Market. **North Carolina Journal of International Law**, v. 24, n. 1, 1998.

¹⁵ Prior to the year 1910 no one had ever publicly questioned the morality of corporate officers, directors, and employees trading in the shares of corporations. There are several reasons why attitudes began to change early in the twentieth century. **Part of the reason was simply a time lag between the dramatic, almost revolutionary development of the large publicly held corporation in the last quarter of the nineteenth century and the recognition of all the problems created by this institution.** MANNE, Henry. *Insider trading and the Stock Market*. New York: Free Press, 1966.

de se ressaltar que nem todas as atividades incorridas pelos chamados *insiders* devem ser caracterizadas pelo uso de informações privilegiadas.

O uso de determinadas informações, podendo ser consideradas como “privilegiadas” traz discussões acerca da responsabilização da atividade praticada pela figura do *insider trading* ao auferir benefícios próprios.

Conforme Mussnich¹⁶,

O grande entrave à responsabilização dos *insiders* – sejam eles membros da companhia que gerou a informação sigilosa, terceiros com funções ou cargos que possibilitem acesso a tal informação ou até mesmo terceiros sem qualquer vínculo com a companhia – sempre foi a comprovação da posse da informação privilegiada. E isso normalmente se dá por indícios. Nesse momento, deve ser redobrada a atenção do julgador, para que realmente sejam utilizados indícios robustos, convergentes e contundentes da posse da informação, e não meras presunções ou ilações

[...] Apesar de certas presunções poderem ser aplicadas, principalmente quando se trata do *insider* com acesso direto á informação privilegiada, deve-se tentar ir além. Não se pode deixar de comprovar, em alguma medida, a posse dessa informação, mesmo que por um conjunto probatório de indícios robustos.

Entretanto, somente nos anos 90 se deu a proibição da prática do *insider trading*. Observa-se, portanto, que mesmo sendo definido e identificado de forma inerente às sociedades integrantes do sistema de valores mobiliários e mercado de capitais, a proibição de sua prática é recente e, ainda, passando pelo cenário nacional, no Brasil, a CVM tornou-se o órgão responsável por fiscalizar tais práticas, imputando-lhes sanções administrativas.

1.3 O *insider trading* e o regular desenvolvimento do mercado financeiro e de capitais

Preliminarmente, cabe salientar que a problemática da criminalização do *insider trading* é abordada à luz da Lei nº 6.404/76, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações e da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários.

¹⁶MUSSNICH, Francisco Antunes Maciel. A utilização desleal de informações privilegiadas no Brasil e nos Estados Unidos. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, n. 34, ano XVIII, abr.-jun. 1979, p. 10-11.

Uma vez conceituado o *insider trading*, é importante destacar o papel da CVM para que, na intenção de regular o mercado de valores mobiliários, regule e fiscalize a ação dos *insiders* e, por consequência, zele pelo regular desenvolvimento do mercado de capitais, para que não haja um desequilíbrio entre seus investidores.

Entretanto, faz-se necessário destacar os participantes – sejam eles investidores e/ou companhias - que se utilizam de forma errônea das características provenientes da regulamentação aplicável ao mercado financeiro e de capitais. Nesse sentido, é necessário fiscalizar se o regular desenvolvimento do mercado de capitais vem sendo seguido e, ainda, se por consequência, há uma quebra da isonomia de informações relativas ao mercado de capitais destinadas a seus investidores.

Para ilustrar a prática descrita acima e muito utilizada em diversos âmbitos do mercado financeiro e de capitais brasileiro, apresentar-se-á a figura do “*insider trading*” para que analisemos como e, ainda, por quais motivos, suas práticas atingem ou deveriam atingir o regular funcionamento do mercado de capitais brasileiro.

CAPÍTULO II - A CRIMINALIZAÇÃO DO USO DE INFORMAÇÕES PRIVILEGIADAS PARA AUFERIR VANTAGEM ECONÔMICA NO ÂMBITO DO MERCADO DE CAPITAIS

Para que possamos, portanto, tratar da problemática da criminalização do *insider trading*, observemos uma das primeiras constatações acerca da proibição da prática do *insider trading*, segundo Prado¹⁷:

Conforme estudo de Bhattacharya e Daouk, os Estados Unidos são o primeiro país a vedar a negociação com privilégio informacional. No final da década de 1960 e ao longo da década de 1970, poucos países seguiram esta escolha, entre eles o Brasil, em 1976. Antes de 1990, em apenas 34 mercados era proibido o *insider trading*; já em 2002, de um grupo de 103 países pesquisados, 87 possuíam regras de vedação da utilização de informação privilegiada. O resultado do referido estudo é bem diferente quando o dado reflete a aplicação e exigibilidade – neste trabalho também denominado enforcement – das regras jurídicas que vedam o *insider trading*. Apesar da forte adesão à proibição legal, foram poucos os países que tiveram iniciativas de aplicação dessas regras. Até a década de 1970, além dos Estados Unidos, somente França, Singapura e Brasil tinham experimentado a aplicação da vedação legal. Antes de 1990, nove dos 34 países que possuíam proibição dessa prática tiveram algum tipo de experiência de enforcement de suas regras. E em 2002, apenas 38 dos 87 países que proibiam o *insider trading* tinham vivenciado alguma tentativa de punir o ilícito. Neste mapa mundial do combate ao uso de informação privilegiada, o Brasil aparece em boa figura, pois temos a vedação da prática aprovada em texto legal desde 1976 e, já em 1977, deu-se início a um processo administrativo para investigar a ocorrência de *insider trading* no mercado de ações brasileiro. Essa prática foi objeto do primeiro processo administrativo sancionador instaurado na história da Comissão de Valores Mobiliários – CVM, o que denota a preocupação com o combate ao ilícito, desde o início das atividades do regulador.¹⁸

Percebe-se, de certa forma, que há certa dicotomia acerca da criminalização da prática do *insider trading*. Nesse sentido, em um primeiro momento, devemos entender a ideia de “posse da informação privilegiada” e, conseqüentemente, a sua liberdade para a utilização.

Para exemplificar o conceito de posse da informação privilegiada, deve-se entender que “aquele que teve acesso a uma informação relevante ainda não divulgada ao mercado **passa a ser o seu proprietário, podendo utilizá-la livremente**”¹⁹.

¹⁷PRADO, Viviane Muller; VILELA, Renato; RACHMAN, Nora Matilde. Op. cit., p. 13.

¹⁸Ibid., p. 13.

¹⁹ ISHIKAWA, Lauro; MELLO NETO, Benedicto Souza. Op. cit., p. 43.

2.1 A tipicidade da ação do uso de informações privilegiadas

Essa ideia de posse da informação privilegiada pode ser observada durante a sistemática do ordenamento jurídico brasileiro e toda sua cadeia jurisdicional. Dessa maneira e, ainda, levando em conta a característica da tipicidade de uma prática considerada ilícita, temos, segundo Lucchesi a seguinte conclusão:

Para se configurar o tipo objetivo de *insider trading*, é preciso **que o ato ou fato relevante sobre o qual se deva manter sigilo tenha potencial para gerar vantagem pecuniária indevida** em proveito daquele que a indevidamente utilize ou de terceiro.

Considerando que a informação relevante a que se refere o tipo penal seria capaz de provocar uma alteração no preço dos valores mobiliários da companhia negociáveis no mercado de ações quando de sua divulgação ao público, a vantagem indevida estaria caracterizada pela possibilidade de obter proveito da futura alteração de valores, seja pela venda de ações que tenderiam a desvalorizar, seja pela compra de ações que tenderiam a ter seu preço valorizado.

Ao contrário de que se possa pensar, **o tipo penal não exige que o autor efetivamente obtenha a vantagem indevida, bastando que a informação privilegiada, caso utilizada na negociação de valores mobiliários, possa potencialmente acarretar benefício econômico**. Isto porque, pelo dinamismo que envolve o mercado financeiro, **muito embora o *insider* possa representar a obtenção de uma vantagem, esta pode não vir a ser obtida, em virtude de outras operações realizadas, o que foge do controle do autor. Se a informação obtida, caso utilizada por meio de uma operação bursátil, tenha potencial lucrativo para o autor ou para terceiro, admite-se a imputação.**²⁰

Como se pode observar, é controversa a imputabilidade de ação ilícita no comportamento do agente que se utiliza de informações privilegiadas para auferir vantagem financeira no mercado de capitais, e essa dicotomia deve levar em consideração o ordenamento jurídico brasileiro e a aplicabilidade das regras de fomento e regulamentação do mercado financeiro e de capitais brasileiro.

Devendo ser analisado de forma extensiva, preliminarmente, trataremos das consequências práticas de uma possível criminalização e dos motivos que fazem que essa prática deva ou não ser imputada penalmente.

Dessa maneira, Bastos²¹, dispõe, em seu artigo:

²⁰ LUCCHESI, Guilherme Brenner. O Objeto de Tutela Penal no Delito de *Insider trading*. Uma análise crítica a partir da dogmática penal contemporânea. **Revista Brasileira de Ciências Criminais**, v. 19, n. 90, p. 137-164, 2011.

²¹ BASTOS, Lucia Elena Arantes Ferreira. Eficácia dos mecanismos de repressão ao *insider trading*. **Revista de Direito da ADVOCEF**, v. 1, n. 15, p. 135-151, 2012.

Uma vez apurado que houve conduta baseada em ato ilegal ou prática não equitativa, caberá à CVM a aplicação das penalidades de acordo com o artigo 11 da Lei nº 6.385/1976.

[...] O fato é que as dificuldades de se provar o crime e os trâmites tradicionalmente extensos da Justiça fazem com que se pergunte o quão efetiva é a criminalização do *insider trading*. Não há entendimento pacífico sobre essa questão, mas Del Caro (2012) aponta no sentido de que a resposta pareceria estar na eficácia da aplicação das normas e, para tanto, comenta acerca de uma pesquisa publicada, em dezembro de 2011, pela Universidade de Auckland, na Nova Zelândia, a qual destacou que **não haveria nenhum benefício concreto da lei local que criminalizava o uso indevido de informações privilegiadas naquele país**, pois, desde fevereiro de 2008 até dezembro de 2011, a lei não havia sido aplicada.

No caso brasileiro, o cenário é semelhante, pois a maioria das sanções a insiders tem ocorrido no âmbito do processo administrativo sancionador (PAS), sob a coordenação da CVM. Logo, surge a crítica de Del Caro (2012) no sentido de que, no país, a coerção às vezes é branda demais, apesar do reconhecimento de que a fiscalização da CVM vem se tornando mais efetiva e mais célere, pois, se compararmos a 2004 – quando transcorriam em média quatro anos e quatro meses entre o início e o fim de um PAS –, atualmente, essa média passou a girar em torno de 11 meses.

Igualmente e, na mesma linha argumentativa, Henry G. Manne, doutrinador norte-americano trouxe à tona uma perspectiva nunca antes provocada, utilizando-se da ideia de que a prática do *insider trading* e o uso de informações privilegiadas no âmbito do mercado de capitais poderia ser benéfica aos investidores. Adicionalmente, trouxe a ideia de que tal prática traria uma maior eficiência ao mercado²².

2.2 Os insiders primários e secundários

Para que seja possível averiguar a ilegalidade na prática do *insider trading*, faz-se necessário entender as formas com que essa prática possa aparecer no mercado de capitais. Para tanto, como já observado, a atividade praticada pelo *insider trading* é considerada ilegal quando este auferir qualquer vantagem sobre os demais players do mercado, advindo de informações que eram de seu conhecimento por estar em uma posição privilegiada.

Diante disso, verifiquemos a divisão existente quando falamos em ilegalidade pelo conhecimento de informações privilegiadas. São identificamos como “*insiders primários*”, aqueles que, no papel de qualquer acionista controlador, administrador ou funcionário integrante de uma sociedade anônima, detenha o acesso de qualquer informação considerada

²²CORDEIRO, Luiz Felipe Gonçalves. *Insider trading e o Mercado de Capitais*: tratamento legal, casos concretos e a ineficiência econômica de seu combate. 2013. 225 f. Monografia (Graduação em Direito) – Pontifícia Universidade Católica, 2013, p. 11.

relevante no âmbito da esfera econômica e financeira que não tenham sido divulgadas aos demais players.

Entretanto, em outras situações, verificamos a existência dos chamados “*tippees*”, denominados os agentes de dentro de uma companhia que consigam divulgar informações consideradas privilegiadas a terceiros. O “*insider secundário*” recebe informações a partir da divulgação de informações realizadas por *insiders* primários. Dessa maneira, mesmo que não haja quaisquer ligações diretas e/ou indiretas com a companhia, tais informações não poderiam ser utilizadas para que sejam auferidas vantagens a partir delas.

Nesse sentido, exemplifica Eizirik²³

Os “*insiders primários*” ou “*institucionais*” são aqueles que detêm acesso a informação privilegiada em razão de sua condição de acionistas controladores, pelo fato de ocuparem cargo de administração, ou ainda no exercício de uma função, mesmo pública, de uma profissão ou de um ofício, ainda que temporário, que lhes permita o acesso direto a uma informação privilegiada. São as pessoas que recebem, diretamente, a informação privilegiada de sua fonte e têm o conhecimento especializado suficiente para saber que tal informação é relevante.

Já os “*insiders secundários*” (*tippees*) são aqueles que recebem a informação privilegiada, direta ou indiretamente dos “*insiders primários*” e não estão obrigados ao dever de sigilo e nem necessariamente sabem que se trata de uma informação privilegiada.

Tal separação - entre *insiders primários* e *secundários* - serão levados em consideração pelo julgador quando da tipificação do crime cometido pelo *insider trading* e o consequente julgamento de suas práticas.

2.3 A tipificação da infração penal e sua imputação à crime

Em complemento ao que diz respeito quando da tipificação do crime do *insider trading* e na tentativa de regular as melhores práticas do uso de informações privilegiadas, a instrução CVM nº 358/2002, em seu artigo oitavo, dispõe da seguinte redação:

Cumpra 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 a mercado, bem como zelar para que subordinados e terceiros de sua confiança também o façam, respondendo solidariamente com estes na hipótese de descumprimento.

²³EIZIRIK, Nelson Laks; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Op. cit., p. 545.

Nesse sentido, considerando o ordenamento jurídico brasileiro e a inclusão do art. 27-D na Lei 6.385/1976 pela Lei 10.303/2001, as penas para a prática do crime de *insider trading* podem chegar a:

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

Pena – reclusão, de 1 (um) a 5 (cinco) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

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

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

Considerando a legislação aplicável, é importante destacar que em 2009 tivemos os primeiros registros da primeira denúncia oferecida pelo Ministério Público do Estado de São Paulo imputando crime à prática do *insider trading*. Tal denúncia será melhor aprofundada posteriormente.

Para que possamos, então, entender quando da finalidade que se busca alcançar quando da denúncia da prática de um delito, é importante destacar, segundo Lucchesi²⁴:

Entende-se que um Direito Penal que se intitule "democrático" deve ter por objeto a sanção de condutas, e não de sujeitos – isto é, democrático é o Direito Penal dito do “fato”, e não “do autor”. Por Direito Penal do autor se entende aquele destinado à repressão de pessoas e estados existenciais, para o qual interessa o sujeito que praticou o fato, e não o fato praticado pelo sujeito.

[...] É inconcebível, no quadro constitucional brasileiro, a utilização do Direito Penal como forma de garantir interesses individuais, reprimindo-se todo e qualquer posicionamento diverso.

Ainda no que diz respeito à tipificação do delito cometido pelo *insider trading*, LUCCHESI²⁵ complementa:

Em primeiro lugar, o vocábulo "informação relevante" é definido pela Instrução CVM 358/2002, a qual, entre outras providências, dispõe sobre a divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas. Segundo o disposto no art. 2º do texto normativo:

²⁴ LUCCHESI, Guilherme Brenner. Op. cit., p. 137.

²⁵Ibid., p. 137.

Considera-se relevante, para os efeitos desta Instrução, qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembleia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial 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”

Desta forma, para que se configure o deliro de *insider trading*, é preciso que ao menos um destes atos ou fatos tenha sido originado na sociedade aberta por ações.

Em complemento, Lucchesi²⁶ afirma:

O bem jurídico surge como elemento essencial para a comunidade ou indivíduos, cuja importância justifica atuação punitiva do Estado em situações tidas como lesivas a importantes esferas da vida privada ou coletiva. Desta forma, evita-se intervenção abusiva do Poder Público para defender seus próprios interesses políticos e assegurar a manutenção do poder.

Dessa maneira, nota-se que a intenção do legislador quando ocorre a denúncia de um delito é, justamente, proteger o bem jurídico tutelado na oportunidade.

2.4 Casos Concretos

2.4.1 Caso Sadia-Perdigão

A primeira denúncia de que se tem registros imputando a prática do *insider trading* a crime ocorreu no ano de 2009, com o chamado popularmente de “Caso Sadia-Perdigão”.

À época, o ministro Gurgel de Fariis expôs em acórdão proferido no REsp 1569171 (2014/0106791-6 de 15 de fevereiro de 2016):

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.

²⁶ LUCCHESI, Guilherme Brenner. Op. cit., p. 138.

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. 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. A despeito 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.²⁷

Como se observou, nessa oportunidade, um ex-diretor da empresa, responsável pela divulgação dos Fatos Relaxantes ao Mercado e, conseqüentemente, pelo dever de proteger as informações, foi acusado e condenado pela prática do crime de *insider trading*.

Contando de má fé e deslealdade, o ex-diretor da Sadia utilizou-se de informações a que tinha acesso por encontrar-se em posição privilegiada dentro da companhia para obter vantagem indevida para si mesmo. Dessa maneira, poucos dias antes da divulgação ao mercado, pela companhia, da intenção de compra das ações da Perdigão, o ex-diretor da Sadia adquiriu cerca de trinta e seis mil ações ordinárias da Perdigão.

Poucos meses depois, o ex-diretor alienou as ações adquiridas, obtendo um lucro aproximado de US\$ 140,000.00 (cento e quarenta mil dólares norte-americanos). Como se observa na imagem abaixo, o ex-diretor adquiriu as ações ordinárias da companhia em baixa na bolsa de valores e as alienou antes da divulgação da intenção de compra divulgada pela companhia ao mercado.

²⁷ BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. **REsp 1569171 (2014/0106791-6**. Julgamento em: 15 fev. 2016.

Figura 1 – Cotação das ações da Perdigão após o anúncio da oferta hostil da Sadia.



Fonte: Jusbrasil, 2020.

Dessa maneira e à luz do artigo 27-D da Lei 6.385/76, a CVM julgou o caso na forma de processo administrativo e, adicionalmente, o Ministério Público Federal solicitou abertura de inquérito em face dos ex-administradores da Companhia. A Ação transitou em julgado em 2017 e é vista até hoje como um marco histórico no estudo da criminalização da prática do *insider trading*.

2.4.2 Caso JBS e os irmãos Wesley

Outro emblemático caso ocorreu em outubro de 2017, quando a 6ª turma do STJ negou o pedido o julgamento do Habeas Corpus 416.795. Na ocasião em questão, os irmãos Wesley e Joesley Batista foram acusados de utilizarem-se de informações privilegiadas para auferirem vantagens financeiras no âmbito do mercado de capitais com a compra e venda de ações da empresa JBS.

O Ministério Público entendeu que os acusados teriam se aproveitado de informações privilegiadas ao mercado financeiro acerca das oscilações de preço das ações da JBS, quando realizassem delação premiada no âmbito da investigação da operação lava jato.

HABEAS CORPUS. *INSIDER TRADING*. IMPETRAÇÃO CONTRA DECISÃO DE DESEMBARGADOR QUE INDEFERIU PEDIDO LIMINAR. FLAGRANTE ILEGALIDADE NÃO EVIDENCIADA. ÓBICE DA SÚMULA N. 691 DO STF. HABEAS CORPUS INDEFERIDO LIMINARMENTE.

1. Nos termos do enunciado da Súmula n. 691 do Supremo Tribunal Federal, "não compete ao Supremo Tribunal Federal conhecer de 'habeas corpus' impetrado contra decisão do relator que, em 'habeas corpus' requerido a Tribunal Superior, indefere a liminar".

2. **O referido óbice é ultrapassado somente em casos excepcionais, nos quais a evidência da ilegalidade é tamanha que não escapa à pronta percepção deste Superior Tribunal, o que, todavia, não ocorre na hipótese, em que foram apontados elementos concretos que, ao menos à primeira vista, evidenciam a gravidade concreta do delito em tese cometido, a ensejar, por conseguinte, a necessidade de manutenção da custódia preventiva para a garantia da ordem pública.** 3. **A magnitude da infração, relevante o bastante para impactar o mercado financeiro, e a notícia de nova investida criminosa, depois da prática de inúmeros crimes assumidos nas tratativas de colaboração premiada, sugerem audácia e certeza de impunidade, expressões que, ante as peculiaridades do caso, não traduzem mera retórica.**

4. Habeas corpus indeferido liminarmente.

Nesta oportunidade, um dos réus, Wesley Batista, ex-presidente da JBS, teve sua prisão preventiva decretada e esta foi a primeira prisão realizada no Brasil por consequência da prática do crime de *insider trading*. A prisão preventiva também foi estendida a Joesley Batista, momento em que o magistrado alertou para o “risco de fuga”, buscando garantir a ordem econômica, além da garantia da ordem pública.

2.4.3 Caso Eike Batista

Da mesma maneira e ainda no âmbito criminal, no ano de 2018, a 6ª Turma, por unanimidade negaram provimento ao recurso ordinário para confirmar a competência da Justiça Federal no julgamento de ação penal por *insider trading*.

Na ocasião, o empresário Eike Batista foi denunciado uma vez que, na posição de acionista controlador da OSX Construção Naval S.A., teria utiliza-se de informações privilegiadas para transacionar ações da companhia, antes que fossem divulgadas formalmente modificações no plano de negócios da empresa.

É o que se demonstra no Recurso em Habeas Corpus nº 82.799:

RECURSO EM HABEAS CORPUS. CRIMES CONTRA O MERCADO DE CAPITAIS. MANIPULAÇÃO DE MERCADO E INSIDER TRADING. COMPETÊNCIA DA JUSTIÇA FEDERAL. MAGNITUDE DA LESÃO. INTERESSE DA UNIÃO. CRIME CONTRA O SISTEMA FINANCEIRO. DISTRIBUIÇÃO. VARAS ESPECIALIZADAS. SUPOSTA ILEGALIDADE. INEXISTÊNCIA. RECURSO EM HABEAS CORPUS NÃO PROVIDO.

1. Não há dúvidas de que o mercado de capitais – compreendido como o somatório dos diferentes segmentos do mercado de investimentos – integra a ordem econômico-financeira. No ápice do sistema que regula a atividade financeira estatal, está o

Conselho Monetário Nacional, cuja estrutura conta com dois outros órgãos: o Banco Central do Brasil e a Comissão de Valores Mobiliários.

2. É inegável a existência de interação entre o mercado de capitais e a economia como um todo, de tal sorte que condutas ilícitas praticadas em seu âmbito podem repercutir não só em relação aos investidores mas também afetar a própria credibilidade e a harmonia do sistema financeiro, com prejuízos econômicos ao país.

3. A regra prevista no art. 109, VI, da CF fixa a competência federal para o processamento e o julgamento dos crimes contra o sistema financeiro e contra a ordem econômico-financeira, desde que determinados por lei, isto é, conquanto haja previsão expressa acerca dos crimes financeiros quanto à competência federal, como ocorre, por exemplo, com a Lei n. 7.492/1986, em seu art. 26.

4. A Lei n. 6.385/1976, ao dispor sobre os crimes contra o mercado de capitais – os quais, ao menos em tese, poderiam atingir o complexo sistema financeiro –, nada previu a respeito da competência. Logo, sob o prisma do art. 109, VI, da Constituição Federal, não se justificaria a vis atractiva do Juízo Federal; entretanto, mostra-se equivocado concluir nessa direção com base na análise isolada do referido dispositivo. É necessário verificar se o delito, como se depreende na espécie, se enquadra em alguma das hipóteses previstas no art. 109, IV, da CF. Precedentes.

5. Em qualquer caso de delito que repercute no sistema financeiro ou que faça parte dos crimes contra a ordem econômico-financeira, cuja legislação que os prevê não contenha dispositivo específico que importe na fixação da competência federal, há que se avaliar, no caso concreto, a existência de circunstância de fato que demonstre a existência de efetiva lesão a bens, serviços ou direitos da União, de suas autarquias ou empresas públicas. Assim, nessas hipóteses, mesmo que não haja previsão na legislação infraconstitucional, como é a exigência do art. 109, VI, da Constituição Federal, o delito será processado e julgado perante a Justiça Federal, mas por incidência do disposto no art. 109, IV, da Lei Maior.

6. No caso, a denúncia foi recebida pelos crimes de manipulação de mercado e *insider trading*. A conduta, tal como descrita, foi capaz de movimentar, no mercado, quantia que totalizou um volume de R\$ 33.700.460,00. Segundo o Parquet, **pela dimensão das perdas, houve reflexo no sistema financeiro, sobretudo pelo prejuízo suportado pelo mercado investidor, da ordem de R\$ 70.326.802,80. Em razão disso, os crimes imputados ao recorrente tiveram o condão de afetar ou, ao menos, expor concretamente a lesão a própria credibilidade do sistema financeiro, com possíveis prejuízos a um número elevado de investidores, a justificar a competência federal.**

7. Inexiste ilegalidade na distribuição do feito a uma das varas especializadas em delitos financeiros da Justiça Federal, em razão da matéria, visto que os crimes contra o mercado de capitais integram a ordem econômico-financeira.

8. Recurso em habeas corpus não provido.

No recurso em análise, o recorrente alegou que os delitos praticados e previstos na Lei de Mercado de Capitais²⁸ não seriam, de fato, crimes contra o Sistema Financeiro Nacional – que possuem previsão legal na Lei 7.492/1996 e que, por esta razão estariam fora da competência da esfera da Justiça Federal.

²⁸BRASIL. Lei n. 4.728, de 14 de julho de 1965. Disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/14728.htm#:~:text=L4728&text=Disciplina%20o%20mercado%20de%20capitais%20e%20estabelece%20medidas%20para%20o%20seu%20desenvolvimento.&text=Art.,Central%20da%20Rep%C3%ABlica%20do%20Brasil. Acesso em: 12 jun. 2022.

Entretanto, o que se demonstrou no julgado destacado acima é que, uma vez havendo fato que demonstre a existência de lesão a bens, serviços ou direitos da União, de suas autarquias ou empresas públicas, os crimes contra o sistema financeiro e a ordem econômica brasileira devem ser julgados pela Justiça Federal.

2.4.4 Caso Banco Santander Brasil S.A

Entre outros casos julgados, porém desta vez em uma análise indenizatória, a 3ª Turma, por maioria, deu provimento ao Recurso Especial nº 1.540.428 – SP (2015/0153779-2). Na oportunidade houve pedido de reparação de eventuais danos decorrentes de aquisição de ações ordinárias, pelo Banco Santander Brasil S.A., sucessor de Banco ABN Amro Real S.A., por um preço dito muito abaixo do valor de mercado, tendo sido utilizadas informações privilegiadas e ocultadas do mercado e do público investidor.

É o que se observa a seguir:

RECURSO ESPECIAL. DIREITO EMPRESARIAL. BANCO REAL. CONTROLE ACIONÁRIO. ALIENAÇÃO. **AÇÃO INDENIZATÓRIA. PÚBLICO INVESTIDOR. DEVER DE INFORMAÇÃO. PREJUÍZO. DEMONSTRAÇÃO. NECESSIDADE.**

1. Recurso especial interposto contra acórdão publicado na vigência do Código de Processo Civil de 1973 (Enunciados Administrativos nºs 2 e 3/STJ).
2. Ação visando à reparação de possíveis prejuízos decorrentes da aquisição, pelo réu, de ações por um preço supostamente abaixo do valor de mercado, valendo-se, segundo afirmado pelos autores, de informações privilegiadas e irregularmente ocultadas do público investidor.
3. **Para a reparação civil de danos resultantes da prática de *insider trading*, a legislação exige, além da presença dos elementos genéricos (conduta ilícita, dano e nexo de causalidade), o desconhecimento, por parte dos possíveis prejudicados, das informações supostamente omitidas ao tempo da negociação envolvendo valores mobiliários (art. 155, § 3º, da LSA).**
4. **Se os investidores têm ciência da informação por outros meios oficiais diversos da publicação de fato relevante, não se pode afirmar que tenham eles negociado seus títulos sem o conhecimento de fato capaz de influir na cotação das ações e na decisão de vendê-las ou comprá-las.**
5. **Operações realizadas entre autores e réu no período de vigência da Lei nº 9.457/1997, que optou por afastar a obrigatoriedade de simultânea oferta pública de aquisição de ações dos sócios minoritários pelo mesmo preço pago aos controladores na hipótese de alienação do controle de companhia aberta.**
6. Afastada a obrigação de tratamento equitativo, incumbe aos autores o ônus de comprovar a existência de efetivo prejuízo na venda de seus títulos, tendo como parâmetro a comparação entre o preço recebido e a cotação desses papéis a partir do momento em que a informação supostamente omitida veio a público.
7. Hipótese em que os autores não se desincumbiram da obrigação de demonstrar o prejuízo alegado, sendo impossível presumi-lo na espécie, o que resulta na improcedência da demanda.
8. Recurso especial provido

Como se pode observar, o relator destacou o fato de que, uma vez tendo o público investidor acessado às informações relevantes por quaisquer outros meios diversos da publicação de um Fato Relevante de divulgação ao mercado, não se pode afirmar que eles tenham negociado ações ordinárias sem que esse conhecimento tenha influenciado na cotação dessas ações e, posteriormente, na decisão de comprá-las e aliená-las.

Dessa maneira, foi-se imputado o ônus da prova para comprovar a existência de prejuízo na alienação de suas ações ordinárias, tendo como ponto de partida a diferença entre o valor das cotações entre o preço recebido e o preço efetivo quando da divulgação da informação ao público.

CAPÍTULO III - A PROIBIÇÃO OU LEGALIZAÇÃO DO INSIDER TRADING: SEUS OBJETIVOS E CONSEQUÊNCIAS

No âmbito da discussão acerca de eficiência da criminalização das práticas do *insider trading*, nota-se que na grande maioria dos países que possuem um mercado financeiro e de capitais bem desenvolvido, a proibição dessa prática é considerada necessária, uma vez que o *insider trading* é visto de forma maligna para as movimentações e transações financeiras e de capitais.

Da mesma maneira, o legislador brasileiro buscou-se pautar nas discussões norte-americanas para também proibir a prática no mercado local. Considerado um dos principais crimes contra o sistema financeiro nacional, o que se demonstrará a seguir será, efetivamente, quais os objetivos e finalidades que podem levar à proibição ou à legalização dessa prática.

3.1 A proibição da prática do insider trading e suas consequências

Segundo Yeo²⁹, há três correntes filosóficas principais que justificam e exemplificam a proibição da prática do *insider trading*. Tais correntes podem ser definidas como:

- (i) *misappropriation theory*;
- (ii) *unfair advantage theory*; e
- (iii) *market stability theory*, as quais serão detalhadas a seguir.

3.1.1 Misappropriation Theory

Nesta corrente filosófica, os indivíduos que negociam e transacionam no mercado de capitais com base em informações privilegiadas apropriam-se indevidamente de informações pertencentes à determinada sociedade para auferir ganhos pessoais. Tal corrente pode ser dividida em duas grandes vertentes.

²⁹YEO, Victor. **A Comparative Analysis of Insider trading Regulation** - Who is liable and what are the sanctions? Disponível em <http://ssrn.com/abstract=260884>. Acesso em: 12 jun. 2022.

A *Misappropriation Theory* surgiu durante o *leading case* **Chiarella v. United States**, nos Estados Unidos da América.

No caso em tela destacado acima, observa-se uma das vertentes advindas dessa teoria. Na oportunidade, o acusado, Sr. Vincent Chirella, teve conhecimento de informações privilegiadas enquanto trabalhava em uma companhia especializada na impressão de documentos financeiros que exigiam zelo e segurança pelas informações ali presentes.

Em certa oportunidade, enquanto prestava serviços a uma grande sociedade e, em razão de sua função dentro da Pandick Press, uma financial printer, Chirella obteve acesso a documentos confidenciais que continham informações privilegiadas acerca de uma oferta pública de aquisição de ações de outra companhia que viria a acontecer futuramente.

Utilizando-se disso, Chirella adquiriu ações ordinárias da empresa objeto da aquisição e as alienou pouco tempo após a divulgação dessa informação ao público de investidores. Estima-se que Chirella tenha obtido um lucro de aproximadamente trinta mil dólares norte-americanos.

O caso em tela foi de extrema importância para a construção da *Misappropriation Theory*, uma vez que foi demonstrado o interesse fiduciário de resguardar as informações que estavam sob seu conhecimento. Em outras palavras, em uma das vertentes estudadas na *Misappropriation Theory*, o dever fiduciário ou dever de confiança torna-se responsável por vedar a obtenção de ganhos pessoais em detrimento da companhia a que se tem conhecimento de informações privilegiadas.

Adicionalmente, há que se falar em uma segunda vertente de interpretação para a *Misappropriation Theory*, que se mostrou evidente durante o caso *O'Hagan v. United States*. Nesta oportunidade, o acusado trabalhava em um escritório de advocacia que prestava assessoria a uma empresa que pretendia realizar uma oferta hostil de aquisição de outra sociedade. Apesar de não fazer parte do time que teria sido designado para esta assessoria, o acusado acabou tendo acesso às informações privilegiadas acerca da intenção de aquisição, advinda de terceiros.

Com isso, O'Hagan adquiriu valores mobiliários da sociedade alvo da intenção de aquisição e os alienou assim que a informação foi divulgada ao mercado, auferindo um lucro de aproximadamente 4,3 milhões de dólares norte-americanos. Nesse caso, não se observa a existência de um dever fiduciário ou dever de confiança, uma vez que não era de sua responsabilidade zelar pela segurança das informações já que não estava inserido no grupo de advogados designados para essa operação.

Apesar disso, a corte julgadora decidiu por sua condenação e abriu margem para a criação de uma segunda vertente acerca da *Misappropriation Theory*. Nela, não é necessário evidenciar-se a existência do dever fiduciário ou dever de confiança, mas sim um dever fiduciário preexistente. Ou seja, podemos dizer que o uso de informações privilegiadas obtidas por administradores no seio de determinada companhia e que sejam se sua posse, independentemente de dever de confiança por parte deste administrador, é considerada ilegal uma vez que a informação era de posse da companhia.

3.1.2 *Unfair advantage theory*

A *unfair advantage theory* diz respeito, justamente a disparidade de informações que estariam na posse de determinados investidores em detrimento de outros. Nesse caso, seria injusta a “disputa” realizada entre esses investidores, uma vez que determinado movimento do investidor que esteja na posse de informações privilegiadas no mercado de capitais não estaria associado a um maior entendimento ou estudo em relação aos demais, mas sim da posse de uma informação que não tenha sido divulgada aos demais investidores – um privilégio.

Diferentemente de casos em que determinado investidor obtém ganhos financeiros em detrimento de seu conhecimento ou estudo do mercado, ou até mesmo, baseando-se em meros “achismos”, no caso do *insider trading*, o indivíduo apenas obtém ganhos financeiros pessoais por possuir uma informação que, via de regra, ninguém mais possui. É uma concorrência desleal e, por isso, à lua da *unfair advantage theory*, não deve ser legalizada.

Em tesa, entende-se que, caso os demais investidores também possuíssem as informações que possui o insider, não existiriam movimentações no mercado de capitais tão bruscas, uma vez que grande parte dos investidores faria exatamente os mesmos movimentos. Alguns autores

defendem, ainda, que no caso de o insider realizar movimentações financeiras com o intuito de auferir ganhos próprios em detrimento da posse uma informação privilegiada, o mesmo não estaria pagando pelo valor real daquela ação adquirida ou alienada.

Seguindo nesta linha argumentativa, Strudler³⁰ expõe:

A suposta vantagem injusta está na sua utilização de informação privilegiada, que falta aos concorrentes da bolsa de valores. O argumento da injustiça difere crucialmente do argumento do dano porque não se baseia em premissas empíricas especulativas sobre as consequências do insider trading. Em vez disso, analisa a posição comparativa de comprador e vendedor de ações e declara que estas posições são inaceitáveis por razões de justiça.

Fazendo, ainda, um paralelo do mercado de capitais com os tribunais e a maneira como se enxerga o ato injusto, segundo Strudler³¹:

Ainda hoje, os tribunais declararão um contrato como sendo inconsciente e, portanto, inaceitável se a sua substância for extremamente injusta para uma das partes. Os defensores da objecção de injustiça ao abuso de informação privilegiada fazem eco desta tradição não consecutiva, sustentando que o erro no abuso de informação privilegiada pode ser identificado, para além da reflexão sobre as consequências sociais do abuso de informação privilegiada.

O argumento da injustiça contra o insider trading identifica a injustiça relevante em termos de uma desigualdade aguda de informação que separa comprador e vendedor numa transacção de valores mobiliários. Existem certamente casos, fora do domínio dos valores mobiliários, em que uma assimetria lança dúvidas sobre a legitimidade de uma transacção de venda. Tipicamente, estes casos envolvem o tipo de acção desonesta discutida anteriormente na secção de enganar deste ensaio. Assim, mais uma vez, se tiver um carro que tenha um motor com defeito maciço, ou se a sua casa tiver uma fundação rachada, parece errado não revelar o fato a um potencial comprador. Poder-se-ia pensar que a assimetria de informação que separa os comerciantes internos e as partes no outro extremo de uma transacção de títulos é igualmente problemática.

³⁰The supposed unfair advantage is in their use of insider information, which stock market competitors lack. **The unfairness argument differs crucially from the harm argument because it does not rely on speculative empirical premises about the consequences of *insider trading*. It instead looks at the comparative position of buyer and seller of stock and declares these positions unacceptable on grounds of justice.** STRUDLER, Alan. **The Moral Problem in *Insider trading*.** Disponível em: https://repository.upenn.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1056&context=lgst_papers. Acesso em: 12 jun. 2022.

³¹ Even today, courts will declare a contract to be unconscionable and hence unacceptable if its substance is acutely unfair to one party. Proponents of the unfairness objection to insider trading echo this nonconsequentialist tradition, maintaining that the wrong in insider trading can be identified apart from reflection on the social consequences of insider trading. The unfairness argument against *insider trading* identifies the relevant unfairness in terms of an acute inequality of information separating buyer and seller in a securities transaction. **There are certainly cases, outside the securities realm, in which an asymmetry casts doubt on the legitimacy of a sales transaction. Typically these cases involve the kind of dishonest action discussed earlier in the deception section of this essay.** Hence, again, if you have a car that has a massively defective engine, or if your house has a cracked foundation, it seems wrong not to disclose the fact to a prospective buyer. One might think that the asymmetry of information that separate insider traders and parties on the other end of a securities transaction is similarly problematic. Ibid.

Nesse sentido, a disparidade entre investidores causada pelo desequilíbrio informacional advinda de um privilégio obtido por um determinado investidor é considerada injusta e coloca em questão a legalidade de suas transações.

3.1.3 *Market stability theory*

Passando à última corrente filosófica que justifica e exemplifica a proibição das práticas do *insider trading*, como o nome sugere, a *market stability theory* pretende zelar pela estabilidade e eficiência do mercado.

Possuindo grande relação com a teoria explicitada no item anterior, uma vez sendo considerada injusta e desleal a concorrência entre investidores que possuem e que não possuem informações privilegiadas, é comprometida a estabilidade do mercado. De fato, a insegurança gerada nos investidores por não saberem quando podem estar sendo alvos de insiders faz com que estes busquem outros meios de investimentos financeiros que não a aquisição e alienação de valores mobiliários.

Em suma, tal teoria sustenta que o *insider trading* ocasiona, ainda que não intencionalmente, um efeito adverso no mercado no que diz respeito à transparência, eficiência e equilíbrio entre investidores.

Dessa maneira, as três teorias descritas, em conjunto, defendem a ideia de que a proibição do *insider trading* ainda seja o método mais adequado para proteger e zelar pelo regular funcionamento do mercado de capitais e valores mobiliários.

3.2 As consequências acerca da legalização da prática do uso indevido de informações privilegiadas

Em contrapartida às correntes filosóficas apresentadas anteriormente, estudiosos que defendem a legalização da prática do *insider trading* utilizam-se, em tese, de dois argumentos basilares, sendo eles:

- (i) a ideia de que o *insider trading* melhora o regular funcionamento do mercado, não causa assimetria informacional e, ainda, contribui para uma mais real e precisa precificação das ações ordinárias de determinada companhia; e
- (ii) a ideia de que o *insider trading* pode representar um eficaz esquema de remuneração dos administradores de uma determinada companhia.

3.2.1 O *insider trading* dentro de um mercado eficiente

A ideia de um “mercado eficiente” deve ser analisada como a tentativa de diminuir a assimetria informacional existente entre investidores e buscar por uma precificação mais precisa das ações ordinárias de determinada companhia.

Alguns doutrinadores defendem a ideia de que a presença da figura do *insider trading* traria consequências benéficas à busca por um mercado cada vez mais eficiente – e não o contrário. A assimetria informacional que alguns estudiosos atribuem à prática do *insider trading* não deve ser assim encarada, uma vez que com a precificação das ações ordinárias mais precisa, os investidores teriam mais eficiências em suas tomadas de decisões.

Dessa maneira, seria necessário que todas as partes envolvidas no mercado de capitais possuíssem acesso imediato, simultâneo e irrestrito a todas as informações disponíveis sobre determinada companhia ou produto³².

Entretanto, utópica é a ideia de que todos os investidores tenham acesos igualitário a todas as informações acerca do mercado de capitais.

Ainda que se busque amenizar o desequilíbrio de acesso às informações relevantes por todos os investidores, a assimetria informacional sempre estará presente de alguma forma. Portanto, há que se falar que no mercado de capitais, não é possível garantir de maneira categórica o acesso às informações de forma igualitária a todos os investidores³³.

³²CORDEIRO, Luiz Felipe Gonçalves. *Insider trading e o Mercado de Capitais*: tratamento legal, casos concretos e a ineficiência econômica de seu combate. 2013. 225 f. Monografia (Graduação em Direito) – Pontifícia Universidade Católica, 2013, p. 152..

³³DOLGOPOLOV, Stanislav. *Insider trading*. *The Concise Encyclopedia of Economics*. Disponível em: <http://www.econlib.org/library/Enc/insidertrading.html>. Acesso em: 12 jun. 2022.

Importante destacar, portanto, que a simetria informacional plena nunca será atingida. Dessa forma, torna-se mais eficiente para o mercado que os investidores que possuem acesso às informações privilegiadas possam negociar livremente, uma vez que esta negociação atuaria como mais um canal de informações a ser refletido na cotação das ações³⁴.

Com isso, uma das soluções a ser aplicada seria, justamente, permitir que aqueles que possuam acesso a informações privilegiadas possam utilizá-las quando de suas negociações uma vez que essa negociação refletiria diferente na precificação das ações ordinárias³⁵, tornando-as mais precisas.

Diante disso, e superada a ideia de que a busca pelo acesso completamente igualitário de informações a todos os investidores pode ser considerada utópica, é de suma importância que se observe a necessidade da precificação cada vez mais precisa de ações ordinárias das sociedades quando verificada a presença do *insider trading*.

Diante disso, Bainbridge³⁶ traduz a importância da precificação precisa dos ativos em um mercado eficiente:

Tanto os desreguladores como os reguladores concordam que a sociedade se beneficia substancialmente da fixação exacta dos preços dos títulos. O preço "correto" de um título é aquele que seria fixado pelo mercado se toda a informação relacionada com o título tivesse sido divulgada publicamente. A fixação exata de preços beneficia a sociedade ao melhorar a afectação do investimento de capital da economia e ao diminuir a volatilidade dos preços dos títulos. Este amortecimento da flutuação de preços diminui a probabilidade de ganhos inesperados individuais e aumenta a atratividade do investimento em títulos para investidores adversos ao risco. A corporação individual também se beneficia da fixação exata dos preços dos seus títulos através da redução da incerteza dos investidores e de um melhor controle da

³⁴ CORDEIRO, Luiz Felipe Gonçalves. Op. cit., p. 154.

³⁵BRASIL, Lourenço Borges Berthier. *Insider trading*: a discussão probatória e o novo regime de presunções trazido pela resolução cvm nº 44/2021. 2021. 91 f. Trabalho de conclusão de curso (Graduação em Direito) – Universidade Federal do Rio Grande do Sul, 2021.

³⁶ Both Deregulators and Regulators agree society substantially benefits from accurate pricing of securities. **The “correct” price of a security is that which would be set by the market if all information relating to the security had been publicly disclosed. Accurate pricing benefits society by improving the economy’s allocation of capital investment and by decreasing the volatility of security prices.** This dampening of price fluctuation decreases the likelihood of individual windfall gains and increases the attractiveness of investing in securities for risk-adverse investors. **The individual corporation also benefits from accurate pricing of its securities through reduced investor uncertainty and improved monitoring of management’s effectiveness. Finally, investors as a class benefit by receiving the full value of their investment.** BAINBRIDGE, Stephen M. *The Insider trading Prohibition: A Legal and Economic Enigma*. **Florida Law Review**, v. 38, 1986.

eficácia da gestão. Finalmente, os investidores serão beneficiados ao receberem o valor total do seu investimento.

No mais e, ainda tratando-se dos benefícios da figura do *insider trading* para a precificação das ações ordinárias, Carlton e Fischel³⁷ explicam o poder do *insider trading* de controlar o fluxo de informações que impactará o preço dessas ações na hipótese de haver divulgação de uma maneira considerada incorreta.

Várias razões explicam porque a comunicação de informação através de informação privilegiada pode ser de valor para a empresa. Através do *insider trading*, uma empresa pode transmitir informação que não poderia anunciar publicamente porque um anúncio destruiria o valor da informação, seria demasiado caro, não credível, ou devido à incerteza da informação - sujeitaria a empresa a responsabilidade por danos maciços se se revelasse ser incorrecto. Inversamente, as empresas também poderiam utilizar o abuso de informação privilegiada para limitar a quantidade de informação a ser refletida no preço. Controlar o número de comerciantes que têm acesso à informação pode ser mais fácil do que controlar a quantidade de informação que é anunciada ao longo do tempo. Por outras palavras, o anúncio de informação não precisa ser contínuo, enquanto que o comércio de informação privilegiada pode ser. Assim, o *insider trading* dá às empresas uma ferramenta para aumentar ou diminuir a quantidade de informação que está contida nos preços das ações.

Nesse sentido, observa-se que a proibição, e consequente criminalização, das práticas do *insider trading* podem acarretar não somente em uma medida prejudicial aos investidores participantes quanto à busca pela eficiência regular e o pleno funcionamento do mercado de capitais, além de se demonstrar uma forma ineficaz, custosa e falha – como se observará a seguir – de se alcançar um mercado de capitais mais eficiente e produtivo.

3.2.2 O *insider trading* em um eficaz esquema de remuneração dos administradores de determinadas sociedades

No que diz respeito ao segundo argumento apresentado anteriormente referente à defesa da descriminalização do *insider trading*, Manne, em seu livro “*Insider trading and the Stock Market*” apresentou, pela primeira vez, a ideia de que o *insider trading* poderia atuar como um mecanismo para a remuneração de administradores de uma determinada sociedade.

³⁷ Several reasons explain why communicating information through *insider trading* may be of value to the firm. Through *insider trading*, a firm can convey information it could not feasibly announce publicly because an announcement would destroy the value of the information, would be too expensive, not believable, or owing to the uncertainty of the information - would subject the firm to massive damage liability if it turned out ex post to be incorrect. Conversely, firms also could use *insider trading* to limit the amount of information to be reflected in price. Controlling the number of traders who have access to information may be easier than controlling how much information gets announced over time. In other words, announcement of information need not to be continuous, while trading on inside information can be. Thus, *insider trading* gives firms a tool either to increase or to decrease the amount of information that is contained in share prices. CARLTON, Dennis; FISCHER, Daniel. The Regulation of *Insider trading*. *Stanford Law Review*, v. 857, 1982, p. 868.

Na concepção de Manne, o administrador é definido como aquele indivíduo que contribui para a elaboração e execução de novos projetos com potencial lucrativo para determinada companhia. Geralmente, são encontrados em cargos da alta administração, como o conselho de administração, conselho fiscal, quando aplicável, e a diretoria.

A “geração” das informações a que se refere essa linha raciocínio diz respeito a determinados eventos que ocorrem envolvendo os administradores e que culminam com a transmissão da informação ao mercado, com a conseqüente influência no preço das ações de determinada companhia³⁸. Dessa maneira, o papel do *insider trading* seria de extrema importância, uma vez que representaria uma forma mais eficiente e precisa de, efetivamente, remunerar os administradores pelas informações captadas e geradas por eles, para serem posteriormente transmitidas ao mercado de valores mobiliários.

Em complemento, tais administradores ficam, dessa maneira, livres para negociar ações de emissão da companhia antes da divulgação das informações a que possuíram acesso e da divulgação do fato relevante para o qual tais administradores contribuíram, permite-se que eles obtenham uma remuneração que corresponderia ao valor de tal informação³⁹.

Em contrapartida, parte da doutrina a favor da proibição das práticas do *insider trading* argumentam que os administradores de determinada companhia não poderiam utilizarem-se de quaisquer vantagens financeiras ou não sobre os demais acionistas da companhia, gerando assim um desequilíbrio entre eles.

No entanto, Manne entende que o argumento exemplificado acima é utilizado de maneira equivocada, uma vez que apenas os retornos financeiros que sejam advindos da participação no capital social da companhia seriam apropriados para aqueles que detêm ações, seja na qualidade de administrador ou não. Afinal, quaisquer investidores estariam aptos a auferir vantagens financeiras, não sendo válida a ideia de desequilíbrio entre administradores.

³⁸MANNE, Henry. *Insider trading and the Stock Market*. New York: Free Press, 1966.

³⁹Ibid.

Igualmente entendido por Manne, os argumentos favoráveis ao uso do *insider trading* como maneira eficiente para o mecanismo de remuneração dos administradores foi demonstrado também pelos autores Carlton e Fischel, que defenderam a ideia de que a utilização do *insider trading* como um mecanismo de remuneração também pudesse ser considerada uma ferramenta eficaz para atenuar o que é conhecido como “custos da agência”, ou “agency costs”⁴⁰:

Insider trading may present a solution to this cost-of-renegotiation dilemma. **The unique advantage of *insider trading* is that it allows manager to alter his compensation package in light of new knowledge, thereby avoiding continual renegotiation.** The manager, in effect, “renegotiates” each time he trades. **This in turn increases the manager’s incentive to acquire and develop valuable information in the first place (as well as to invest in firm-specific human capital). If a manager observes a possible valuable investment for the firm – such as a potential value-increasing merger or a possible new technology – he will more inclined to pursue this opportunity if he is rewarded upon success. *Insider trading* is one such reward.**

Essa ideia foi levantada considerando que os administradores das companhias são considerados como agentes (agents) cujas ações não podem ser perfeitamente monitoradas pelos acionistas (principals). Ou seja, os administradores devem possuir liberdade e autonomia para, no exercício de suas funções, tomar medidas no seu melhor interesse, mas não necessariamente no melhor interesse da companhia. Dessa maneira, é inteligente que a companhia desenvolva uma espécie de mecanismo para a fiscalização e política de incentivo para que os interesses dos administradores estejam alinhados com os interesses dos acionistas da companhia.

Dessa maneira e, pelo fato dos insiders funcionarem como mecanismo de uma remuneração eficiente dos administradores, tanto os insiders quanto os acionistas seriam beneficiados com a legalização das práticas do *insider trading*.

⁴⁰CARLTON, Dennis; FISCHEL, Daniel. Op. cit., p. 869.

CAPÍTULO IV - A INEFICIÊNCIA DA CRIMINALIZAÇÃO DA PRÁTICA DO INSIDER TRADING

Superadas as ideias de que a legalização da prática do *insider trading* não seriam consideradas prejudiciais ao mercado de capitais – e sim o contrário – passaremos às análises referentes às ineficiências no que diz respeito ao combate dessa prática, nas esferas, cíveis, criminais e administrativas.

4.1 A ineficiência das sanções criminais relativas à prática do *insider trading*

Cabe destacar, preliminarmente, que as sanções criminais impostas no ordenamento jurídico brasileiro são recentes. Introduzidas mediante reforma da Lei de Mercado de Capitais realizada pela lei nº 10.303/2001 - que incluiu o artigo 27-D⁴¹ ressaltando a proibição referentes ao uso de informações privilegiadas com o objetivo de auferir vantagens próprias – é importante destacar que não há que se falar em uma distinção essencial no que diz respeito ao ilícito penal e ao ilícito administrativo.

Isso pois ambas as infrações – tanto na esfera penal quanto na esfera administrativa – dizem respeito a uma infração de dever preexistente e uma eventual condenação está inteira e diretamente ligada à consciência do autor, ou seja, à presunção de vontade do autor de atingir o fim alcançado.

Diferentemente do que ocorre na esfera administrativa, na esfera penal, o autor da infração deve ter o dever de guardar sigilo sobre aquela informação privilegiada. Ou seja, o autor da infração deve ser alguém inserido em um cargo de confiança dentro da sociedade, seja ele um acionista controlador, membro do conselho de administração, membro da diretoria,

⁴¹ Art. 27-D. “Utilizar informação relevante de que tenha conhecimento, ainda não divulgada ao mercado, que seja capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiros, de valores mobiliários:

Pena – reclusão, de 1 (um) a 5 (cinco) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

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

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

membro do conselho fiscal ou, até mesmo, eventuais prestadores de serviço, conforme exemplificado nos dispositivos legais da Lei nº 6.385/1976.

Em contrapartida, há cenários em que não há a obrigação de dever de guardar sigilo, podendo qualquer pessoa ser considerada apta para eventuais punições administrativas quando da prática do crime do *insider trading*. Essa ideia será melhor apresentada e aprofundada quando do capítulo 5.2 do presente trabalho.

Considerando a gravidade de uma eventual sanção criminal, muito mais gravosas seriam estas em relação às sanções cíveis e administrativas, uma vez que, além da possibilidade de pena privativa de liberdade, há uma grande repercussão nacional quando tratamos de condenações relativas a crimes contra o sistema financeiro nacional.

Adicionalmente, além das discussões doutrinárias acerca da necessidade – ou não – da aferição de vantagem financeira pessoal para que, então, esteja configurado um ilícito penal, o Projeto de Lei do Senado nº 236/2012⁴², atualmente em tramitação, defende e propõe a alteração do Art. 27-D da Lei nº 6.385 para, então, tornar efetivamente a prática do *insider trading* como um crime material contra o sistema financeiro nacional.

Essa tentativa de endurecer os requisitos e pressupostos para que seja possível se obter uma eventual condenação criminal já foi vista em outros ordenamentos jurídicos. É o que observa Frijns et. al⁴³ .:

[...] Embora as sanções penais ofereçam penas mais severas, são também menos suscetíveis de resultar num processo judicial bem sucedido.

[...] Este ponto de vista foi claramente articulado num discurso proferido por membros da US Securities Exchange Commission em 1998, onde argumentaram que devido à

⁴² Projeto de Lei do Senado nº 236/2012 – Informação Privilegiada (Art. 367):

“Utilizar informação relevante, ainda não divulgada ao mercado, de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo, ou deixar de repassar informação nos termos fixados pela autoridade competente, que, de qualquer forma, propicie, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiro, com valores mobiliários:

Pena – prisão, de dois a cinco anos.

⁴³ [...] While criminal sanctions offer more severe penalties they are also less likely to result in a successful prosecution. [...] This view was clearly articulated in a speech by members of the US Securities Exchange Commission in 1998, where they argued that due to the largely inferential nature of the crime, where a case is often based around circumstantial evidence relating to meetings, phone calls and opportunity, it will be difficult to establish guilt to the standard of beyond a reasonable doubt. This view was also recently stressed by the Chairman of the Australian Securities and Investment Commission who noted that despite recent successful criminal prosecutions, the burden of proof and the evidence required remained problematic

natureza largamente inferencial do crime, onde um caso se baseia frequentemente em torno de provas circunstanciais relacionadas com reuniões, chamadas telefônicas e oportunidades, será difícil estabelecer a culpa ao nível de, para além de uma dúvida razoável. Este ponto de vista foi também recentemente sublinhado pelo Presidente da Comissão Australiana de Títulos e Investimentos que observou que, apesar dos recentes processos criminais bem sucedidos, o ónus da prova e as provas exigidas continuavam a ser problemáticos.

Dessa forma, por esse e outros motivos, há uma grande dificuldade em se obter êxito em uma condenação na esfera criminal referente às práticas do *insider trading*. Tal dificuldade acaba por gerar uma certa ambiguidade no combate ao uso de informações privilegiadas para negociações com objetivo de aferição de vantagens financeiras pessoais.

Nesse sentido, observa-se que se uma lei de combate ao *insider trading* que impõe apenas sanções civis é promulgada, mas não é utilizada e aplicada de forma prática, tal lei somente impedirá apenas que algumas pessoas realizem negociações de forma ilegal⁴⁴. Entretanto, aqueles investidores que não se sentirem ameaçados pela legislação continuarão a negociar de forma ilegal e, ainda, com mais intensidade⁴⁵.

Na tentativa de evidenciar tal argumentação, Frijns et. al.⁴⁶ promoveram uma pesquisa empírica utilizando-se para tal o mercado de capitais neozelandês. Importante ressaltar que a Nova Zelândia é considerada um dos últimos países a estabelecer um mercado de capitais desenvolvido a aplicar sanções criminais às práticas do *insider trading*, utilizando-se do Securities Market Amendment Act 2006 (SMAA)⁴⁷.

Para tanto, foram utilizados modelos matemáticos e dados econômicos das sociedades mais líquidas que apareceram na listagem da New Zealand Stock Exchange (NZX), para posteriormente serem analisados os impactos econômicos que as sanções penais estabelecidas em razão da prática do *insider trading* causaram no mercado de capitais da Nova Zelândia, e suas principais consequências.

⁴⁴BHATTACHARYA, Uptal; DAOUK, Hazem. When no law is better than a good law. **Review of Finance**, v. 13, p. 577–627, 2009.

⁴⁵BRIS, Arturo. Do *Insider trading* Laws Work? **European Financial Management**, v. 11, n. 3, 2005, p. 289.

⁴⁶FRIJNS, Bart; GILBERT, Aaron; TOURANI-RAD, Alireza. **Do Criminal Sanctions Deter *Insider trading*?** Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1972655. Acesso em: 10 maio 2022.

⁴⁷NOVA ZELÂNDIA. **Securities Markets Amendment Act 2006**. Disponível em: <https://www.legislation.govt.nz/act/public/2006/0047/latest/versions.aspx>. Acesso em: 10 maio 2022.

De forma geral, sugeriu o estudo que a inserção de sanções penais relativas às práticas do *insider trading* no ordenamento jurídico da Nova Zelândia aumentou significativamente os custos nas transações e as proporções referentes à assimetria informacional. Uma das principais razões para tal foi justamente a dificuldade na condenação criminal com base na lei estabelecida.

Dessa maneira, é confirmada a teoria acima descrita uma vez que a dificuldade no que diz respeito à aplicabilidade prática das sanções penais contra as práticas do *insider trading* acaba por afastar e, conseqüentemente, diminuir o seu “*deterrence effect*” ou “efeito coibidor”, traduzindo, assim, uma maior intensidade das transações consideradas ilícitas por investidores que não se sentiram coagidos pela nova legislação.

Conclusivamente, o estudo sugere que a inserção de medidas que promovem a criminalização das práticas do *insider trading* não somente não são eficazes como produzem um efeito inverso daquele pretendido. Ou seja, a eficiência do mercado de capitais pode ser abalada quando, a princípio, a intenção era justamente estabelecer uma maior confiança entre os investidores e um mercado mais eficiente.

4.1.1 A dificuldade nas condenações relativas à prática do insider trading no ordenamento jurídico brasileiro

Como já demonstrado no presente trabalho, o ano de 2022 foi marcado pela condenação inédita do STJ referente à prática do crime de *insider trading*. O caso Sadia-Perdigão foi o primeiro a ter condenação decretada pelo Superior Tribunal de Justiça. Na oportunidade, de acordo com acórdão publicado em fevereiro de 2022 pela 5ª turma do STJ foram condenados Luiz Gonzaga Murat Júnior, ex-diretor de Finanças e Relações com Investidores da Sadia, e Romano Ancelmo Fontana, ex-membro do Conselho de Administração da sociedade⁴⁸.

⁴⁸PENAL 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. BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. **REsp 1569171 (2014/0106791-6**. Julgamento em: 15 fev. 2016.

Importante saliente que, desde 2001, quando houve a inserção de sanções criminais no ordenamento jurídico brasileiro referentes à prática do crime de *insider trading*, com pena de reclusão podendo chegar de 1 a 5 anos e multa de até três vezes o montante da vantagem obtida com o crime, apenas uma condenação definitiva ocorreu no país, na esfera criminal.

Nesse sentido, uma das maiores dificuldade encontradas para a condenação definitiva desta prática é, justamente, a falta de meios de se obter uma prova direta do ilícito referente ao crime de *insider trading*.

Nesse sentido, Duffy⁴⁹ descreve o peso do ônus da prova que geralmente está presente nos casos de *insider trading*:

Os reguladores encontrar-se-ão frequentemente numa posição em que podem identificar uma pessoa com informação privilegiada sobre um determinado título, uma pessoa que negociou nesse título, uma relação entre as duas pessoas e mesmo provas de comunicações entre elas (tais como registos telefónicos). Contudo, isto pode ainda não ser suficiente, a menos que haja alguma prova do conteúdo das comunicações e, em particular, a transmissão de informação sensível aos preços que não estava geralmente disponível. Além disso, embora possa existir um caso circunstancial de comunicação, é geralmente necessário estabelecer o que foi dito para a identificar como informação sensível em termos de preços. Além disso, dada a gravidade de tal alegação, é improvável que as provas de tal comunicação possam ser inferidas a partir das circunstâncias envolventes.

A comprovação do ônus da prova dessa prática deve, muitas das vezes, ser baseada em indícios e presunções, sendo eles, obrigatoriamente considerados consistentes e sólidos. A falta de consistências dos indícios de uma denúncia apresentada acerca da prática do crime de *insider trading* leva, na grande maioria das vezes, à absolvição dos acusados. É notória, portanto, a ineficiência prática da condenação desse ilícito penal, uma vez que suas consequências finais pretendidas são raramente alcançadas.

4.2 A ineficiência administrativa da criminalização da prática do insider trading

⁴⁹ Regulators will often find themselves in a position where they can identify a person with inside information on a particular security, a person who traded in that security, a relationship between the two persons and even evidence of communications between them (such as telephone records). This however may still not be enough unless there is some evidence of the content of the communications and, in particular, the conveying of price sensitive information that was not generally available. Further, though a circumstantial case for communication may exist, it is usually necessary to establish what was said to identify it as price sensitive information. Also, given the seriousness of such an allegation it is unlikely that evidence of such communication can be inferred from the surrounding circumstances. DUFFY, M. *Insider trading: Addressing the continuing problems of proof*. **Australian Journal of Corporate Law**, v. 23, 2009, p. 155.

Já no que diz respeito às esferas cíveis e administrativas, não é muito divergente o cenário punitivo. A Resolução CVM nº 44 de 23 de agosto de 2021, em seu artigo 13º trouxe, recentemente uma redação mais extensa no que diz respeito à vedação do uso de informações privilegiadas para auferir vantagem financeira para si ou para outrem, mediante negociação de valores mobiliários⁵⁰.

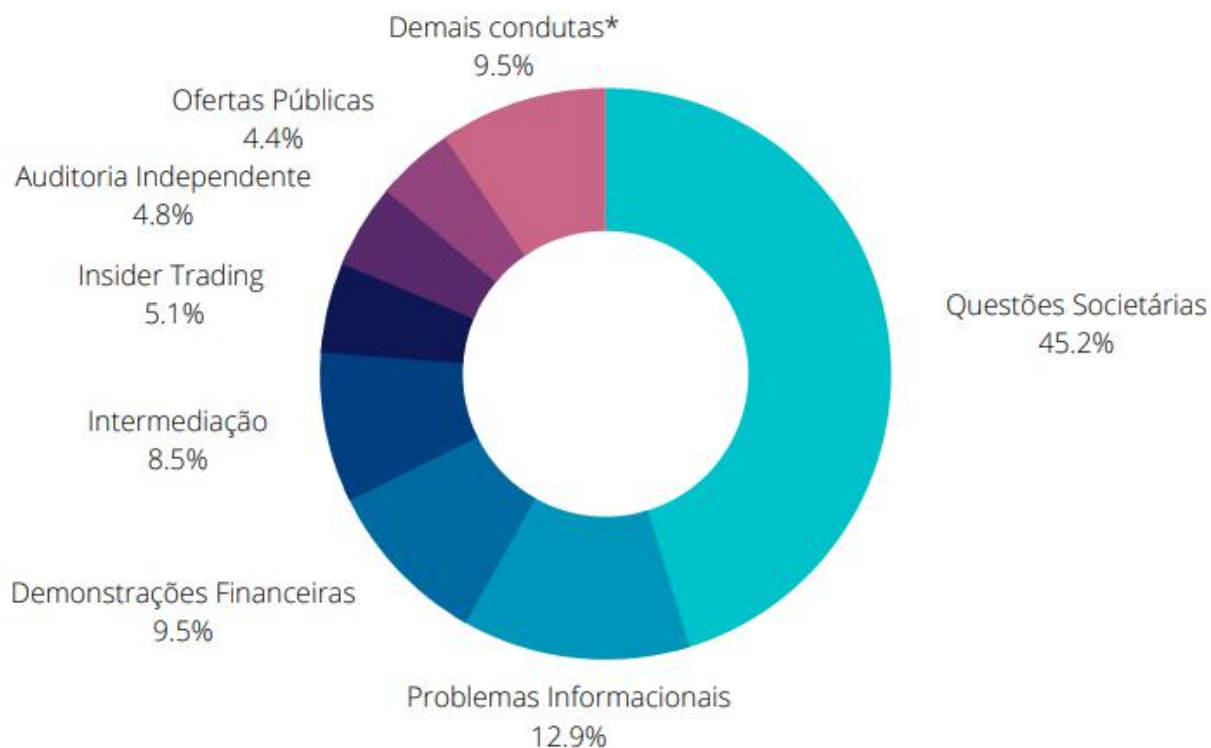
Observa-se que, no período compreendido entre os anos de 2008 e 2018, somente, 66 condenações administrativas foram realizadas pela Comissão de Valores Mobiliários, tendo sido instaurados 54 processos sancionadores contra 158 acusados praticantes da infração de *insider trading*, segundo dados que foram levantados pela Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas.

O baixo número de condenações demonstrado acima, exemplifica a ideia de ineficiência administrativa no que diz respeito ao combate das práticas do *insider trading*.

Adicionalmente, a Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas divulgou, em 18 de abril de 2022, por meio do Núcleo de Estudos em Mercados Financeiros e de Capitais, gráfico demonstrando os números referentes ao percentual de acusações por conduta geral nos PAS/CVM 2021, como se observa abaixo.

Figura 2: Percentual de acusações por conduta no PAS/CVM 2021

⁵⁰ Art. 13. 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, mediante negociação de valores mobiliários.



(*) para confecção do gráfico, os casos classificados como "administração de carteiras", "falhas na prestação de serviços", "ilícitos de mercados" e "outros" foram agregados em "demais condutas".

Fonte: Fundação Getúlio Vargas, 2022.

Evidente, portanto, o baixo número de acusações referentes às práticas do crime de *insider trading* no Brasil, sendo ainda menor o número de condenações. Adicionalmente observa-se uma série de indícios e presunções oferecidos pela Comissão de Valores Mobiliários como uma tentativa de facilitar investigações e condenações de acusados pelo uso de informações privilegiadas. Mais uma vez, portanto, restando comprovada a dificuldade referentes aos meios de se obter uma prova direta do ilícito referente à prática do *insider trading*.

Importante citar, ainda, que, nos casos de investigação de responsabilidade da Comissão de Valores Mobiliários, tanto os insiders primários quanto os insiders secundários podem ser alvos de punição, ainda que algumas presunções e indícios aplicáveis ao primeiro grupo não possam ser igualmente consideradas para o segundo.

Conclui-se, portanto, que a tentativa de coibir o uso indevido de informação privilegiada não se dá de forma abrangente e efetiva, resultando em manobras não eficientes, porém custosas para a autarquia, para desestimular as suas práticas.

CAPÍTULO V - O ÔNUS DA PROVA E DIFICULDADE NA CONDENAÇÃO DAS PRÁTICAS RELATIVAS AO INSIDER TRADING

Observando o que diz respeito à esfera cível e as disposições do código civil, existem dois dispositivos legislativos que abrangem a figura do *insider trading*, apesar de não haver uma definição formal do mesmo.

Com a combinação dos artigos 92, 94 e 159 do código civil⁵¹, na intenção de o legislador proteger direitos subjetivos e patrimoniais, observa-se a aplicabilidade quanto ao combate do *insider trading*.

Dessa maneira, observa-se:

Art. 92. Os atos jurídicos são anuláveis por dolo, quando este for sua causa.

Art. 94. Nos atos bilaterais, o silêncio intencional de uma das partes a respeito de fato ou qualidade de que a outra parte haja ignorado, constitui omissão dolosa, provando-se que sem ela não seria celebrado o contrato.

Art. 159. Aquele que, por ação ou omissão voluntária, negligência ou imprudência, violar direito, ou causar prejuízo a outrem, fica obrigado a reparar dano.

Diante do exposto, há de se observar sua aplicabilidade, uma vez que o dolo é indispensável na conduta do *insider trading*, a parte prejudicada a transação não teria celebrado o contrato se soubesse das informações relevantes omitidas pelo *insider* e, além disso, há relação de causalidade entre o comportamento do *insider* e o dano causado, gerando um dano patrimonial muitas das vezes, irreversível.

Com isso, aquele que sentir-se lesado pelas condutas do *insider trading*, dificilmente embasar-se-ia nos artigos expostos acima na propositura de uma ação judicial. Isso pois, caso fosse, o autor deveria propor a ação diretamente contra quem deu causa ao dano causado, o que, como já demonstrado é extremamente abstrato que se prove o pretendido.

Dessa maneira, deverá o autor de uma eventual ação judicial, basear-se no artigo 155 da Lei nº 6.404/1976⁵² e, conseqüentemente, propor uma ação referente à perdas e danos contra o

⁵¹BRASIL. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406compilada.htm. Acesso em: 12 maio 2022.

⁵² Art. 155. O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios, sendo-lhe vedado:

administrador da companhia ou ao agente que se equipare a este, e não uma ação anulatória baseada nos dispositivos do Código Civil.

5.1 O ônus da prova no processo judicial referente à prática do insider trading

Como já abordado anteriormente, extremamente difícil é a obtenção de provas concretas para se demonstre efetivamente a prática do crime de *insider trading*. Dessa maneira, a presunção torna-se fundamental e de extrema importância nesta fase do processo judicial para que se demonstre intenções nem sempre claras e não raramente suspeitas, ocultas nos negócios jurídicos, como adverte Moacyr Amaral Santos, em sua obra "Prova Judiciária no Cível e no Comercial"⁵³.

É, portanto, evidenciado que apenas com base em indícios que demonstram presunções, que o judiciário poderá concluir a existência ou não da prática do crime de *insider trading* em determinada situação, punindo conseqüentemente os autores do crime. Ocorre que, para que seja comprovada a existência de tais indícios, via de regra, cabe o ônus da prova a quem alega o fato.

Cabendo o ônus da prova a quem alega o fato e considerando o crime de *insider trading* as Varas Especializadas da Justiça Federal na apuração dos crimes contra o mercado de capitais pois são contra o Sistema Financeiro Nacional, deste modo a jurisdição mitigou a inércia total e a prova poderá ser a indicada pela CVM.

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.

§ 2º O administrador deve zelar para que a violação do disposto no § 1º não possa ocorrer através de subordinados ou terceiros de sua confiança.

§ 3º A pessoa prejudicada em compra e venda de valores mobiliários, contratada com infração do disposto nos §§ 1º e 2º, tem direito de haver do infrator indenização por perdas e danos, a menos que ao contratar já conhecesse a informação.

§ 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.

⁵³SANTOS, Moacyr Amaral. **Prova judiciária no cível e no comercial**: Parte Geral. São Paulo: Max Limonad, 1952.

Dessa maneira, faz-se necessário destacar sua definição, segundo o artigo 373 do Código de Processo Civil⁵⁴ :

Art. 373. O ônus da prova incumbe:

I - ao autor, quanto ao fato constitutivo de seu direito;

II - ao réu, quanto à existência de fato impeditivo, modificativo ou extintivo do direito do autor.

A flexibilização da regra geral relativa à imposição ao sujeito da incumbência do ônus da prova ocorre, preliminarmente (i) quando for considerado de extrema dificuldade ou, até mesmo, impossível a uma das partes desincumbir-se desse ônus que lhe foi atribuído, ou, ainda, (b) quando qualquer uma das partes apresentar uma maior facilidade de obtenção da prova do fato contrário.

No específico caso para que se comprove o crime de *insider trading*, o autor da ação ficará responsável por obter e apresentar ao poder judiciário as provas necessárias e suficientes para que se observe a conduta do autor.

Importante frisar, adicionalmente, que a ideia de flexibilização de incumbência do ônus da prova apresentada pelo Código de Processo Civil não deve ser confundida com o que pode ser denominado de inversão do ônus da prova.

Isto pois, nesta segunda ocasião, há pressupostos expressos em lei, quais sejam: (i) cuidar-se de relação de consumo; (ii) ser verossímil a alegação ou, ainda, (iii) cuidar-se de consumidor hipossuficiente. Já na flexibilização, não se pode dizer que existe inversão, mas sim uma imposição do magistrado para que uma das partes permaneça responsável do encargo de provar os fatos narrados.

Em suma, tratando-se das presunções referentes às provas no crime de *insider trading*, o autor da ação deverá considerar algumas características para que estas sejam apresentadas: (i) a gravidade das presunções relativa ao convencimento que infundem, (ii) devem ser precisas, ou seja, que não estejam sujeitas à contradições ou dúvidas de sua existência, e, por fim, (iii)

⁵⁴BRASIL. Lei nº 13.105 de 16 de março de 2015. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2015/lei/113105.htm. Acesso em: 12 maio 2022.

devem ser concordes, significando que, tendem, por seu conjunto, estabelecer o fato que se quer provar.

Dessa maneira, havendo indícios de que houve um fato certo, consistente e não duvidoso, o magistrado poderá concluir, por meio da presunção, a existência – ou não – do fato ilícito narrado, uma vez que a presunção deve ser considerada prova característica dos atos dolosos, fraudulentos, simulados e de má-fé em geral.

Fato é a falta de indícios ou, até mesmo, a extrema dificuldade para que se estabeleça umnexo causal entre os fatos narrados e o dano ou culpa do autor desses fatos, pode comprometer em uma eventual condenação pela prática do crime de *insider trading*, tornando a matéria mais nebulosa do que se imagina, mesmo havendo expressão legal para estes casos.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Ao se analisar toda a esfera em que está inserida a prática do uso de informações privilegiadas ou, como define a doutrina estrangeira, a prática realizada pela figura do *insider trading*, amplia-se o campo de estudo para o debate da possibilidade acerca da descriminalização das práticas referentes ao uso de informações privilegiadas.

Nesse sentido, após a crise norte-americana e a quebra da bolsa de valores de Nova York, com a conseqüente regulação dos mercados de capitais internacionais e uma corrente estatal considerada mais intervencionista, a figura do *insider trading* passou a ser vista de uma forma pejorativa e a ser encarado como um dos grandes problemas do regular funcionamento do mercado de capitais.

Dessa maneira, adentrando-se no ordenamento jurídico brasileiro, observou-se uma lacuna no que diz respeito à conceituação do agente que se utiliza de informações privilegiadas para auferir vantagem financeira em razão de si próprio, no âmbito das transações financeiras inseridas no âmbito do mercado de capitais brasileiro. Tal lacuna nos faz observar se, de fato, a criminalização do uso de informações privilegiadas no âmbito do mercado de capitais faz-se necessária, ou ainda, se pode ser considerada benéfica – ou não – ao seu regular e correto funcionamento.

A criminalização do uso de práticas privilegiadas tipificada no ordenamento jurídico brasileiro gera conseqüências que, como se pode observar no presente trabalho, nem sempre são o que se esperava. Além disso, observou-se uma dificuldade extrema tanto no âmbito penal, quanto no âmbito administrativo de se obter condenações e punições severas no que diz respeito ao uso de informações privilegiadas no âmbito das transações ocorridas no mercado de capitais. Tal reflexão faz com que se indague se, de fato, os objetivos da criminalização impostos pelo artigo 27-D à Lei nº 6.385/76 está sendo alcançada.

Ainda no que diz respeito à legislação brasileira, observa-se que o combate às negociações baseadas em informações privilegiadas está presente na Lei nº 6.404/76, também conhecida como “Lei das Sociedades por Ações”, além de estar presente em regulamentação

da CVM, como consta expressamente do rol de princípios e objetivos da regulação do mercado de capitais brasileiro previsto na Lei nº 6.385/76, já mencionada acima.

Nesse sentido e, buscando atenuar as consequências existentes quando há transações realizadas tendo como base a assimetria informacional, o legislador brasileiro buscou proibir as práticas daqueles investidores que possuíam tais informações antes que estas fossem divulgadas ao mercado e aos investidores de modo geral, visando interromper a assimetria informacional que existiria em tais atos.

Entretanto, inegáveis são as dificuldades encontradas para a interpretação e aplicação plena das normas do direito brasileiro que buscam criminalizar a prática do uso de informações privilegiadas. Isto pois, como se pode observar, o acesso à prova em uma ação judicial referente ao uso de informações privilegiadas, a demonstração de posse dessa informação, a legitimidade passiva para que um agente figure em uma ação de reparação de danos por uso de informações privilegiadas – entre outros fatores -, tornam, no mínimo, problemáticas as proibições do uso de informações privilegiadas, tanto nas esferas criminais e cíveis, quanto na esfera administrativa.

É evidente e inquestionável que o regular e o bom funcionamento de um mercado de capitais eficiente é essencial para o desenvolvimento econômico de um país. É, portanto, justamente nesse contexto, em que se faz necessário observar e discutir a forma como se dá a criminalização do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais brasileiro, e, principalmente, os efeitos práticos das consequências que vêm à tona em razão dessa criminalização.

Dessa maneira e levando em consideração o que se foi demonstrado no presente trabalho, observa-se que a proibição das práticas referentes ao uso de informações privilegiadas nem sempre surtem os efeitos que se pretendiam. Por isso, é indispensável que não se enxergue tal proibição como algo necessário quando se pleiteia o bom funcionamento do mercado de capitais brasileiro.

No mais e como também já demonstrado, é importante que nos atentemos aos benefícios que tal prática pode trazer ao mercado, como a ideia de que a figura do *insider trading* não

causaria assimetria informacional e, ainda, seria eficiente para que pudéssemos observar uma mais real e mais precisa precificação das ações ordinárias de uma companhia, no âmbito das transações financeiras que ocorressem no mercado de capitais.

Por fim, considerando o que foi demonstrado, as consequências acerca da criminalização e de uma eventual descriminalização acerca do uso indevido de informações privilegiadas, o presente trabalho buscou apresentar uma perspectiva menos intervencionista para que o legislador não precise limitar e, principalmente, criminalizar as ações praticadas pela figura do *insider trading* e pelos investimentos e transações financeiras realizadas no mercado de capitais tendo como base o uso de informações privilegiadas.

REFERÊNCIAS

BAINBRIDGE, Stephen. *The Insider trading Prohibition: A Legal and Economic Enigma*. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=303880. Acesso em: 10 maio 2022.

BASTOS, Lucia Elena Arantes Ferreira. Eficácia dos mecanismos de repressão ao *insider trading*. **Revista de Direito da ADVOCEF**, v. 1, n. 15, p. 135-151, 2012.

BHATTACHARYA, Uptal; DAOUK, Hazem. When no law is better than a good law. **Review of Finance**, v. 13, p. 577–627, 2009.

BRASIL, Lourenço Borges Berthier. *Insider trading: a discussão probatória e o novo regime de presunções trazido pela resolução cvm nº 44/2021*. 2021. 91 f. Trabalho de conclusão de curso (Graduação em Direito) – Universidade Federal do Rio Grande do Sul, 2021.

BRASIL. **Lei 6.385**. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16385.htm. Acesso em: 12 maio 2022.

BRASIL. **Lei n. 4.728, de 14 de julho de 1965**. Disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/14728.htm#:~:text=L4728&text=Disciplina%20o%20mercado%20de%20capitais%20e%20estabelece%20medidas%20para%20o%20seu%20desenvolvimento.&text=Art.,Central%20da%20Rep%C3%ABlica%20do%20Brasil. Acesso em: 12 jun. 2022.

BRASIL. **Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002**. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406compilada.htm. Acesso em: 12 maio 2022

BRASIL. **Lei nº 13.105 de 16 de março de 2015**. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2015/lei/113105.htm. Acesso em: 12 maio 2022

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. **REsp 1569171 (2014/0106791-6)**. Julgamento em: 15 fev. 2016.

BRIS, Arturo. Do *Insider trading* Laws Work? **European Financial Management**, v. 11, n. 3, 2005.

CARLTON, Dennis; FISCHER, Daniel. The Regulation of *Insider trading*. **Stanford Law Review**, v. 857, 1982.

concretos e a ineficiência econômica de seu combate. 2013. 225 f. Monografia (Graduação em Direito) – Pontifícia Universidade Católica, 2013.

CORDEIRO, Luiz Felipe Gonçalves. *Insider trading e o Mercado de Capitais: tratamento legal, casos*

DOLGOPOLOV, Stanislav. *Insider trading*. **The Concise Encyclopedia of Economics**. Disponível

DUFFY, M. *Insider trading*: Addressing the continuing problems of proof. **Australian Journal of Corporate Law**, v. 23, 2009.

EIZIRIK, Nelson Laks; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais**. Regime jurídico. 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.
em: <http://www.econlib.org/library/Enc/insidertrading.html>. Acesso em: 12 jun. 2022.

EX-diretor da Sadia é o primeiro condenado no Brasil por *insider trading*. **Conjur**. Disponível em: <https://www.conjur.com.br/2016-fev-22/stj-profere-primeira-condenacao-insider-trading-brasil>. Acesso em: 06 maio 2022.

FARIA, Marcus Vinícius Pinheiro de. *Insider trading*: proibir é a melhor opção? 2019. 54f. Trabalho de conclusão de curso (Graduação em Direito) – Universidade de Brasília, 2019. Disponível em: https://bdm.unb.br/bitstream/10483/24817/1/2019_MarcusViniciusPinheiroDeFaria_tcc.pdf. Acesso em: 06 maio 2022.

FRIJNS, Bart; GILBERT, Aaron; TOURANI-RAD, Alireza. **Do Criminal Sanctions Deter Insider trading?** Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1972655. Acesso em: 10 maio 2022.

GILLEN, Mark; POTTER, Pittman. The Role of Securities Regulation in Promoting a Competitive Capital Market. **North Carolina Journal of International Law**, v. 24, n. 1, 1998.

ISHIKAWA, Lauro; MELLO NETO, Benedicto Souza. A problemática da autoria delitiva e do bem jurídico protegido no crime de “uso indevido de informação privilegiada” no mercado de Capitais Brasileiro. **Revista Científica Hermes**, n. 16, p. 49-68, jul./dez. 2016.

LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. **A Lei das S.A.** Rio de Janeiro: Renovar, 1997.
Law Review, v. 38, 1986.

LUCCHESI, Guilherme Brenner. O Objeto de Tutela Penal no Delito de *Insider trading*. Uma análise crítica a partir da dogmática penal contemporânea. **Revista Brasileira de Ciências Criminais**, v. 19, n. 90, p. 137-164, 2011.

MANNE, Henry. *Insider trading and the Stock Market*. New York: Free Press, 1966.

MUSSNICH, Francisco Antunes Maciel. A utilização desleal de informações privilegiadas no Brasil e nos Estados Unidos. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, n. 34, ano XVIII, abr.-jun. 1979.

NOVA ZELÂNDIA. **Securities Markets Amendment Act 2006**. Disponível em: <https://www.legislation.govt.nz/act/public/2006/0047/latest/versions.aspx>. Acesso em: 10 maio 2022.

PRADO, Viviane Muller; VILELA, Renato; RACHMAN, Nora Matilde. *Insider trading: normas, instituições e mecanismos de combate no Brasil*. Disponível em: http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/themes/Mirage2/pages/pdfjs/web/viewer.html?file=http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/17696/Insidertrading_normas-instituicoes-mecanismos.pdf?sequence=3&isAllowed=y. Acesso em: 12 jun. 2022.

SANTOS, Moacyr Amaral. **Prova judiciária no cível e no comercial**: Parte Geral. São Paulo: Max Limonad, 1952

SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe. A Racionalidade Econômica do Combate ao *Insider trading*: Assimetria de Informação e Dano ao Mercado. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, n. 147, ano XLVI, jul.-set. 2007.

STRUDLER, Alan. **The Moral Problem in Insider trading**. Disponível em: https://repository.upenn.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1056&context=lgst_papers. Acesso em: 12 jun. 2022.

YEO, Victor. **A Comparative Analysis of Insider trading Regulation** - Who is liable and what are the sanctions? Disponível em <http://ssrn.com/abstract=260884>. Acesso em: 12 jun. 2022.