

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

**CASO SADIA: UM ESTUDO SOBRE A RESPONSABILIDADE DOS
ADMINISTRADORES E O *INSIDER TRADING***

VANESSA DE SOUZA OLIVEIRA

RIO DE JANEIRO

2018/1

VANESSA DE SOUZA OLIVEIRA

**CASO SADIA: UM ESTUDO SOBRE A RESPONSABILIDADE DOS
ADMINISTRADORES E O *INSIDER TRADING***

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 Nilo C. M. Pompilio da Hora.

RIO DE JANEIRO

2018/1

CIP - Catalogação na Publicação

048c Oliveira, Vanessa de Souza
Caso Sadia: Um estudo sobre a responsabilidade dos administradores e o insider trading / Vanessa de Souza Oliveira. -- Rio de Janeiro, 2018.
66 f.

Orientador: Nilo C. M. Pompilio da Hora.
Trabalho de conclusão de curso (graduação) - Universidade Federal do Rio de Janeiro, Faculdade de Direito, Bacharel em Direito, 2018.

1. Insider Trading. 2. Tipificação do uso de informações privilegiadas. 3. Mercado de Capitais. 4. Sociedades Anônimas. I. Hora, Nilo C. M. Pompilio da , orient. II. Título.

CDD: 341.5973

VANESSA DE SOUZA OLIVEIRA

**CASO SADIA: UM ESTUDO SOBRE A RESPONSABILIDADE DOS
ADMINISTRADORES E O *INSIDER TRADING***

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
Nilo C. M. Pompilio da Hora.

Data da Aprovação: __ / __ / ____.

Banca Examinadora:

Orientador

Membro da Banca

Membro da Banca

RIO DE JANEIRO

2018/1

AGRADECIMENTOS

Agradeço primeiramente a Deus pelo dom da vida e por ter me proporcionado chegar até aqui com saúde e ânimo.

A minha família, em especial aos meus pais, por toda a dedicação e paciência contribuindo diretamente para que eu pudesse ter um caminho mais fácil e prazeroso durante esses anos.

Ao meu orientador por sempre estar disposto a ajudar e contribuir para um melhor aprendizado e por toda atenção e sabedoria despendidos durante esse processo.

Agradeço também a minha instituição por ter me dado a chance e todas as ferramentas que permitiram chegar hoje ao final desse ciclo de maneira satisfatória.

“Filho meu, se aceitares as minhas palavras e esconderes contigo os meus mandamentos, para fazeres atento à sabedoria o teu ouvido e para inclinares o coração ao entendimento, e, se clamares por inteligência, e por entendimento alçares a voz, se buscares a sabedoria como a prata e como os tesouros escondidos a procurares, então, entenderás o temor do Senhor e acharás o conhecimento de Deus. Porque o Senhor dá a sabedoria, e da sua boca vem a inteligência e o entendimento” (Provérbios 2:1-6)

RESUMO

A Lei nº 6.404, publicada em 15 de dezembro de 1976, introduziu em seu capítulo XII as normas relativas aos deveres e às responsabilidades dos administradores das sociedades anônimas. O artigo 155 do referido diploma legal trouxe o princípio do dever de lealdade, o qual assevera que o administrador tem a incumbência de servir com lealdade à companhia da qual seja integrante. E, nesse sentido, o §1º do artigo 155 abarcou o conceito de *insider*

trading, que basicamente pode ser conceituado como a conduta de pessoas que, devido à sua atividade profissional, tomam conhecimento de informações relativas à emissão de valores mobiliários antes que se tornem públicas e as utilizam para auferir vantagem para si ou para terceiros. Depreende-se que a prática do *insider trading* pode ser considerada prejudicial não apenas aos investidores, como também às companhias e ao próprio mercado de ações, uma vez que a sua confiabilidade é gravemente abalada. Defronte tamanha importância, é válido o esforço e o incentivo à prevenção e à repressão ao uso de informações privilegiadas. Com o presente estudo, busca-se, portanto, compreender, através do estudo de caso da única condenação criminal por essa prática criminosa no Brasil, quais são as tendências adotadas pelos tribunais no que diz respeito às controvérsias que circundam o crime de *insider trading*. Além disso, pretende-se clarificar as elementares do crime para que não restem dúvidas na caracterização do *insider trading*, buscando, principalmente, delimitar o conceito de informações privilegiadas e a identificação do dolo na conduta do administrador.

Palavras chave: *Insider trading*. Informação privilegiada. Mercado de capitais. Sociedades anônimas.

ABSTRACT

The law nº 6,404, published on December 15, 1976, introduced in its chapter XII the norms about the duties and responsibilities of the directors of corporations. The article 155 of the aforementioned legal instrument brought the tenet of the duty of loyalty, which demands that the administrator has the duty to serve with loyalty to the company that he is a member. In this way, article 155, §1º, covers the concept of insider trading, which can basically be considered as the conduct of persons who, due to their professional activity, become aware of information regarding the transmission of real estate values before they become and use them to gain advantage for themselves or for others. The practice of insider trading can be considered detrimental not only to investors, but also to companies and to the stock market itself, since its reliability is severely shaken. Faced with such importance, the effort and incentive to prevent and repress the use of privileged information is valid. The present study pursuit to understand, through the case study of the excepcional criminal condemnation for this criminal practice in Brazil, what are the tendency adopted by the courts about the controversies surrounding the crime of insider trading. In addition, it is intended to clarify the elements of crime so that there is no doubt in the characterization of insider trading, seeking, mainly, to delimit the concept of privileged information and the identification of fraud in the conduit of the administrator.

Key words: Insider trading. Inside information. Capital market. Joint-stock companies.

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO.....	10
2 CONCEITOS INTRODUTÓRIOS.....	14
2.1 SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL.....	14
2.2 MERCADO DE CAPITAIS.....	15
2.3 SOCIEDADE ANÔNIMA.....	16
2.4 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS.....	17
2.5 BOLSA DE VALORES.....	17
2.6 MERCADO DE BALCÃO.....	18
3 DELIMITAÇÃO DOS REQUISITOS NECESSÁRIOS PARA A TIPIFICAÇÃO DO CRIME DE <i>INSIDER TRADING</i>.....	19
3.1 INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA.....	20
3.2 UTILIZAÇÃO DA INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA.....	23
3.3 ACESSO À INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA.....	24
4 <i>INSIDER</i> PRIMÁRIO E SEGUNDÁRIO.....	26
5 INTERPRETAÇÃO DO TERMO “QUALQUER PESSOA”.....	30
6 DEVERES DE CONDUTA.....	31
6.1 DEVER DE DILIGÊNCIA.....	31
6.2 DEVER DE LEALDADE.....	31
6.3 DEVER DE INFORMAR.....	33
6.4 DEVER DE SIGILO.....	34
7 RESPONSABILIDADE CIVIL E ADMINISTRATIVA DO <i>INSIDER</i>.....	37
8 FUNDAMENTOS PARA A REPRESSÃO DO <i>INSIDER TRADING</i>.....	39
9 ASPECTOS PENAIIS DA CRIMINALIZAÇÃO DA PRÁTICA DE <i>INSIDER TRADING</i>.....	42
9.1 SUJEITOS ATIVOS E PASSIVOS.....	42
9.2 TIPICIDADE OBJETIVA E SUBJETIVA.....	45
9.3 A CONSUMAÇÃO E A TENTATIVA.....	47

9.4 PENA E AÇÃO PENAL.....	47
9.5 BEM JURÍDICO TUTELADO.....	48
9.6 COMPETÊNCIA PARA O PROCESSO E JULGAMENTO.....	49
10. ESTUDO DO CASO SADIA	
PERDIGÃO.....	52
10.1 RESUMO DOS FATOS.....	52
10.2 CRIME FORMAL X CRIME MATERIAL.....	55
10.3 SUJEITOS ATIVOS DO DELITO.....	56
10.4 COMPETÊNCIA PARA JULGAMENTO.....	57
10.5 BEM JURÍDICO TUTELADO.....	59
10.6 DEFINIÇÃO DE INFORMAÇÃO RELEVANTE.....	60
10.7 OCORRÊNCIA OU NÃO DE <i>BIS IN</i>	
<i>IDEM</i>	60
11. CONCLUSÕES.....	61
12. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	64

1 INTRODUÇÃO

Primeiramente, é importante compreender como a legislação brasileira trata do tema de *insider trading*. Com isso, foi constatado que a Lei nº 6.404, publicada em 15 de dezembro de 1976, introduziu em seu capítulo XII as normas relativas aos deveres e às responsabilidades dos administradores das sociedades anônimas. O artigo 155 do referido diploma legal trouxe o princípio do dever de lealdade, o qual assevera que o administrador tem a incumbência de servir com lealdade à companhia da qual seja integrante. E, nesse sentido, o §1º do artigo 155 abarcou o conceito de *insider trading*¹.

Dessa forma, observou-se que a proibição do *insider trading* seria corolário do dever de lealdade, norteador a responsabilidade dos administradores nas sociedades anônimas. Nas palavras de Martins:

Também enquadrado no dever de lealdade se encontra o sigilo que o administrador deve manter sobre os negócios sociais, não usando em proveito próprio informações que possua em virtude do seu cargo, com possíveis prejuízos para a coletividade de acionistas. (MARTINS, 2010. p.384)

Do estudo preliminar, depreendeu-se que a doutrina não é unânime em relação aos requisitos necessários para a configuração do crime de *insider trading*. Modesto Carvalhosa, por exemplo, considera apenas dois requisitos para a configuração do ilícito, sendo eles a existência de fato relevante sem ser divulgado ao público e a efetiva compra e venda de ações no período que os *insiders* estiveram na posse da informação ainda sigilosa.²

Referente a essa temática que trata sobre os requisitos para a configuração do *insider trading*, foi feita uma análise do caso Sadia Perdigão, que será objeto de estudo no presente trabalho, e percebeu-se que os réus afirmaram que no momento em que fizeram as operações com as ADRs (*American Depositary Receipts*), não havia informação relevante a ser utilizada.

1 “§ 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.”

2 CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. 6. ed. v.3. São Paulo: Saraiva, 2014. p.443.

No parecer do Ministério Público Federal a Procuradora Janice Agostinho Barreto Ascari afirmou que:

Ambos procuraram elencar em ordem cronológica as mesmas dificuldades jurídicas, societárias e econômicas, que supostamente eivaram de dúvidas o negócio e permitiram concluir que a informação que poderia ser considerada relevante para o fim jurídico-penal, só se concretizou quando a oferta hostil de aquisição da Perdigão pela Sadia foi efetivamente divulgada.³

Além disso, foi realizado um estudo prévio sobre os sujeitos ativos e sobre essa temática há a discussão de que se apenas os administradores das companhias poderiam ser responsabilizados, ou se outros agentes que utilizassem as informações privilegiadas para obter favorecimento nas operações inerentes ao mercado de capitais também poderiam sê-lo.

No ponto, a Instrução nº 358/2002 da CVM, no art. 13, § 1º, dispôs que:

A mesma vedação aplica-se a quem quer que tenha conhecimento de informação referente a ato ou fato relevante, sabendo que se trata de informação ainda não divulgada ao mercado, em especial àqueles que tenham relação comercial, profissional ou de confiança com a companhia, tais como auditores independentes, analistas de valores mobiliários, consultores e instituições integrantes do sistema de distribuição, aos quais compete verificar a respeito da divulgação da informação antes de negociar com valores mobiliários de emissão da companhia ou a eles referenciados.

Ainda acerca do campo subjetivo de incidência da vedação ao *insider trading*, através do estudo auferido sobre a legislação brasileira que trata do assunto, houve uma alteração do artigo 155 da Lei 6.404 de 1976 promovida pela Lei nº 10.303/01 que acrescentou o §4º que diz ser vedado o uso de informação relevante que não foi divulgada com o fim de auferir vantagem, para si ou para outrem, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso. Ou seja, houve uma ampliação do sujeito ativo do delito, de modo que abarcou a possibilidade de incluir qualquer pessoa que tenha tido acesso à informação relevante.

Dessa discussão exsurge-se a diferenciação entre o *insider* primário e secundário. O primeiro, definido como primário, é aquele praticado por quem exerce cargo que lhe possibilite o acesso de maneira irrestrita às decisões e às negociações da companhia. Já o segundo, qualificado como secundário ou “*insider* de mercado”, ocorre quando um terceiro

3 Apelação Criminal 45484, processo nº 0005123-26.2009.4.03.6181. **Parecer do Ministério Público Federal** – Procuradoria Regional da República da terceira Região.

obtem, de forma direta ou indireta, as informações privilegiadas através de um *insider* primário, mesmo sem ter relações com a companhia.

Vale mencionar que com o estudo sobre o tema percebe-se que a prática do *insider trading* repercute nas esferas civil, administrativa e penal. Em relação à responsabilidade civil, os infratores poderão prejudicar o patrimônio dos investidores e, por esse motivo, deverão arcar com a indenização por perdas e danos, devendo, assim, ressarcir todas as pessoas prejudicadas pelo uso de informações sigilosas e de caráter relevante na negociação com valores mobiliários no mercado de capitais.⁴ Já na seara administrativa, foi analisado que a CVM criou mecanismos que visam a apuração da prática dos *insiders*, por meio de inquéritos que ocorrem em processos administrativos.

Na esteira, vale indicar também outra definição da prática de *insider trading* que é trazida pela Instrução nº 358/02 da CVM, que em seu art. 18⁵, retrata o *insider trading* como uma infração grave e diz que seus autores estão sujeitos às penalidades do art. 11, incisos IV a VI da Lei nº 6.385/76⁶. De seu turno, a responsabilidade penal só passou a existir após a

4 CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei das Sociedades Anônimas**. 4.ed. São Paulo. Saraiva, 2009. vol. 3, p. 263.

5 Art. 18. Configura infração grave, para os fins previstos no § 3o do art. 11 da Lei no 6.385/76, a transgressão às disposições desta Instrução.

6 Art. 11. A Comissão de Valores Mobiliários poderá impor aos infratores das normas desta Lei, da lei de sociedades por ações, de suas resoluções e de outras normas legais cujo cumprimento incumba a ela fiscalizar, as seguintes penalidades, isoladas ou cumulativamente: (...)IV - inabilitação temporária, até o máximo de vinte anos, para o exercício de cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários; V - suspensão da autorização ou registro para o exercício das atividades de que trata esta Lei; VI - inabilitação temporária, até o máximo de vinte anos, para o exercício das atividades de que trata esta Lei; (...)

modificação da Lei nº 6385/76 pela Lei nº 10.303/01 que inseriu o art. 27-D⁷, trazendo como sanção a aplicação de reclusão e multa.

Insta salientar que os autores estudados para a realização deste trabalho asseveram que a repressão ao *insider trading* possui fundamentos de ordem econômica e também de ordem ética. Conforme EIZIRIK (2008, p. 62-64), as razões econômicas estariam relacionadas à noção de eficiência na delimitação da cotação dos valores mobiliários que são negociados no mercado de capitais.

Isso porque o mercado se apresentaria eficiente à medida que as informações referentes à sociedade e aos títulos que ela negocia estejam baseadas no real preço dos valores mobiliários. Já o fundamento de ordem ética para a repressão da prática de *insider trading* se originaria no princípio da igualdade do acesso às informações.⁸

Com o estudo de base, pode-se destacar, ainda, que os autores dizem existir duas formas de combate ao *insider trading*, que podem se dar através de normas preventivas e de normas repressivas. As normas jurídicas preventivas são aquelas referentes à ampla divulgação e à disseminação das informações, de modo a propiciar a visibilidade das operações no mercado de ações.

Também possuem caráter preventivo as normas que impõem aos potenciais *insiders* a prestação de informações de modo contínuo acerca das ações negociadas por eles. Já as normas repressivas são aquelas que coíbem a consumação do *insider trading*, prescrevendo à prática algumas sanções, que como já observamos, são de origem cível, administrativa e criminal.

Exposto isso, depreende-se que a prática do *insider trading* pode ser considerada prejudicial não apenas aos investidores, como também às companhias e ao próprio mercado

⁷ Art. 27-D. Utilizar informação relevante ainda não divulgada ao mercado, de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo, capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiro, com valores mobiliários: 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.

⁸ EIZIRIK, Nelson. **Informação de insider trading tem caracterização própria**. Espaço Jurídico Bovespa, 26.03.2008. Disponível em: <www.bovespa.com.br>.

de ações, uma vez que a sua confiabilidade é gravemente abalada já que “a confiança na ética, na equidade e na livre concorrência atua como pressuposto de existência e manutenção da ordem jurídica deste mercado” (MACIEL, MARTIN, 2014, p. 149). Percebe-se, então, que “o desempenho do mercado de valores mobiliários será, em última instância, sempre afetado pela referida prática” (PASCHOALINI, 2014, p. 159). Defronte tamanha importância, é válido o esforço e o incentivo à prevenção e à repressão ao uso de informações privilegiadas. Desse modo, infere-se que o aprimoramento de técnicas mais precisas e eficientes de investigação e combate ao *insider trading* continua se apresentando necessário no Brasil.

2 CONCEITOS INTRODUTÓRIOS

A prática do *insider trading*, tipificada no art. 27-D da Lei 6.385/1976, consiste no uso, para si ou para outrem, de informações privilegiadas com o fito de obter vantagem nas negociações inerentes ao mercado de capitais. Desta forma, pode-se concluir que o universo no qual a prática ocorre compreende o mercado de capitais e, de forma mais restrita, a maneira que as sociedades anônimas de capital aberto acessam esse mercado.

Para que se faça claro o conceito de *insider trading*, antes é necessário entender de forma sucinta o contexto em que se insere, qual seja, o do mercado de capitais no âmbito das sociedades anônimas.

2.1. Sistema Financeiro Nacional:

O Sistema financeiro nacional pode ser compreendido como um conjunto de instituições financeiras públicas e privadas e instrumentos financeiros que visam transferir recursos dos agentes econômicos superavitários para os deficitários.⁹ Dessa forma, o Sistema Financeiro Nacional é usado pelo Governo como meio para a concretização de sua política monetária.

A Constituição da República Federativa de 1988 tratou o Sistema Financeiro Nacional em capítulo próprio, no Capítulo IX, Título VII, inserido no contexto da Ordem Econômica e Financeira, e o conceituou em seu artigo 192 da seguinte forma:

Art. 192. O sistema financeiro nacional, estruturado de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do País e a servir aos interesses da coletividade, em todas as partes que o compõem, abrangendo as cooperativas de crédito, será regulado por leis complementares que disporão, inclusive, sobre a participação do capital estrangeiro nas instituições que o integram.¹⁰

Concebe-se que o Sistema Financeiro Nacional é o ordenamento jurídico que regulamenta as instituições financeiras de crédito. A Lei nº 4.595/1964 é responsável por regulamentar do Sistema Financeiro Nacional e disciplinar a política e as instituições monetárias, bancárias e creditícias, criando o Conselho Monetário Nacional.

⁹ NETO, Alexandre Assaf. **Mercado Financeiro**. 7 ed. São Paulo: Editora Atlas, 2006, p. 44-45.

¹⁰ BRASIL. Constituição (1988). Constituição da República Federativa do Brasil. Brasília: Senado Federal, 2018.

O Sistema Financeiro do Brasil é fragmentado em quatro mercados, sendo eles o monetário, de crédito, de capitais e de câmbio. Entretanto, vamos dar enfoque no presente estudo apenas ao mercado de capitais, que é onde ocorrem as transações que serão objeto de análise.

2.2. Mercado de Capitais

O mercado de capitais - ou mercado de valores mobiliários - representa o setor do sistema financeiro nacional em que está condensada toda a rede de instituições financeiras e bolsa de valores que funcionam com a compra e venda de títulos e ações. Ele possui relevante papel socioeconômico, já que abriga negócios financeiros em escala de longo prazo e, por conta disso, contribui para a formação do capital.

São as informações que circulam pelo Mercado de Capitais que possibilitam ao investidor avaliar as suas possibilidades de ganho ou perda. Dessa forma, os valores mobiliários são comprados e vendidos com base nos dados indicadores da probabilidade de sua alta ou queda.

O mercado de capitais pode ser classificado em primário e secundário. O mercado de capital primário é onde são realizadas operações de subscrição e emissão de ações e outros valores mobiliários da companhia, enquanto que no mercado de capitais secundário são realizadas operações de compra e venda desses valores. Ou seja, nas operações de emissão e subscrição de valores mobiliários a sociedade está colocando um valor mobiliário novo no mercado de capitais. Já no mercado de capitais secundário ocorrem operações com valores mobiliários já existentes, e nessas operações a sociedade não mais está envolvida, pois elas ocorrem entre o titular do valor mobiliário e o seu novo dono.

Pode-se afirmar, sem dúvidas, que o mercado de capitais é de suma importância pois é indispensável ao desenvolvimento econômico. Com isso, o mercado de capitais é capaz de incentivar a geração de poupança e também transformá-la em investimentos por intermédio de ofertas padronizadas e de um sistema dinâmico de contratações. O mercado de capitais pode, também, cooperar para uma menor concentração de renda e riqueza, pois permite mais altas de juros ou retornos aos poupadores; oferece formas de investimentos mais diretas e permite uma tributação mais equânime.

Após esta breve explicação sobre os conceitos de Sistema Financeiro Nacional e mercado de capitais, é importante compreender do que se trata a sociedade anônima para que se perceba sua correlação com o conceito de *insider trading*.

2.3. Sociedade Anônima

Parcela da doutrina comercialista afirma que a origem das sociedades anônimas ocorreu na Idade Média, entre os séculos XV e XIX. Outros doutrinadores, por seu turno, indicam como a origem das sociedades anônimas as Companhias das Índias que foram patrocinadas pelos Estados nacionais no começo da Idade Moderna.

Não há como precisar a origem desse tipo societário, mas nota-se que essas sociedades foram responsáveis por empreendimentos notáveis e grandiosos, marca esta que sempre acompanhou as sociedades anônimas.

Os negócios que eram empreendidos pelas sociedades anônimas eram tão fundamentais para a economia como um todo que por muito tempo elas apenas poderiam ser formadas por intermédio de uma outorga do poder governamental. Somente após o Código Comercial Francês de 1808 que a constituição das sociedades anônimas passou a ser uma faculdade aos investidores interessados, dependendo apenas de autorização do Estado e não mais de uma outorga privilegiada.

Com o decorrer dos anos e com o desenvolvimento do sistema capitalista, foi necessária uma simplificação das regras para que uma sociedade anônima fosse constituída e por isso diversos países europeus não mais exigiam a autorização estatal para a formação de uma companhia, sendo estabelecido meramente o registro prévio no órgão competente e a posterior submissão a um regime jurídico específico.

No Brasil, também houve essa evolução para a constituição de uma sociedade anônima, incorporando o sistema de regulamentação, no qual a autorização do governo apenas era exigida em situações excepcionais, como, por exemplo, para a constituição de instituições financeiras e de companhias abertas.

Dentre as características principais das sociedades anônimas pode-se destacar a sua natureza capitalista, já que a entrada de estranhos ao quadro social independe da anuência dos demais sócios; sua essência empresarial, por ser considerada uma sociedade empresária

independentemente do seu objeto social e a responsabilidade limitada dos seus sócios, ou seja, cada sócio responde apenas pela sua parte no capital social, não assumindo, senão em casos excepcionalíssimos, qualquer responsabilidade pelas dívidas da sociedade.

De acordo com o artigo 4º da Lei das Sociedades Anônimas, “a companhia é aberta ou fechada conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários”. Isto é, a sociedade anônima será aberta quando houver a autorização para negociar seus valores mobiliários no mercado de capitais, e será fechada quando não houver esta autorização.

2.4. Comissão de Valores Mobiliários

Essa autorização para a abertura do capital da sociedade é concedida pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que é uma autarquia federal vinculada ao Ministério da Fazenda e que atua conjuntamente ao Banco Central no controle e fiscalização das operações que são efetuadas no mercado de capitais.

A Lei nº 6.385 de 1976 foi a responsável pela criação da Comissão de Valores Mobiliários e foi inspirada na *Securities and Exchange Commission* do direito norte-americano, órgão similar à CVM nos Estados Unidos da América, que é incumbido por fiscalizar o mercado de capitais norte-americano.

A competência da CVM na fiscalização do mercado de capitais ocorre em três dimensões. A primeira é a regulamentar, já que cabe à CVM o estabelecimento das diretrizes gerais relativas ao funcionamento do mercado de capitais. A segunda é através de sua autorização para a constituição de companhias abertas e para a emissão e negociação dos seus valores mobiliários. E, por fim, a CVM possui competência fiscalizatória, uma vez que deve ela guardar a lisura das operações que são realizadas no mercado de capitais e para isso ela possui poderes sancionatórios para coibir as práticas desfavoráveis ao mercado.

2.5. Bolsa de Valores

Nessa esteira, vale conceituar também a Bolsa de Valores para uma melhor compreensão da temática. Trata-se de associação privada constituída por sociedades corretoras que, através da autorização da Comissão de Valores Mobiliários, presta serviço de inegável interesse público, que consiste na manutenção de local adequado à realização das operações de compra e venda dos diversos valores mobiliários emitidos pelas sociedades

anônimas. A finalidade da Bolsa de Valores, conforme André Luiz Ramos, é dinamizar as operações do mercado de capitais, de forma a ampliar o volume de negócios por meio da realização de pregão diário, no qual os agentes das diversas corretoras que a integram se encontram e mantêm relações de forma constante. (RAMOS, 2010. p. 231)

2.6. Mercado de balcão

O mercado de balcão, em contrapartida, alberga toda operação do mercado de capitais que é constituída fora da bolsa de valores. Quem atua no mercado de balcão são entidades privadas, dentre elas as sociedades corretoras e instituições financeiras autorizadas pela Comissão de Valores Mobiliários.

Registre-se, ainda, que na Bolsa de Valores apenas se realizam operações de compra e venda de valores mobiliários, ou seja, a bolsa somente atua no mercado de capitais secundário, já conceituado anteriormente. No mercado de balcão, todavia, são realizadas essas operações de compra e venda e também operações de emissão e subscrição de valores mobiliários, ou seja, são praticadas operações do mercado de capitais primário e do mercado de capitais secundário.

3 DELIMITAÇÃO DOS REQUISITOS NECESSÁRIOS PARA A TIPIIFICAÇÃO DO CRIME DE *INSIDER TRADING*

Após essa introdução ao tema, pode-se partir para a análise do conceito do *insider trading*. Como anteriormente analisado, a sociedade anônima, que é o tipo societário mais usado para o aporte de grandes capitais, necessita da presença de investidores. Estes investidores, por seu turno, necessitam de segurança para aplicar seu dinheiro nas sociedades, de modo que lhes sejam asseguradas algumas garantias no que toca ao capital investido.

Isto posto, é na confiabilidade que reside o segredo do bom funcionamento do mercado de capitais e, por corolário, do seu desenvolvimento. Como forma de garantia da confiabilidade das informações levadas aos investidores, a *Securities and Exchange Commission* (SEC) construiu a conhecida norma *disclose or refrain from trading*, que pode ser traduzida como “revele ou abstenha-se de negociar”.

Este comando da SEC de *disclosure* está contemplado em nosso ordenamento jurídico através do artigo 157¹¹ da Lei nº 6404/1976. O supramencionado artigo revela o princípio da transparência e assegura aos investidores o acesso às informações acerca das companhias que oferecem títulos a negociação no mercado de capitais. A intenção do legislador ao criar este

11 Art. 157. O administrador de companhia aberta deve declarar, ao firmar o termo de posse, o número de ações, bônus de subscrição, opções de compra de ações e debêntures conversíveis em ações, de emissão da companhia e de sociedades controladas ou do mesmo grupo, de que seja titular. § 1º O administrador de companhia aberta é obrigado a revelar à assembleia-geral ordinária, a pedido de acionistas que representem 5% (cinco por cento) ou mais do capital social:

- a) o número dos valores mobiliários de emissão da companhia ou de sociedades controladas, ou do mesmo grupo, que tiver adquirido ou alienado, diretamente ou através de outras pessoas, no exercício anterior;
- b) as opções de compra de ações que tiver contratado ou exercido no exercício anterior;
- c) os benefícios ou vantagens, indiretas ou complementares, que tenha recebido ou esteja recebendo da companhia e de sociedades coligadas, controladas ou do mesmo grupo;
- d) as condições dos contratos de trabalho que tenham sido firmados pela companhia com os diretores e empregados de alto nível;
- e) quaisquer atos ou fatos relevantes nas atividades da companhia.

§ 2º Os esclarecimentos prestados pelo administrador poderão, a pedido de qualquer acionista, ser reduzidos a escrito, autenticados pela mesa da assembleia, e fornecidos por cópia aos solicitantes.

artigo foi promover o equilíbrio das posições dos agentes do mercado, e, com isso, alcançar a isonomia nas suas relações, precautelando a assimetria informacional e, por conseguinte, a prática do *insider trading*.

Convém ressaltar que o mercado de capitais é considerado eficiente quando o preço das ações espelha as informações disponíveis acerca das companhias cujos títulos são negociados. Com isso, considerando que o crescimento econômico é uma das necessidades básicas de qualquer Estado e que é inviável tal crescimento sem que haja investimentos, conclui-se facilmente que a formação de capital é um dos anseios primordiais de qualquer País. Neste passo, cabe reconhecer a necessidade de repressão e punição da prática do *insider trading*, que coloca em cheque todo esse sistema do mercado de capitais, em função de imperativos éticos e argumentos de origem econômica.

Passa-se ao estudo dos requisitos necessários para a configuração da prática do ilícito de *insider trading*, sendo eles a existência e o acesso de informações privilegiadas ainda não divulgadas ao mercado e o uso da informação sigilosa com a finalidade de obter vantagem em função do seu desconhecimento pelo mercado.

§ 3º A revelação dos atos ou fatos de que trata este artigo só poderá ser utilizada no legítimo interesse da companhia ou do acionista, respondendo os solicitantes pelos abusos que praticarem.

§ 4º Os administradores da companhia aberta são obrigados a comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembleia-geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou fato relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia.

§ 5º Os administradores poderão recusar-se a prestar a informação (§ 1º, alínea e), ou deixar de divulgá-la (§ 4º), se entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia, cabendo à Comissão de Valores Mobiliários, a pedido dos administradores, de qualquer acionista, ou por iniciativa própria, decidir sobre a prestação de informação e responsabilizar os administradores, se for o caso.

§ 6º Os administradores da companhia aberta deverão informar imediatamente, nos termos e na forma determinados pela Comissão de Valores Mobiliários, a esta e às bolsas de valores ou entidades do mercado de balcão organizado nas quais os valores mobiliários de emissão da companhia estejam admitidos à negociação, as modificações em suas posições acionárias na companhia.

3.1. Informação privilegiada

No mercado de capitais existe um fluxo constante de informações, mas não é qualquer tipo de informação que poderá ser objeto da prática do *insider trading*. Para que seja configurado o delito e para que seja criminalizada a conduta que divulga as informações, estas precisam estar revestidas de alguns atributos que justifiquem essa severidade. Dessa forma, apenas informações ditas privilegiadas podem ser objeto do ilícito de *insider trading*.

Para que uma informação seja privilegiada, é necessário que ela seja sigilosa e relevante. A informação é sigilosa quando não pode ser obtida por meios acessíveis ao público em geral, de modo que, caso já tenha sido divulgada, mesmo que de forma irregular, já não será mais sigilosa. A informação sigilosa é, então, aquela informação que ainda não foi divulgada ao mercado.

Para uma melhor compreensão, é importante diferenciar a informação pública da informação amplamente conhecida. Para que seja configurado o *insider trading* a informação utilizada deve ser sigilosa, não estando disponível ao conhecimento dos investidores. Ou seja, se a informação utilizada não for amplamente divulgada, mesmo sendo pública, será objeto do *insider trading*.

O fato será relevante quando pode ser levado em consideração por qualquer investidor médio ao negociar com ações. A informação deve ser vista à luz do fato relevante descrito. É, portanto, toda e qualquer decisão do controlador, deliberação da assembleia-geral ou dos órgãos administrativos da companhia aberta, ou qualquer outro fato ocorrido ou relacionado aos seus negócios, que possa influir na cotação de seus valores mobiliários e na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter esses títulos.

Ou seja, informações relevantes são as informações relativas a fatos que ocorreram nos negócios da sociedade anônima e que podem influenciar de forma considerável nas decisões dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários.

Pode-se citar como exemplos de fatos relevantes aqueles relacionados à mudança de controle da companhia; renegociação de dívidas; incorporação, fusão ou cisão envolvendo a companhia; pedido de recuperação judicial e divulgação de lucro e prejuízo.

Entretanto, a informação privilegiada, cujo uso é vedado pelo artigo 155 da Lei das Sociedades Anônimas, não é o mesmo que o fato relevante citado pelo artigo 157 da mesma

lei. Ambos possuem o mesmo pressuposto, que é a capacidade de influenciar na cotação dos valores mobiliários ou na decisão do investidor de negociar com esses valores. Entretanto, na maioria das vezes, a informação privilegiada surge antes do fato relevante.

Com isso, quando a informação se diz sigilosa e relevante ela é, por conseguinte, uma informação privilegiada. Dessa forma, o que caracteriza o *insider trading* é o momento em que a negociação é realizada. Entretanto, Modesto Carvalhosa (CARVALHOSA, 1998, p. 264) cita precedente dos Estados Unidos em que ocorreram transações logo depois da informação relevante ser divulgada ao mercado e essas transações também foram apontadas como violadoras porque no caso foi entendido que não houve tempo suficiente para que o mercado reagisse à informação. Nesse diapasão, conclui-se que o objetivo das normas é assegurar o igual acesso à informação e também a simetria dessas informações.

Nelson Eizirik (EIZIRIK, 2011, p. 374) relata que nos Estados Unidos foi desenvolvido um teste, baseado em decisões dos tribunais norte-americanos, para que possa ser mais fácil a caracterização de uma informação relevante. Esse teste de relevância considerava como fatores a chance de haver um acordo final; se já havia decisões da administração da companhia que aprovassem a operação ou então relatórios ou pareceres; e o provável impacto da operação sobre os negócios da sociedade e a cotação de suas ações. Dessa forma, o teste avaliava a possibilidade de a operação ser concluída e se ela traria algum impacto significativo sobre os negócios da companhia, de modo a influenciar na cotação de seus títulos mobiliários.

Além disso, insta salientar que a informação, além de sigilosa e relevante, deve ser séria, ou seja, deve dizer respeito a fatos minimamente precisos, não podendo se tratar de meros rumores ou boatos, já que boatos de mercado fazem parte do risco inerente ao mercado de valores. Tais considerações devem ser tecidas a fim de se evitar a imputação de tal crime àquele que apostou na compra de ações de uma companhia apenas porque ouviu alguém comentar que o valor das ações da sociedade iria subir, por exemplo. Frise-se que comentários desse tipo não podem ser enquadrados no conceito de informações relevantes, uma vez que, de acordo com o §1º do artigo 155 da Lei 6.404/1976, esta deve ser “capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários”.

Com efeito, a mera opinião particular a respeito do futuro de uma companhia não pode ser considerada fato relevante. Outrossim, ainda que se trate de informação considerada

relevante, muitas vezes o investidor, ao ouvir um boato e apostar em sua veracidade, não possui o conhecimento de que se trata de informação ainda não divulgada no mercado, requisito exigido para que haja a configuração da conduta típica, conforme o disposto no art. 13 da IN CVM 358/2002:

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

§1º A mesma vedação aplica-se a quem quer que tenha conhecimento de informação referente a ato ou fato relevante, sabendo que se trata de informação ainda não divulgada ao mercado, em especial àqueles que tenham relação comercial, profissional ou de confiança com a companhia, tais como auditores independentes, analistas de valores mobiliários, consultores e instituições integrantes do sistema de distribuição, aos quais compete verificar a respeito da divulgação da informação antes de negociar com valores mobiliários de emissão da companhia ou a eles referenciados.

Importante mencionar que, por mais que o investidor não deva ser punido pelo mero acesso a um boato de mercado, o responsável pelo vazamento da informação, ao revés, poderá sofrer algum tipo de punição desde que, em decorrência da função exercida na sociedade, possuísse o dever de impedir que o fato chegasse ao meio social, conforme Nelson Eizirik e Modesto Carvalhosa lecionam:

O conhecimento ocasional da informação por razões outras que não a do exercício de alguma profissão ou do controle de informação relevante é de difícil configuração. Se terceiro souber em uma reunião social que haverá a incorporação de determinada companhia ou a venda de seu controle, não tendo essa mesma pessoa qualquer acesso de natureza profissional e permanente (controlador) a tal informação, não poderá ser considerada como tippee. Se, com efeito, a informação relevante vazou além do âmbito dos controladores e dos envolvidos profissionalmente com ela, os terceiros ocasionalmente informados não poderão ser considerados insider. Caberá, neste caso, diretamente ao administrador a responsabilidade por não ter mantido a reserva necessária sobre o fato relevante, a ponto de este ter vazado para o âmbito meramente social. (CARVALHOSA, EIZIRIK, 2002, p. 323)

Ressalte-se, ainda, que, caso a informação relevante escape ao controle da companhia, os responsáveis deverão, imediatamente após o vazamento, publicar fato relevante para que todo o mercado possa ter igual acesso ao acontecimento.¹²

¹² O Comitê de Orientação para Divulgação de Informações ao Mercado, em seu pronunciamento de Orientação 3, de 26.09.2007, assevera que “caso uma divulgação involuntária sobre fato relevante não público tenha ocorrido, no Brasil ou no exterior, deve ser feita a sua divulgação imediata, homogênea e simultânea aos

Tanto a responsabilização por força da não publicação de fato relevante quanto pelo vazamento de informação sigilosa decorrem do fato de os administradores, diretores e controladores possuírem deveres fiduciários perante a sociedade.

3.2. Utilização da Informação Privilegiada

Outro elemento caracterizador do *insider trading* é a utilização dessa informação tida como privilegiada para a negociação de ações com a companhia. Nesse uso da informação privilegiada o indivíduo pode pretender a obtenção de lucro ou então a prevenção de um prejuízo, ambas as alternativas podem caracterizar o ilícito. Dessarte, não basta que administradores da companhia ou outros funcionários de confiança possuam o conhecimento de informações relevantes, é necessário que eles se aproveitem de tal conhecimento para atuar em detrimento do mercado de capitais.

Nesse ponto que está inserido o dever de sigilo; os administradores ou funcionários da companhia não podem utilizar a informação privilegiada e nem fornecer informações sigilosas a pessoas que não estejam direta e especificamente envolvidas nos fatos e negócios jurídicos relevantes da sociedade.

3.3. Acesso à Informação Privilegiada

O último elemento caracterizador é a utilização dessa informação por alguém que está inserido nos negócios da companhia, é o que denominamos de *insider*. Nesse perfil estão compreendidos os administradores, controladores, membros do Conselho Fiscal e demais pessoas que possam ter acesso a esse tipo de informação, tais como advogados, auditores, contadores, analistas, consultores e, de forma geral, parentes e amigos. Havia, até há pouco, um consenso geral no sentido de considerar a pessoa que aufera a vantagem como apenas aquele que era titular de um dever de lealdade para com a companhia emissora dos títulos. Para a responsabilização de outras pessoas, era mister demonstrar o vínculo de cumplicidade com o administrador culpado.

Atualmente, nos termos do artigo 155, §4º da Lei 6.404/1976, qualquer pessoa que detenha a informação privilegiada e a utilize pode ser responsabilizado pela violação legal. Isso porque a Lei 10.303/2001 acrescentou o §4º ao artigo 155 e ampliou o rol das pessoas órgãos reguladores, às bolsas de valores em que os valores mobiliários da Companhia sejam listados, ao mercado em geral, bem como no *website* da Companhia, nos termos da Instrução CVM 358⁷⁷. Disponível em: <www.codim.org.br>. Acesso em: 11.05.2018.

vedadas a negociar, de tal modo que qualquer um que possua acesso à informação relevante pode ser agente do *insider trading*. Destaquem-se os denominados *market insiders*, isto é, aqueles que possuam relação comercial, profissional ou de confiança com a companhia que, muitas vezes, acessam a informação privilegiada antes de sua divulgação. Incluem-se aqui os chamados *tippees*, que são pessoas que recebem “pista” da informação privilegiada.

Nos termos do §2º do artigo 155 do mesmo diploma legal:

Além do dever fundamental de evitar o vazamento a pessoas que não teriam acesso às informações relevantes, cabe ao administrador zelar para que todas as pessoas que, por dever profissional ou relação com a empresa, tenham esse acesso guardem, por sua vez, o sigilo sobre essas mesmas informações, evitando de sua parte o fenômeno do vazamento (leakage).¹³

Acerca do elemento subjetivo do ilícito, para aquele que ocupava cargo dentro da companhia presume-se de forma relativa (presunção *iuris tantum*) que teve acesso a tal informação relevante; entretanto, se o *insider* for qualquer outra pessoa (*market insiders*), deve-se comprovar o acesso à informação privilegiada. Vale ressaltar que a presunção *iuris tantum*, ou relativa, é aquela que pode ser ilidida.

É, pois, uma ilação que a lei tira de um fato certo, e que prevalece ‘enquanto não contraditada’ por outra prova. Uma vez produzida esta, fica demonstrada a desvalia daquela ou sua falta de correspondência com a realidade. (PEREIRA 2004, p. 606)

Neste sentido, acerca da dicotomia entre a posse e uso da informação relevante ainda não divulgada, cabe afirmar que o ilícito do *insider trading* depende do efetivo uso da informação privilegiada, inexistindo qualquer ilícito quando o investidor comprova que, mesmo diante da posse de referidos dados, já havia ele deliberado anteriormente a realização da operação no mercado de capitais.

13 CARVALHOSA, Modesto, *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*, 2ª ed., vol.3, São Paulo, Saraiva, 1998, p. 266.

4. *INSIDER* PRIMÁRIO E SECUNDÁRIO

Na expressão *insider* incluem-se não apenas os administradores da companhia aberta, como também as pessoas a eles subordinadas, como os empregados da companhia, e também os acionistas controladores e demais pessoas, que no exercício de atividade profissional tenham acesso e utilizem informações confidenciais da companhia. Neste sentido, estes últimos foram denominados de *temporary insider*, visto que, embora situados fora da empresa, se colocam em relação fiduciária com os acionistas e, como tal, assumem a responsabilidade pela negociação que se conclua com a indevida utilização de informações privilegiadas. Observa-se atualmente, portanto, uma tendência ao alargamento do conceito de *insider* primário. Nessa linha, foi criado o conceito de “*insider* temporário”, que englobaria aqueles que estiveram dentro da companhia, participando de suas negociações, no período em que ocorriam as deliberações acerca do fato relevante sigiloso. Os *insiders* temporários são uma categoria especial de *insider* primários, pois possuem acesso direto à informação privilegiada e possuem uma relação especial de confiança com a companhia.

No conceito de *insider trading*, seja no direito norte-americano, seja no direito brasileiro, que nele se espelha, há uma distinção entre o que podemos chamar de *insiders* primários, que são aqueles que se situariam no interior da companhia e em cuja categoria se enquadrariam os acionistas controladores, os administradores e as pessoas a eles subordinadas, e o que podemos chamar de *insiders* secundários, que abrangem os

profissionais e intermediários financeiros, como os *traders* de mercado. Conquanto localizados no lado “externo” da companhia, por força da profissão que executam, realizam estes últimos atos diretamente relacionados à companhia, tomando ciência de informações privadas da sociedade, posto que mantêm com esta relação de fidúcia. Embora em ambos os casos a responsabilidade pelo ato ilícito seja sempre de natureza subjetiva, baseada na culpa ou dolo, a presunção de culpa apenas se impõe no caso do ilícito do *insider trading* praticado por *insiders* primários, que exerçam funções no interior da companhia emitente dos valores mobiliários, não prevalecendo a inversão do ônus da prova para a responsabilização das pessoas situadas no lado externo da companhia, os também denominados *market insiders*.

Observa-se que todos aqueles que podem ser tipificados como *insiders* primários exercem cargos que lhes possibilitam o acesso irrestrito às decisões e às negociações da companhia. Por tal motivo, caso sejam investigados pela prática do ilícito em comento, deverão provar sua inocência, ou seja, o ônus da prova, nesses casos é do próprio acusado.

De acordo com a Lei das Sociedades Anônimas, quando se trata de *insider* que seja administrador da companhia, pessoa a ele subordinado ou controlador, há uma presunção relativa de culpa, devido ao cargo que ocupam no interior da sociedade, o que implica o descumprimento dos seus deveres funcionais de diligência e lealdade na sua responsabilidade. Em síntese, basta a prova do não cumprimento desses deveres legais para que fique demonstrada a culpa do agente. Fala-se nesses casos em “culpa contra a legalidade”, que se caracteriza quando o dever violado resulta de texto expresso de lei ou regulamento, criando, em desfavor do agente, uma presunção de ter agido com culpa, sem que se torne necessário prová-la (culpa *in re ipsa*). Tal presunção de culpa, entretanto, é *iuris tantum*, ou seja, pode ser vencida por prova em contrário (NETO, Martinho Garcez, 2007, p. 42-43)

Tratando-se, contudo, de *insider* de mercado, de pessoa que se encontra externa à companhia, cabe provar, para responsabilizá-lo, que ele tivera acesso à informação relevante e a utilizara com o objetivo precípuo de dela tirar vantagem indevida na compra e venda de valores mobiliários. No caso de uso impróprio de informação privilegiada por *tippee*, pelo concurso de vazamento decorrente de violação do dever de diligência que ao *insider* incumbe exercer, se pode falar em presunção de culpa *in vigilando* deste, importando na solidariedade do terceiro, mas não se trata propriamente de presunção de culpa do *insider* de

mercado. Seria o que se chama de “responsabilidade indireta” ou “responsabilidade pelo fato de outrem”, prevista no artigo 932 do Código Civil:

Art. 932. São também responsáveis pela reparação civil:

I - os pais, pelos filhos menores que estiverem sob sua autoridade e em sua companhia;

II - o tutor e o curador, pelos pupilos e curatelados, que se acharem nas mesmas condições;

III - o empregador ou comitente, por seus empregados, serviçais e prepostos, no exercício do trabalho que lhes competir, ou em razão dele;

IV - os donos de hotéis, hospedarias, casas ou estabelecimentos onde se albergue por dinheiro, mesmo para fins de educação, pelos seus hóspedes, moradores e educandos;

V - os que gratuitamente houverem participado nos produtos do crime, até a concorrente quantia.

Nessa esteira, o *insider* secundário ocorre quando um terceiro, alheio ao funcionamento interno da companhia, obtém informações de alguém que a estas possui acesso em função de sua posição na companhia e divulga tais informações, que deveriam permanecer em sigilo, para obter vantagens ilícitas.

É conhecido como *tippee*, portanto, o terceiro que negocia a informação em virtude de um nexos profissional ou pessoa que possua vínculo com alguém que esteja inteirado das decisões da companhia (informante ou *tippeer*), e tem o intento de utilizá-la para se beneficiar de maneira ilícita. Em relação ao *tippee*, algumas considerações devem ser feitas para que se determine ao certo o alcance de tal conceito, de forma que não sejam caracterizadas como criminosas determinadas situações que não devem ser punidas.

Dentre os pontos mais relevantes a serem explanados no que concerne à caracterização do *insider trading* de mercado encontram-se: (a) o ônus da prova do ato ilícito é do órgão regulador; (b) a efetiva negociação no mercado de valores deve ter ocorrido única e exclusivamente por força do conhecimento advindo da informação recebida e da consciência de que tal fato ainda não havia sido divulgado ao mercado (dolo); e (c) é necessária a confirmação de que havia um relacionamento entre aquele que concedeu a informação sigilosa (*tippeer*) e aquele que a recebeu (*tippee*).

A diferenciação entre o *insider* primário e o secundário é de suma relevância, porque no primeiro caso trata-se de agentes que possuem o dever de ética e lealdade perante a companhia e, ainda, de pessoas em condições distintas concernente à acessibilidade aos fatos

e atos da companhia, restando inviável que as duas situações recebam o mesmo tratamento jurídico (LEÃES, 1982, p. 178-180).

No que tange à configuração do delito ora analisado, vem sendo firmado o entendimento de que a existência de meros indícios não seria suficiente, cabendo à CVM, como pressuposto para a condenação, provar de modo cabal que ocorreu o acesso à informação privilegiada por parte do acusado. Nesses casos o ônus da prova é do órgão regulador pois não se pode presumir que um mero investidor tenha tido acesso a informações restritas à companhia, ao contrário de administradores, diretores, controladores e outras pessoas cujo acesso às informações seja inerente ao exercício da profissão.

A própria CVM vem decidindo pela absolvição dos indiciados quando inexistirem provas que permitam decidir pela procedência da acusação.¹⁴

Assim, quando se trata de não administradores, de *insider* de mercado ou *tippee*, tal presunção não pode merecer acolhida, cabendo à CVM provar seu acesso à informação.¹⁵ Marcelo Trindade, no que concerne ao julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM 4/2004¹⁶, enfatizou que, em se tratando de terceiro alheio aos negócios da companhia, não há lugar para presunções, sendo necessário que se prove a autoria concreta do indiciado.

Outro importante elemento acerca do *insider* secundário e que merece destaque é o dolo, sendo essencial para a sua configuração que o sujeito tenha realizado a compra de ações no mercado exclusivamente devido ao acesso ao fato que sabia ser sigiloso e que poderia influenciar de forma positiva o preço de mercado das ações.

14 No Processo Administrativo Sancionador CVM 18/2001 Marcelo Trindade decidiu nesse sentido, afirmando que “quando se trata da atuação de administradores da companhia, poder-se-ia presumir que a atuação seria irregular, bastando verificar-se a condição de administrador que tivesse conhecimento da informação.”

15 No Processo Administrativo Sancionador CVM 2003/5669, o redator afirmou que “não seria razoável imputar a alguém a posse de informação privilegiada por ser primo de um insider, especialmente quando essa relação de parentesco não é acompanhada de um contrato frequente, e quando aquele que negocia as ações é pessoa de mercado, dono de várias empresas que compram e vendem ações com razoável constância.”

16 Processo Administrativo Sancionador CVM 4/2004, j. 28.06.2006.

Além do dolo específico, o relacionamento entre quem obteve a informação e quem a forneceu também deve fazer parte da avaliação. Dessa forma, para que o investigado possa ser responsabilizado por esta prática é preciso que tenha havido o dolo do informante e do informado de atuar de maneira ilícita. Assim, tanto o *tippeer* quanto o *tippee* devem ter permutado informações tendo a ciência de que a sua substância se respaldava em uma informação que não poderia ser publicizada.

Ademais, para que o *tippee* seja caracterizado, a acusação deve provar a existência de um nexo profissional ou pessoal entre o acusado e aquele que forneceu a informação, devendo este ser uma pessoa relacionada aos negócios da companhia.

5. INTERPRETAÇÃO DO TERMO “QUALQUER PESSOA”

É no âmbito dos *insiders* secundários que reside a discussão sobre qual deveria ser a interpretação da expressão “qualquer pessoa” do §4º do artigo 155 da Lei das Sociedades Anônimas: “§ 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.”

Para alguns autores, como Nelson Eizirik e Modesto Carvalhosa, o conceito de “qualquer pessoa” merece uma interpretação restritiva:

Será considerada insider qualquer pessoa que, em decorrência do exercício de funções na sociedade ou no mercado ou mesmo por circunstâncias especiais de acesso à administração da companhia, venha a deter, antes dos demais acionistas, investidores ou agentes operadores do mercado de capitais, informações relevantes relativas aos negócios e ao estado da companhia. Há, no entanto, um limite para o termo ‘qualquer pessoa’ utilizado na norma em estudo. Com efeito, deve haver um nexos profissional entre o vazamento das informações e os terceiros, para que estes possam ser considerados tippees. Assim, apenas aqueles que em virtude do exercício de profissão tenham acesso a essas informações é que serão responsabilizáveis pelo uso dessas informações. (EIZIRIK, CARVALHOSA, 2002. pp. 322-323)

Em sentido contrário, se manifesta José Marcelo Martins Proença:

Para contestar esse entendimento basta atentar para as regras emanadas do poder normativo concedido à CVM, cujo teor já alcançara a meta perseguida pela reforma consubstanciada na Lei 10.303/2001. Com efeito, a introdução do novo parágrafo,

ao nosso ver, visou, especificamente, a vedar a ‘qualquer pessoa’, sem qualquer limitação, a utilização de informações privilegiadas no mercado de capitais, até porque a base da legislação não é mais societária, mas sim relativa a valores mobiliários. O dever de lealdade restringe-se aos administradores, mas qualquer outra pessoa sujeita-se às normas repressivas da prática de insider trading, quer as de natureza civil quer as de ordem penal. Repise-se que a questão é pública, de interesse do povo, nos termos do art. 3º, II, da CF. (PROENÇA, 2005, p. 293)

Os casos concretos de investigação e repressão pela CVM normalmente envolvem pessoas com algum nível de ligação com o emissor dos valores mobiliários, porque seria praticamente impossível identificar e provar a ilicitude na conduta de outros agentes. Por outro lado, qualquer que seja a interpretação do conceito “qualquer pessoa” adotado pela lei, é indubitável que a definição de *insider* passou a abranger as pessoas que recebem a informação por meio de relação profissional ou comercial com o emissor de valores mobiliários.

6. DEVERES DE CONDUTA

Em virtude do enorme poder que as sociedades anônimas desempenham no mundo moderno, a lei procura estabelecer parâmetros de comportamento dos seus dirigentes.

Tendo em vista os riscos que a utilização desleal de informações privilegiadas poderia trazer para os negócios mobiliários, era preciso garantir aos administradores um pouco de autonomia para uma administração eficiente da empresa e para a formação de suas políticas de investimento, mas ao mesmo tempo era fundamental criar um mecanismo para que eles fossem impedidos de tirar proveito dessa situação privilegiada. A maneira de se alcançar essa meta era através da criação de mecanismos baseados em conceitos éticos e morais, que acabaram formando o dever de lealdade e o dever de diligência.

6.1. Dever de Diligência

O dever de diligência pode ser conceituado como uma obrigação de natureza geral imposta aos administradores, sendo o cuidado que todo homem ativo e probo deveria dedicar na administração de seus empreendimentos.

Como a condução dos negócios da empresa moderna é demasiadamente complexa, o administrador da sociedade anônima deve empregar no exercício de suas funções, como

recomenda o artigo 154 da Lei das Sociedades Anônimas, o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócios. Desses princípios infere a norma que, caso seja eleito o administrador por grupo ou classe de acionistas, ele não deixa, por causa do dever de diligência, de atender aos reais interesses da companhia. Deve ele dedicar seu zelo para com a sociedade a que se encontra vinculado. Não deve, pois, ainda que para a defesa do interesse dos que o elegeram, faltar aos deveres para com a companhia.

6.2. Dever de lealdade

O dever de lealdade, por sua vez, dificulta que os administradores utilizem em seu próprio benefício, ou de terceiros, as oportunidades comerciais que lhes são propiciadas devido ao cargo que ocupam. Como fundamento legal desse dever tem-se o fato de que os administradores das companhias devem exercer suas obrigações em função delas, e não em proveito próprio, isso é devido à função social que a empresa possui.

Na falta de um elo entre os acionistas, como há a *affectio societatis* nas sociedades de pessoas, a doutrina, no que diz respeito às sociedades de capitais, encontrou o princípio fundamental da fidelidade à sociedade como um atributo necessário aos sócios. Esse princípio ético fundamenta também, em nosso direito, o comportamento do acionista no interior da sociedade.

Devido a esse dever ético, o administrador necessita traçar sua atuação dentro de princípios de lealdade para com a empresa. Embora isso esteja implícito na conduta de qualquer pessoa dentro do grupo social em que vive e atua, a lei resolveu reiterar, como regra expressa, o dever de lealdade do administrador. O artigo 155, por isso, enuncia que o administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios:

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

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

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

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

§ 1º Cumpre, ademais, ao administrador de companhia aberta, guardar sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, obtida em razão do cargo e capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários, sendo-lhe vedado valer-se da informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários.

§ 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.

Conclui-se que não deve o administrador, seja conselheiro ou diretor, valer-se de seu cargo para, desfrutando segredos dos negócios a que tem acesso em função de seu ofício, obter, para si ou para outrem, vantagens indevidas. A lei, partindo desse princípio ético, deduz vários atos que não se compatibilizam com o enunciado dever de lealdade para com a companhia. Vale salientar que os incisos do artigo 155 são apenas enumerativos e não taxativos ou exaustivos.

6.3. Dever de Informar

Logo depois da formação e aprimoramento desses conceitos éticos, a conduta dos administradores passou a ser ainda mais complexa, o que gerou a criação do dever de informar. Esse dever possui como fundamento o fato de que a igualdade de informações é essencial para que os negócios possam ser realizados. A finalidade era impor esse dever de informar de modo que apenas após a completa divulgação de informações relevantes sobre a empresa poderia ocorrer a transação com os valores mobiliários. Mas seria necessário um julgamento cuidadoso acerca do momento apropriado para tornar a informação relevante pública, para que os objetivos da sociedade não fossem colocados em risco.

Conforme preleciona Eduardo Soares Carmo:

O dever de informar, ou *disclosure*, existe para afirmar a igualdade do direito de todos e quaisquer acionistas e de todos os investidores no mercado de ações. Todos possuem o direito às informações concernentes às deliberações sociais ou fatos relevantes capazes de alterar o valor de ações, e delas usar, lucrando ou prevenindo perdas. (CARMO, 1988, p. 137-138)

O dever de informar, é, então, o dever de revelar certas situações e negócios em que a companhia e os administradores estiverem empenhados, e que podem influir no mercado, no

que toca aos valores mobiliários por ela emitidos. É um conjunto de disposições que objetivam preservar a lisura e higidez do mercado de capitais, diz respeito a qualquer informação que possa influenciar na cotação dos valores mobiliários emitidos pela companhia que sejam objeto de operações do mercado.

O fornecimento de informações sobre as empresas que possuem ações distribuídas ou negociadas no mercado de capitais, proporciona aos investidores uma base que lhes permite fazer um julgamento racional dos méritos comparativos dessas empresas, sob a ótica dos investimentos.

Ainda a respeito do tema da *disclosure*, leia-se um fragmento do artigo do Professor Robert H. Mundheim transcrito por Rubens Requião:

Esse processo desempenha também um papel significativo na realização do objetivo legal de proteção aos investidores. Se o investidor estiver plenamente informado a respeito de determinada transação poderá tomar medidas para se proteger contra fraudes ou operações demasiadamente arrojadas. (MUNDHEIM, 1975 p. 214.)

O fornecimento de plenas informações sobre uma determinada empresa apresenta consequências importantes sobre a conduta de seus dirigentes.

Permite a lei, porém, que os administradores se recusem a prestar a informação, ou deixem de divulgá-la quanto aos atos ou fatos relevantes ocorridos nas atividades da companhia, desde que entendam que sua revelação colocará em risco interesse legítimo da companhia. Essa faculdade, entretanto, não é discricionária, pois cabe à Comissão de Valores Mobiliários, a pedido dos administradores, de qualquer acionista, ou por iniciativa própria, decidir sobre a prestação de informação e responsabilizar os administradores, se esse for o caso.

6.4. Dever de sigilo

A obrigação de serem realizados comunicados públicos retificativos, antes do lançamento da operação, no caso de o mercado dos títulos em questão ser agitado por rumores incontrolláveis, é prevista na Alemanha e na Bélgica. Na regulação espanhola e argentina, o dever de segredo é expressamente vinculado ao problema do *insider trading*.

O dever geral de sigilo imposto a todos que participam de negociações visando a uma oferta pública de aquisição de títulos, está sempre relacionado à proibição do aproveitamento de informações reservadas. A divulgação de informações ao mercado se impõe, mesmo antes

de lançada uma oferta pública, quando a cotação dos títulos é perturbada por rumores incontroláveis que denotem o risco de vazamento de informações.

Como observava, então, o Professor Fábio Konder Comparato:

Prevalecendo-se o conhecimento de fatos reservados sobre mutações essenciais na vida da empresa que dirigia, aquele administrador pôde lograr em poucos dias um ganho patrimonial considerável, pois interveio no mercado em condições de absoluta superioridade em relação ao público em geral, que não tinha acesso a tais informações. Jogou com ‘cartas marcadas’ (COMPARATO, 1971, p. 41).

Deve o administrador tomar o cuidado devido, como diz a lei, de modo que não ocorra nenhum rompimento do segredo da sociedade através de subordinados ou terceiros de sua confiança. Entre “terceiros de sua confiança” podem ser inclusos, além dos amigos íntimos e sócios em outros negócios, os seus familiares.

O artigo 155 da lei 6404 relaciona o ilícito de *insider trading* com o dever de lealdade, mas vale ressaltar que a disciplina do *insider trading* em muito se aproxima do dever de informação (*duty of disclosure*), já que o *duty of loyalty* restringe-se à relação entre o administrador e a sociedade, tutelando exclusivamente esta, enquanto o dever de informar e o regramento da utilização de informações privilegiadas objetivam tutelar o mercado de capitais e todo o conjunto de investidores, como denota o §3º do artigo 155.

Anteriormente, quando foram analisados os requisitos necessários para a caracterização do *insider trading*, foi falado que o uso da informação privilegiada para a negociação com as ações da companhia caracterizava a conduta ilícita. Isso porque os administradores da companhia ou outros funcionários de confiança não podem se aproveitar do acesso que possuem à essas informações, pois há a necessidade imperiosa de ser respeitado o dever de sigilo, logo, não podem eles se aproveitar de tal conhecimento para agir em detrimento do mercado de capitais.

Há, então, uma relação entre o dever de informação e o dever de sigilo. Se o administrador estiver na posse de informação relevante sua obrigação fundamental é revelá-la ao público, em obediência ao princípio fundamental do *disclosure*. É possível que tal informação possa colocar em risco interesse legítimo da companhia, de acordo com o §5º do art. 157 da lei das Sociedades Anônimas. Nesse caso, porém, enquanto não for publicamente divulgada, o *insider* estará proibido de utilizá-la em proveito próprio, comprando ou vendendo valores mobiliários da companhia, tampouco recomendando a terceiros que o façam. Essa vedação deixa de vigorar tão logo a companhia divulgue o fato relevante ao

mercado, salvo se a negociação com as ações puder interferir nas condições dos referidos negócios, em prejuízo dos acionistas da companhia, ou dela própria.

Como já visto, o artigo 155 da Lei das Sociedades Anônimas consagra o princípio de que o administrador deve servir com lealdade à companhia, trazendo, portanto, para o nosso sistema legal o *standard of loyalty* do direito societário norte-americano, que se baseia no caráter fiduciário das funções do administrador. Assim, o administrador deve, em princípio, buscar o interesse da companhia e não seus interesses privados.

O §1º do referido artigo 155 deve ser interpretado de forma conjunta com o disposto no §4º do artigo 157 da mesma lei, que consagra o dever de informar, também inspirado em *standard* do direito norte-americano, devendo ser relacionado à proibição de utilizar o administrador informações da companhia em proveito próprio. O artigo 157 em seu caput e em seu §1º constituem típico exemplo de norma preventiva do *insider trading*, ao obrigar o administrador a revelar a sua situação com relação à titularidade de valores mobiliários da companhia. Da leitura conjunta dos dois dispositivos, resulta claro que a lei seguiu também o padrão normativo do direito norte-americano, referente ao dever do *insider* de divulgar ou abster-se de utilizar a informação em proveito próprio (*disclose or refrain from trading*).

7. RESPONSABILIDADE CIVIL E ADMINISTRATIVA DO *INSIDER*

Importa analisarmos, agora, a questão da responsabilidade civil e administrativa do *insider*. Ambas estão informadas pelos mesmos princípios básicos, ainda que algumas pequenas diferenças possam ser apontadas.

Em primeiro lugar, conforme antes referido, cabe lembrar que a responsabilidade na esfera civil existe apenas para os *insiders* que efetivamente estão dentro da companhia, como os administradores, diretores, acionistas controladores e empregados da empresa, pois somente a eles a Lei das Sociedades Anônimas atribui o dever de informar. Com relação à responsabilidade no âmbito administrativo, que poderá resultar em penalidades aplicadas pela CVM, os princípios são fundamentalmente os mesmos para as duas espécies de *insiders*: os que estão inseridos e os que estão fora da empresa.

Em relação à natureza da responsabilidade dos *insiders*, há alguma discussão se seria uma responsabilidade subjetiva, baseada na culpa ou no dolo, ou objetiva, baseada apenas no risco criado, independente de considerações sobre a intenção do *insider*.

Na responsabilidade subjetiva, há quatro elementos essenciais, sendo eles: a existência de um dano; a existência de uma conduta antijurídica; existência de dolo ou culpa (negligência, imprudência ou imperícia) por parte do agente e o nexo de causalidade entre o dano e a conduta antijurídica.

Já na responsabilidade objetiva, não há a necessidade de se perquirir se houve dolo ou culpa do agente. Assim, havendo dano, causado por uma conduta antijurídica, estando presente o nexo de causalidade entre os dois elementos acima, o agente irá responder, independentemente de ter agido dolosa ou culposamente.

O elemento fundamental na análise da responsabilidade civil do *insider* não é, porém, a natureza de sua responsabilidade, mas sim o nexo causal entre a sua conduta ilícita e o dano causado aos investidores. Tratando-se de operação realizada no mercado, que se caracteriza por ser absolutamente impessoal, não é necessário que o prejudicado prove que comprou ou vendeu do *insider*. Exigir tal relação direta seria condenar o combate ao *insider trading* ao insucesso, uma vez que, dadas as características do mercado de capitais, muitas vezes é impossível correlacionar as partes contratantes. Não interessa, assim, saber de quem o *insider* comprou ou vendeu. O nexo de causalidade deve ser inferido mediante a prova de que as informações omitidas eram relevantes e privilegiadas.

Com efeito, conforme foi observado, não é necessário estabelecer qualquer relação contratual direta entre os *insider* e os prejudicados, uma vez que seria de difícil determinação a identificação dos compradores que transacionaram diretamente com o *insider* na Bolsa ou no Mercado de Balcão.

Assim, todos aqueles que sofreram prejuízo no período em que o *insider*, na posse da informação privilegiada, estava negociando no mercado, podem mover-lhe uma ação de responsabilidade civil pelos danos.

Desse modo, a responsabilidade civil puramente objetiva do *insider* seria excessiva. Na realidade há uma presunção de sua culpa, admitindo-se, porém, prova em contrário. Tal presunção de culpa, que aproxima-se bastante da noção de responsabilidade objetiva, ocorre tanto na esfera cível como na esfera administrativa.

Sendo assim, o autor da ação de perdas e danos, ou a CVM, em seu Inquérito Administrativo, deve provar apenas que houve o dano e que ele foi causado pela conduta ilegal do *insider*, ao utilizar informação de companhia em proveito próprio. Tratando-se o *insider* de administrador ou controlador da companhia, há uma presunção relativa de que, devido ao seu cargo, ele tivera acesso à informação relevante. Tratando-se, porém, de *insider* de mercado, cabe ao autor da ação ou à CVM provar que ele tivera acesso à informação relevante.

O *insider* pode defender-se, necessitando provar que não havia tido acesso à informação relevante, ou que não houve prejuízo real para os que compraram ou venderam no período, ou ainda que suas negociações no período foram realizadas sem o objetivo de obter lucros ou evitar prejuízos, desde que prove, por exemplo, que tinha necessidade urgente de desfazer-se das ações para atender compromissos financeiros.

A noção de presunção da culpa do *insider* é fundamental, uma vez que há uma inversão do ônus da prova. É ao *insider*, com efeito, que incumbe provar a ausência de sua responsabilidade civil ou administrativa.

8. FUNDAMENTOS PARA A REPRESSÃO DO *INSIDER TRADING*

Há aqueles que defendem a legalização do *insider trading* sob o argumento de que: (i) os *insiders* proporcionam informações relevantes ao mercado; assim, o uso de informação privilegiada permitiria que os preços das ações se ajustassem rapidamente ao seu valor real, ao mesmo tempo em que reduzem as flutuações das cotações; (ii) ao operarem no mercado, os *insiders* incrementam os lucros aos acionistas, conseguindo que os preços dos mercados amoldem-se aos preços reais; e (iii) investidores com poucas informações negociariam seus papéis ainda que exista a abstenção do *insider* na utilização da informação privilegiada (GRANDIS, 2011, p. 153 e 154).

Entretanto, esses argumentos não merecem prosperar, já que o *insider trading* não proporciona a alocação eficiente dos recursos na economia e a companhia na verdade é prejudicada, pois seus administradores lucram de forma secreta em detrimento dos acionistas. Ademais, o mercado não conhece as razões que levam o *insider* a negociar, ele não sabe previamente se o *insider* está ou não utilizando informações privilegiadas.

A repressão ao *insider trading*, portanto, quando realizada de forma coerente, possui fundamentos de ordem ética e de ordem econômica. As razões econômicas estão vinculadas ao conceito de eficiência na determinação da cotação dos valores mobiliários negociados no mercado de capitais. Assim, considera-se eficiente o mercado que reflete as informações concernentes à companhia e os títulos por ela negociados no preço dos valores mobiliários. Já o fundamento de ordem ética se origina no princípio da igualdade de acesso às

informações, pois seria eticamente condenável a realização de lucros em função do acesso e utilização de informações privilegiadas.

Em relação aos fundamentos de ordem econômica, tem-se que o mercado de capitais apenas é eficiente quando a cotação dos valores mobiliários sofre reflexos instantâneos que advêm das informações que estão disponíveis acerca das companhias emissoras. Dessa forma, todos os efetivos formadores de preço do mercado deveriam possuir acesso a todas as informações relevantes de forma ampla e ao mesmo tempo, fato esse que é desequilibrado pela prática do *insider trading*, que causa a assimetria de informações.

Dentre as danosas consequências que a assimetria de informações acarreta ao mercado de capitais está a seleção adversa, que se caracteriza quando um vendedor sabe mais sobre os atributos de um bem que está sendo vendido do que o próprio comprador. Quando ocorre o *insider trading*, o comprador ou vendedor dos valores mobiliários que desconhece as informações relevantes a serem futuramente divulgadas corre o risco de negociar tais títulos a um preço distinto da realidade. Ou seja, a seleção dos bens vendidos pode ser adversa do ponto de vista do comprador desinformado.

A assimetria de informação faz com que o mercado, naturalmente, pague menos pelos bens, pois já há uma presunção de que a falta de ética dos revendedores esconda fatores que causam uma diminuição no valor desses produtos. Diante de tamanhas incertezas, quando os mercados estão sujeitos à seleção adversa, pode a “mão invisível” do mercado não funcionar.

Há grande dificuldade em se saber quais são as companhias de boa ou má qualidade, então a tendência é a de que o mercado as precifique em uma média. Essa média, em um cenário de uso indiscriminado de informações privilegiadas, tende a ser mais baixa do que a dos mercados eficientes, fazendo com que o capital escoe para os mercados mais equitativos ou migre para outras modalidades de investimento “mais seguras”, tornando a captação de recursos mais cara e o mercado mais volátil e propenso a oscilações. Essa situação, em um estágio bem avançado de uso de informações privilegiadas, sem a devida repressão, poderia levar ao desaparecimento do mercado de valores mobiliários.

Com efeito, como haveria um grande risco de os títulos das companhias boas serem precificados pelo seu valor intrínseco correto, poderia haver um desestímulo a que as empresas busquem capitalização via mercado acionário. Optariam, talvez, por outros meios de captação de recursos; conseqüentemente, o mercado se enfraqueceria, pela saída das boas

companhias, e diminuiria de tamanho, tornando o custo do capital mais alto, até um estágio em que o mercado se tornaria inviável e as companhias perderiam uma importante fonte de financiamento de suas atividades.

Dessa forma, a fim de evitar que as imperfeições do mercado possam trazer consequências desastrosas para a economia, faz-se lógica a intervenção estatal, tanto de forma preventiva quanto repressiva. Neste sentido, o ordenamento jurídico deve fornecer incentivos aos agentes econômicos que possuem informações relevantes anteriormente à divulgação ao mercado para que não as utilizem. Devendo-se reprimir em todas as esferas, inclusive a penal, aqueles que das informações relevantes lançam mão para obter vantagens econômicas ilícitas, além de dever induzir a ampla transparência e circulação das informações relevantes.

Tal tutela jurídica faz-se, portanto, necessária para, com o intento de fazer com que o mercado de capitais se revista de credibilidade que necessita para cumprir sua função econômica, sejam proporcionadas aos investidores iguais oportunidades de conhecimento dos fatores que influenciam na formação da cotação dos valores mobiliários.

Dentre as normas preventivas para o combate do *insider trading*, destacam-se as regras atinentes à ampla divulgação das informações, capazes de assegurar a necessária visibilidade às operações do mercado acionário, assim como aquelas normas que impõem a prestação de informações contínuas sobre as ações negociadas pelos potenciais *insiders*. Já as normas repressivas proíbem a realização do ilícito, cominando aos infratores determinadas sanções cíveis, administrativas e criminais.

No Brasil especificamente, a política de prevenção e de combate ao *insider trading* baseia-se em grande parte no papel de órgão regulador exercido pela CVM, que se apresenta, outrossim, como expressão de um direito das contra-ordenações, caracterizado pelas suas prerrogativas de investigar e julgar os responsáveis, aplicando multas administrativas e penas acessórias, além da celebração de termo de compromisso, que possibilita a suspensão do procedimento administrativo, desde que o acusado interrompa as práticas do ato ilícito e indenize os prejudicados, fazendo, assim, com que o infrator se empenhe nesse sentido para evitar a punição.

9. ASPECTOS PENAIS DA CRIMINALIZAÇÃO DA PRÁTICA DE *INSIDER TRADING*

A Lei nº 10.303/2001 alterou e acrescentou dispositivos na Lei nº 6.404/76 e na Lei nº 6.385/76, acrescentando a esta última a tipificação de algumas condutas criminais, entre elas a do *insider trading* que foi tipificado no art. 27-D, que teve sua redação alterada pela Lei nº 13.506 de 2017:

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.

Exercício Irregular de Cargo, Profissão, Atividade ou Função

§ 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.

Foi, então, tipificado o crime de uso indevido de informação privilegiada, a figura típica que criminaliza o *insider trading* no Brasil. Dessa forma, busca-se, através dos itens a seguir, analisar os elementos do crime.

9.1. Sujeitos Ativos e Passivos:

A análise do quadro normativo não penal que permeia o mercado de capitais revela a vedação a que os assim chamados *insiders* utilizem informações privilegiadas relacionadas à vida da companhia visando a obtenção de um benefício para si ou para outrem. Nesse contexto, parece não restar dúvidas de que, em face dos postulados da confiança e da lealdade, bem como diante do dever de transparência e de informação plena no mercado de capitais, as pessoas vinculadas à companhia em virtude do desempenho de suas funções, são inegavelmente *insiders*, ou *corporate insiders*.

Dentro dessa categoria de *corporate insider*, como já mencionado, encontram-se: (i) os administradores, ou seja, conselheiros e diretores da companhia, na forma do artigo 145 da Lei nº 6.404/76; (ii) os membros de quaisquer órgãos, criados pelo estatuto da companhia, com funções técnicas ou destinadas a aconselhar os administradores, nos termos do artigo 160 da Lei nº 6.404/76; (iii) os membros do conselho fiscal, a teor do que dispõe o artigo 165 da Lei nº 6.404/76; (iv) os subordinados ou terceiros de confiança das pessoas supramencionadas, segundo o artigo 155 da Lei nº 6.404/76; e (v) os controladores acionistas, diretos e indiretos, consoante dispõem os artigos 22, inciso V, da Lei nº 6.385/76 e 13 da Instrução CVM 358/2002.

Depreende-se, assim, que a vedação ao *insider trading* compreende também as pessoas que possuem, devido às suas funções ou atividades profissionais, acesso a informações sigilosas capazes de influenciar, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia.

No que tange à perspectiva penal, entretanto, o sujeito ativo do crime de *insider é* diverso. De acordo com o art. 27-D da Lei 6.385/76, que criminalizou a conduta de *insider trading*, apenas as pessoas que possuam o dever de manter sigilo sobre a informação relevante poderão figurar como sujeitos ativos do delito.

Pode-se concluir, então, que trata-se de um crime próprio ou especial, já que pressupõe no agente uma particular qualidade ou condição pessoal.

De acordo com Cezar Roberto Bitencourt (BITENCOURT, 2009. p. 225), o crime próprio ou especial pode ser definido como um crime que exija alguma condição pessoal do agente. Essa condição pode ser jurídica, profissional ou social, natural, por parentesco etc. Além disso, nos crimes próprios o sujeito ativo pode determinar a outrem a sua execução (autor), embora possam ser cometidos apenas por um número limitado de pessoas. Essa seria

a diferença para os crimes de mão própria, em que, embora possam ser praticados por qualquer pessoa, ninguém os comete por intermédio de outrem.

Essa especial condição pessoal do crime de *insider trading* deve ser extraída do artigo 155, §1º, da Lei nº 6.404/76 e do artigo 8º da Instrução CVM 358/2002. De acordo com o artigo 155, §1º supracitado, é imposto ao administrador o dever específico de guardar sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, obtida em razão do cargo e capaz de influenciar de forma ponderável na cotação de valores mobiliários. Já o artigo 8º da Instrução CVM 358/2002, diz que o dever de sigilo das informações relativas a ato ou fato relevante alcança os 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 na companhia.

Essas pessoas, juntamente com os profissionais que são obrigados a guardar sigilo em razão da natureza dos serviços prestados à companhia, como os advogados, contadores e auditores, reúnem a condição especial para figurarem como potenciais autores do crime de uso de informação privilegiada.

Note-se que o §2º do artigo 155 da Lei nº 6.404/76 também prescreve a obrigação de as pessoas supramencionadas zelarem para que subordinados e terceiros de sua confiança não violem o sigilo das informações consideradas privilegiadas, fato que poderá dar ensejo à responsabilização penal por omissão, na forma do art. 13, §2º do Código Penal.

Aqui vale diferenciar o crime omissivo do comissivo. De acordo com Cezar Roberto Bitencourt:

O crime comissivo consiste na realização de uma ação positiva visando um resultado tipicamente ilícito, ou seja, no fazer o que a lei proíbe. Já o crime omissivo próprio consiste no fato de o agente deixar de realizar determinada conduta, tendo a obrigação jurídica de fazê-lo; configura-se com a simples abstenção da conduta devida, quando podia e devia realizá-la, independentemente do resultado. A inatividade constitui, em si mesma, crime. No crime omissivo impróprio ou comissivo por omissão, a omissão é meio através do qual o agente produz um resultado. Nestes crimes, o agente responde não pela omissão simplesmente, mas pelo resultado decorrente desta, a que estava, juridicamente, obrigado a impedir. (BITENCOURT, 2009, p. 223)

Trata-se, dessa forma, de crime próprio, já que a legislação limitou expressamente, como visto, a criminalização da conduta àqueles que possuem a obrigação de manter sigilo sobre a informação privilegiada.

Há aqueles que defendem que, em que pese a exigência legal no sentido de que o sujeito ativo deve guardar sigilo sobre a informação privilegiada, essa obrigação se transformou em um dever para qualquer pessoa que tenha tido acesso a informação tida como privilegiada por força do disposto no §4º do artigo 155 da Lei nº 6.404.

Contudo, esse §4º da Lei das Sociedades Anônimas, que foi incluso pela Lei nº 10.303/2001, não estendeu a toda e qualquer pessoa o dever de manter sigilo sobre eventual informação privilegiada a qual tenha conseguido acesso, mas sim teve como objetivo apenas ampliar o rol das pessoas a quem é vedado, na seara societária e administrativa, utilizar a informação relevante ainda não divulgada com a finalidade de auferir vantagem.

Desse modo, de acordo com o princípio da reserva legal, segundo o qual nenhum fato pode ser considerado crime e nenhuma pena criminal pode ser aplicada sem que antes da ocorrência desse fato exista lei definindo-o como crime, o crime definido no artigo 27-D só pode ter sua autoria atribuída àquele que tiver a obrigação de demonstrar o dever de lealdade para com a companhia.

Acerca dessa exigência da lei de que o agente não só seja detentor da informação privilegiada, como, ao mesmo tempo, possua a obrigação legal de manter sigilo, entende-se que a lei, ao que parece, não foi de todo foi acertada. Isso porque foi restringida a responsabilização penal aos sujeitos ativos que se enquadram no elenco dos *insiders* primários. Quanto às pessoas que são estranhas ao quadro social, apenas seriam processados se, em razão do ofício ou profissão, tivessem a obrigação legal de guardar segredo.

Todos os demais participantes do mercado que, de algum modo, obtenham informação privilegiada da empresa, e outros eventuais detentores da informação que não possuam a obrigação de guardar sigilo, não praticariam a conduta típica. Isso poderia ser corrigido se o legislador utilizasse a conjunção alternativa: “de que tenha conhecimento ou da qual deva manter sigilo”.

Em relação ao sujeito passivo, há entendimento consolidado no sentido de considerá-lo como a coletividade, representada pela sociedade e pelo Estado, já que há o interesse supra-individual.

9.2. Tipicidade objetiva e subjetiva:

As infrações penais podem ser classificadas em materiais, formais ou de mera conduta. O crime material ou de resultado é a conduta cujo resultado integra o próprio tipo penal, ou seja, para a sua consumação é indispensável a produção de um dano efetivo. A não ocorrência do resultado, nesse caso, caracteriza a tentativa.

O crime formal, por sua vez, descreve também um resultado, mas este não precisa ocorrer para a consumação do ilícito. Basta a ação do agente e a vontade de concretizá-lo.

Já o crime de mera conduta é descrito pelo legislador como sendo apenas o comportamento do agente, sem se preocupar com o resultado, já que a lei penal se satisfaz com a simples atividade do agente.

Quanto a classificação do crime de uso indevido de informação privilegiada, a tipicidade objetiva consiste em utilizar informação relevante, que seja desconhecida do mercado de capitais, capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida na negociação de ações, em nome próprio ou de terceiro. Seria, então, crime formal já que o resultado “vantagem indevida” não é indispensável para sua consumação, bastando que o sujeito ativo pratique a conduta de utilizar a informação obtida.

As infrações penais também podem ser classificadas como de dano ou de perigo. O crime de dano é aquele que se consuma através da superveniência da lesão efetiva do bem jurídico. Já o crime de perigo é aquele para cuja consumação é necessária a simples criação do perigo para o bem jurídico protegido, sem produzir dano efetivo. O perigo, nesses crimes, pode ser concreto ou abstrato. Concreto é aquele que precisa ser comprovado, ou seja, deve ser demonstrada a situação de risco corrida pelo bem jurídico protegido. O perigo abstrato é presumido, ele não precisa ser provado já que a lei contenta-se com a simples prática da ação que pressupõe perigosa. O perigo concreto se caracteriza, então, pela ausência casual do resultado.

Isto posto, afigura-se o *insider trading* como delito de perigo, porque basta a utilização de informação relevante, que possa, em tese, comprometer a competitividade do mercado. O perigo, nesse caso, deve dizer-se concreto, pois obriga o juiz à verificação da sua ocorrência em uma determinada negociação com valores mobiliários.

Com base nessas premissas, a lei penal em questão determina que para a consumação do crime, a informação relevante utilizada tem que ser capaz de propiciar, para si ou para

outrem, vantagem indevida. Dessa forma, a exigência da capacidade da informação em gerar alguma vantagem indevida configura o próprio perigo concreto que é exigido pela norma.

Por fim, quanto ao elemento volitivo classificador da infração penal, os crimes podem ser dolosos, culposos ou preterdolosos. Diz-se o crime culposo quando o agente der causa ao resultado por imprudência, negligência ou imperícia, conforme artigo 18 do Código Penal. Preterdoloso ou preterintencional é o crime cujo resultado total é mais grave do que o pretendido pelo agente, em que há uma conjugação do dolo no antecedente e culpa no subsequente. O crime será doloso quando o agente quis o resultado ou assumiu o risco de produzi-lo.

Feitas essas considerações, conclui-se que o tipo subjetivo do uso de informações privilegiadas está representado pelo dolo, com especial fim de agir para propiciar vantagem ilícita, inexistindo forma culposa.

9.3. A consumação e a tentativa:

Para aqueles autores que acreditam se tratar de um crime material, a consumação do delito se dá com a obtenção da vantagem indevida para si ou para outrem após a negociação de valores mobiliários com informação relevante e sigilosa.

Dessa forma, admite a tentativa na hipótese em que o agente, ao estar de posse da informação relevante e sigilosa, age com o dolo específico de obter a vantagem indevida para si ou para outrem e não a obtém por circunstâncias alheias à sua vontade. Nesse caso, restaria configurado a tentativa do crime de uso de informação privilegiada.

A hipótese de tentativa também pode ser admitida para aqueles que acreditam ser um crime formal, pois este só se consuma com o uso da informação privilegiada através da efetiva negociação dos valores mobiliários. Admissível a tentativa nessa hipótese, já que a negociação dos valores mobiliários pode ser frustrada por alguma circunstância alheia à vontade do agente.

9.4. Pena e Ação Penal:

A inovação legislativa reside na previsão de pena de multa, em montante apurável no caso concreto, de até três vezes o valor da vantagem ilícita auferida. Tem-se que o legislador, ao estabelecer os patamares da pena, considerou a lesão patrimonial que poderia ser causada pelo sujeito ativo, já que estabeleceu a pena de multa variável de acordo com hipotética

vantagem indevida, o que implica em considerar o resultado efetivamente produzido para efeito da aplicação da sanção pecuniária.

Insta salientar que, em função da pena mínima não ultrapassar 1 (um) ano de reclusão, é possível a aplicação da suspensão condicional do processo, nos moldes do artigo 89 da Lei nº 9.099/95.

Além disso, em relação à ação penal, já que há ausência de determinação legal em sentido contrário, é pública e incondicionada, consonante determinação do artigo 100 do Código Penal. Dessa forma, o Ministério Público está obrigado a oferecer a denúncia em face do sujeito ativo caso tenha ciência de fatos revestidos de indícios mínimos de autoria e de materialidade da figura criminosa.

9.5. Bem jurídico tutelado:

O Direito Penal atua como modalidade de controle social e por esse motivo é possível agregar à função de controle social a proteção de bens jurídicos. Dessa forma, preconiza Claus Roxin (ROXIN, 2006. p. 18-19) que podemos compreender os bens jurídicos “como circunstâncias reais dadas ou finalidades necessárias para uma vida segura e livre, que garanta a todos os direitos humanos e civis de cada um na sociedade ou para o funcionamento de um sistema estatal que se baseia nestes objetivos”.

A proteção de bem jurídico, como fundamento de um Direito Penal liberal, oferece um critério material extremamente importante e seguro na construção dos tipos penais, porque, dessa forma, será possível diferenciar o delito das simples atitudes interiores dos fatos materiais não lesivos de bem algum. (BITENCOURT, 2009. p. 277.)

No caso em exame, não se pode afirmar que o tipo penal delineado no artigo 27-D da Lei nº 6.385/76 tutela de maneira exclusiva um único bem jurídico. Através dos estudos realizados, constata-se que o delito de *insider trading* encontra-se dentre aqueles que protegem mais de uma espécie de bem jurídico, trata-se de típico delito pluriofensivo, um delito cujo bem jurídico perfaz-se em realidade heterogênea.

Com a incriminação do *insider trading*, a lei busca tutelar, *a priori*, a ordem econômica, em seus fundamentos da livre concorrência e da defesa do consumidor; e, em especial, o mercado de valores mobiliários, assegurando a sua competitividade, confiabilidade e regular operação, pela prevenção contra manipulações financeiras e garantia

do acesso equitativo à informação relevante, de modo a propiciar aos investidores a adoção de decisões. Trata-se de norma penal em branco imprópria, já que para saber o conceito de informação relevante é necessário recorrer à legislação extra-penal.

A ideia de que o bem jurídico tutelado nos crimes contra o mercado de capitais seria o patrimônio dos investidores se origina dos estados Unidos da América. Nesse país, as regras são no sentido de proteger o patrimônio dos investidores frente a quebra de um dever fiduciário dos administradores das companhias. A proteção dos investidores no mercado de capitais seria então o principal propósito na criminalização do *insider trading*.

Devido ao fato de o mercado de capitais ter como característica das suas negociações a impessoalidade e o anonimato entre as partes, há uma dificuldade de individualizar os prejuízos causados a cada investidor pelo uso de informações privilegiadas.

Além disso, busca-se proteger a igualdade de acesso às informações sobre os valores mobiliários que são transacionados no mercado de capitais, de forma que seja assegurada uma justa igualdade na oportunidade de participação nessa seara. A *ratio* do bem jurídico é a concorrência leal nos mercados de valores mobiliários e proteção da função pública da informação enquanto critério justo de distribuição de risco do negócio.

De forma reflexa, protege-se também os interesses das sociedades emissoras de títulos mobiliários, devido ao dever de lealdade que vincula o *insider* à companhia emissora e o bom funcionamento do mercado de valores no que tange à confiança dos investidores.

Dessa maneira, a norma penal delineada no artigo 27-D da Lei de Mercado de Capitais ostenta como bem jurídico, em termos amplos, a estabilidade do mercado de capitais e, de forma mais específica, o processo de *disclosure*, da ampla e completa divulgação de informações como elemento essencial de proteção aos investidores.

9.6. Competência para o processo e julgamento:

Quando a Lei nº 10.303/2001 introduziu no ordenamento brasileiro o crime de uso indevido de informação privilegiada, parte da doutrina proclamou a competência da Justiça Estadual para o seu processo e julgamento. O argumento central era o de que o artigo 109, VI da Carta Magna autorizaria o processamento de feitos que versam o sistema financeiro e a ordem econômico-financeira apenas nos casos determinados por lei e, na espécie, mantendo-

se omissis o legislador ordinário ao delinear o crime de *insider trading*, não haveria como atrair a competência da Justiça Federal. (DE SANCTIS, 2003, p. 119)

Entretanto, a norma estampada no artigo 109, VI da Constituição da República não esgota a disciplina quanto à competência da Justiça Federal relativamente aos crimes contra o sistema financeiro nacional e a ordem econômico-financeira. Basta a análise do inciso IV do mesmo artigo 109 para deduzir que toda e qualquer infração penal será submetida à competência da Justiça Federal quando for praticada em detrimento de bens, serviços ou interesse da União ou de suas entidades autárquicas ou empresas públicas, ressalvada a competência da Justiça Militar e da Justiça Eleitoral.

O entendimento majoritário é o de que o sistema financeiro nacional constitui bem, serviço e interesse da União razão pela qual a própria lei previu que o julgamento dessas infrações penais caberá à Justiça Federal, mediante a iniciativa do Ministério Público Federal, conforme o artigo 26 da Lei nº 7.492/86:

Art. 26. A ação penal, nos crimes previstos nesta lei, será promovida pelo Ministério Público Federal, perante a Justiça Federal.

Parágrafo único. Sem prejuízo do disposto no art. 268 do Código de Processo Penal, aprovado pelo [Decreto-lei nº 3.689, de 3 de outubro de 1941](#), será admitida a assistência da Comissão de Valores Mobiliários - CVM, quando o crime tiver sido praticado no âmbito de atividade sujeita à disciplina e à fiscalização dessa Autarquia, e do Banco Central do Brasil quando, fora daquela hipótese, houver sido cometido na órbita de atividade sujeita à sua disciplina e fiscalização.

Nesse diapasão, ainda que não apresentem disposição infraconstitucional de forma expressa quanto à competência federal, os crimes perpetrados contra o sistema financeiro nacional e contra a ordem econômico-financeira se submeterão ao âmbito de atuação da Justiça Federal, sempre que levados a efeito em detrimento de bens, serviços ou interesse da União.

Vale dizer que interpretar o artigo 109, VI da Constituição Federal de modo a excluir da apreciação da Justiça Federal crimes contra o sistema financeiro seria interpretar a Constituição de forma exclusivamente gramatical, e, portanto, limitada, o que estaria em desconformidade com a interpretação sistemática e teleológica dos demais dispositivos que versam sobre a competência da Justiça Federal.

Assim, pode-se concluir que o fundamento da competência da Justiça Federal para processar o crime do artigo 27-D da Lei nº 6.385/76 não reside exclusivamente no artigo 109, VI da Constituição da República, mas no inciso IV do mesmo dispositivo

constitucional, com base na violação direta e frontal, pela prática do crime *de insider trading*, dos serviços de fiscalização e do notório interesse da Comissão de Valores Mobiliários na preservação de um eficiente e hígido mercado de capitais.

Há aqueles que negam a competência da Justiça Federal para o julgamento dos crimes contra o mercado de capitais com base no entendimento de que o Estado é o único prejudicado pelo uso indevido de informações privilegiadas. Todavia, os interesses prejudicados pelo uso indevido de informações privilegiadas são múltiplos, como já analisado anteriormente.

Haja visto o interesse da CVM em assegurar o acesso isonômico do público a informações acerca de valores mobiliários negociados, manifesto está seu interesse na adequada repressão ao uso indevido de informações privilegiadas. Isso porque a lesividade do *insider* não se restringe à ofensa apenas aos acionistas, administradores ou investidores da companhia envolvidos. O ilícito alcança também a confiança e lisura das operações realizadas no bojo do mercado de capitais.

Em suma, os delitos em face do mercado de capitais, em especial o crime *de insider trading*, afrontam diretamente os serviços de fiscalização e de regulamentação da Comissão de Valores Mobiliários, de modo a ensejar a incidência da regra de competência da Justiça Federal.

10. ESTUDO DO CASO SADIA PERDIGÃO:

Feito esse estudo sobre o que consiste o crime de *insider trading*, e a análise dos seus requisitos e sobre suas elementares, vale agora analisar a única decisão criminal sobre a temática no Brasil. Conforme já abordado, a prática de *insider trading* passou a ser considerada um ilícito penal em 2001 com a inclusão do artigo 27-D na Lei nº 6.385/76 pela Lei nº 10.303.

Com isso, a prática foi criminalizada e passou a ser ter consequências penais, e não apenas civis e administrativas.

Entretanto, o primeiro caso, e por enquanto o único, a tratar da temática no âmbito penal foi o caso Sadia Perdigão, que será aqui analisado com o intuito de examinar seus aspectos para compreender como o ilícito de *insider trading* foi compreendido pela Jurisprudência dos Tribunais de Alçada Superiores.

Trata-se do Processo nº 0005123-26.2009.403.6181 (2009.61.81.005123-4), que foi julgado em primeira instância no dia 16 de fevereiro de 2011 pelo juiz Marcelo Costenaro Cavali da 6ª Vara Federal Especializada em Crimes contra o Sistema Financeiro Nacional e Lavagem de Valores de São Paulo.

10.1. Resumo dos fatos:

O Ministério Público Federal de São Paulo ofereceu uma denúncia em face de Romano Ancelmo Fontana Filho, Luiz Gonzaga Murat Junior e Alexandre Ponzio de Azevedo. Segundo a denúncia oferecida, os denunciados estariam incursos na conduta tipificada no

artigo 27-D da Lei nº 6.385/1976, pois teriam eles utilizado informação relevante e sigilosa, ainda não divulgada ao mercado de capitais, para obter vantagem indevida.

Tratava-se a informação privilegiada da pretensão que a Sadia possuía em efetuar oferta pública de aquisição (OPA) das ações da Perdigão.

De acordo com definição trazida pelo Portal do Investidor, site da Comissão de Valores Mobiliários exclusivamente voltado à educação financeira¹⁷:

A oferta pública de aquisição de ações, conhecida no mercado como OPA, é a oferta na qual um determinado proponente manifesta o seu compromisso de adquirir uma quantidade específica de ações, a um preço e prazo determinados, respeitando determinadas condições. O intuito é oferecer a todos os acionistas, em igualdade de direitos, a possibilidade de alienar as suas ações em situações que normalmente envolvem mudanças na estrutura societária da companhia.

Quando isso ocorreu, Luiz Gonzaga Murat Junior ocupava a função de Diretor de Finanças e Relações com Investidores da Sadia e Romano Ancelmo Fontana Filho era integrante do Conselho de Administração da mesma Companhia. Ao passo que Alexandre Ponzio de Azevedo era Superintendente Executivo de empréstimos estruturados e gestão de portfólio de crédito do Banco ABN AMRO REAL.

De acordo com o que o Ministério Público Federal descreveu em sua denúncia, Luiz Gonzaga Murat Junior, depois que tomou conhecimento da informação relevante sobre a Oferta Pública de Ações, realizou a compra de *American Depositary Receipts* de emissão da Perdigão na Bolsa de Valores de Nova Iorque em 07 de abril de 2006, repetindo a operação dois meses depois.

Vale esclarecer que *American Depositary Receipts* (ADRs) pode ser traduzido como “Recibos de Depósitos”, e são classificados como certificados de ações, que são emitidos por bancos dos Estados Unidos, lastreados em títulos de [valores mobiliários](#) de [empresas estrangeiras](#), negociados em [dólares americanos](#) nas [Bolsas de Valores dos Estadunidenses](#).

Ainda de acordo com os fatos narrados na denúncia pelo ministério Público Federal, Romano Ancelmo Fontana Filho também teria comprado em julho de 2006 *American Depositary Receipts* de emissão da Perdigão na Bolsa de Valores de Nova Iorque. Entretanto, Romano também detinha o conhecimento de outra informação privilegiada que estava

¹⁷ Disponível em: < http://www.investidor.gov.br/menu/Menu_Investidor/ofertas/opas.html >. Acesso em 13 jun. 2018.

relacionada com a revogação da referida Oferta Pública de Ações, o que o levou a vender as *American Depositary Receipts* adquiridas anteriormente de forma que obteve lucro com a venda.

Em relação a Alexandre Ponzio de Azevedo, o Ministério Público Federal realizou uma proposta de suspensão condicional do processo, já que sua conduta foi de menor potencialidade, sendo, dessa forma, excluído da ação penal, em substituição a realização de prestação de serviços a uma entidade filantrópica durante um semestre, além de seu comparecimento obrigatório ao juízo a cada dois meses, pelo período de três anos.

Em resumo, tem-se que em 2006, Murat e Fontana obtiveram acesso à informações privilegiadas acerca da oferta de compra da Perdigão pela Sadia e, como detinham o conhecimento de que as ações da Perdigão se valorizariam com a transação, compraram ações da empresa na Bolsa de valores de Nova Iorque e, com a posterior venda desses valores mobiliários, de acordo com informações fornecidas pelo Ministério público, obtiveram lucro em torno de duzentos mil dólares.

Após o regular processamento do feito, o juiz Marcelo Costenaro Cavali, condenou Luiz e Romano pela prática de *insider trading*, substituindo as penas privativas de liberdade aplicada aos acusados por penas restritivas de direito e pela vedação do exercício do cargo de administrador e de conselheiro fiscal de qualquer sociedade anônima de capital aberto pelo prazo de cumprimento das penas aplicadas.

Os condenados e o Ministério Público Federal apelaram, mas, em grau de recurso, a 5ª Turma do Superior Tribunal de Justiça (STJ) manteve a condenação em fevereiro de 2016, apenas retirando a reparação a título de danos morais coletivos que havia sido fixada pelo Tribunal Regional Federal da 3ª Região (TRF3).

Foi realizado agravo regimental¹⁸ pelos ex-executivos da Sadia, Luiz Murat e Anselmo Fontana, mas a 2ª Turma do Supremo Tribunal Federal o negou por unanimidade. Dessa forma, o STF manteve a primeira condenação criminal do Brasil por uso indevido de

18 BRASIL. Supremo Tribunal Federal. Penal e Processual Penal. Uso indevido de informação privilegiada. *Agravo Regimental* nº 971036. Relator: Min. Dias Toffoli. São Paulo, 2017. Disponível em: <<http://www.stf.jus.br/portal/processo/verProcessoAndamento.asp?incidente=4983571>>. Acesso em: 25 mai. 2018.

informação privilegiada. O ministro relator Dias Toffoli optou pelo desprovimento do agravo regimental e foi acompanhado pelos demais ministros.

A Comissão de Valores Mobiliários atuou, desde o início do processo, como assistente de acusação. No que toca à seara administrativa, a CVM decidiu por aplicar aos acusados a pena de inabilitação para o exercício dos cargos de administrador e conselheiro de companhia aberta pelo prazo de cinco anos, de acordo com os processos Administrativos Sancionadores SP 2007/0117¹⁹ e 2007/0118.

Já no âmbito internacional, Romano e Luiz foram processados pelos mesmos fatos pela *Securities Exchange Commission* (SEC), que foi finalizado com um acordo em que a SEC decidiu não ajuizar ação criminal, mas aplicou a sanção de proibição permanente de violações às disposições sobre o tema da legislação norte-americana, a obrigação de pagar indenizações equivalentes aos valores adquiridos com as transações realizadas pelos condenados, além da obrigação em pagar penalidades cíveis e da inabilitação para exercício do cargo de administrador de sociedade anônima aberta com ações negociadas no mercado estadunidense pelo período de cinco anos.

Isto posto, será feita uma breve análise da decisão do referido caso, em relação ao tratamento criminal dado.

10.2. Crime Formal x Crime Material

Primeiramente, vale ressaltar que no que concerne à caracterização do crime de *insider trading* como sendo formal ou material, tanto a defesa, como a acusação e o juiz do caso trataram o *insider* como crime formal, sem que se fosse exigido algum resultado para a sua configuração.

¹⁹ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador SP2007/0117. O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios, sendo-lhe vedado a utilização de informação relevante ainda não divulgada. É vedado ao administrador valer-se da informação relevante para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários. Inabilitação temporária. Colegiado da CVM. Acusado Romano Ancelmo Fontana Filho. São Paulo. Julgado em 26/02/2008;

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador SP2007/0118. Cumpre 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 de informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários. Inabilitação. Colegiado da CVM. Acusado Luiz Gonzaga Murat Júnior. São Paulo. Julgado em 26/02/2008.

Nessa esteira, o Ministério Público Federal, em seus Memoriais apresentados, asseverou que houve o exaurimento das ações realizadas pelos acusados, já que os dois auferiram lucro com a prática do delito e, por esse motivo, a pena deveria ser majorada.

Foi refutada a alegação da acusação pela defesa de que haveria ocorrido o exaurimento da conduta. Argumentaram que a legislação pátria não exigiria que algum lucro fosse auferido para que o crime fosse exaurido, já que a conduta estaria exaurida já com o uso da informação privilegiada. Ou seja, por se tratar de um crime formal, o resultado obtido com o uso da informação não seria responsável por exaurir o crime e o fato de ter sido obtida alguma vantagem com o uso indevido das informações privilegiadas não deveria ser utilizado para majorar a pena imposta.

Na sentença, o juiz seguiu o posicionamento do Ministério Público no sentido de que se fosse obtida a vantagem indevida estaria configurado o exaurimento do crime devendo ocorrer a exasperação da pena-base na apreciação das consequências do ilícito cometido.

10.3. Sujeitos ativos do delito

No que tange ao tema dos sujeitos ativos do crime, ou seja, quem poderia incorrer na tipificação do delito, resta claro que tanto Luiz como Romano poderiam figurar no polo ativo da conduta delituosa. Isso porque, conforme já asseverado, Luiz era Diretor de Finanças e Romano era integrante do Conselho de Administração da Sadia.

Ambos utilizaram de suas funções privilegiadas para realizar o crime de *insider trading*. Eles obtiveram acesso à informação privilegiada devido ao cargo que ocupavam na Companhia, e isso faz com que ambos possuíssem o dever legal de guardar sigilo sobre a informação.

O juiz sentenciante deixou claro que crime de *insider trading* seria crime próprio e não comum, já que o dever de manter sigilo sobre as informações relevantes recai apenas sobre pessoas determinadas, e não a qualquer pessoa. É sim vedado a qualquer pessoa obter vantagem no mercado de capitais com o uso de informações privilegiadas, mas o tipo penal, de acordo com entendimento expresso pelo juiz do caso, menciona expressamente quais são as informações que devem ser mantidas em segredo. Ou seja, apenas algumas pessoas possuiriam a obrigação de não divulgar a informação privilegiada. Para corroborar esse entendimento, o juiz citou o artigo 8º da Instrução CVM nº 358/2002:

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

O juiz concluiu, então, que tanto Luiz como Romano poderiam ser responsabilizados pelo delito, pois ambos possuíam cargos na Companhia que exigiam a observância do dever de sigilo.

10.4. Competência para julgamento

Em relação à competência para julgamento de casos sobre o *insider trading*, a questão foi trazida no julgamento de exceções de competência que os réus interpuseram e também foi trazida novamente à tona no momento da sentença.

O juiz sentenciante julgou no sentido de ser questão de competência da Justiça Federal porque mesmo que a Lei nº 6.385/1976 não cite expressamente que casos como esse seriam de competência federal, o artigo 109, incisos IV e VI da Constituição Federal dizem que compete aos juízes federais processar e julgar infrações penais em detrimento de bens, serviços ou interesse da União e crimes contra o sistema financeiro e a ordem econômico-financeiro:

Art. 109. Aos juízes federais compete processar e julgar: [...]

IV - os crimes políticos e as infrações penais praticadas em detrimento de bens, serviços ou interesse da União ou de suas entidades autárquicas ou empresas públicas, excluídas as contravenções e ressalvada a competência da Justiça Militar e da Justiça Eleitoral; [...]

VI - os crimes contra a organização do trabalho e, nos casos determinados por lei, contra o sistema financeiro e a ordem econômico-financeira;

Foi argumentado que a conduta tipificada pelo artigo 27-D da Lei 6.385/1976 vai de encontro com os serviços de fiscalização da Comissão de Valores Mobiliários e atrapalharia o estabelecimento de valores mobiliários de forma hígida e justa, colocando em risco os deveres de lealdade e de informação. Dessa forma, os crimes que iriam de encontro ao mercado de capitais seriam, conseqüentemente, contrários ao sistema financeiro nacional, afetando não apenas os acionistas, como também toda a coletividade e os interesses da própria União.

A defesa arguiu que para que o inciso IV do artigo 109 da Constituição Federal fosse aplicado para tornar a competência da justiça federal, deveria ocorrer a comprovação de que houve lesão aos bens, interesses ou serviços da União. Além disso, foi argumentado também pela defesa que o artigo 20 da Constituição Federal não cita o mercado de capitais como bem da União:

Art. 20. São bens da União:

I - os que atualmente lhe pertencem e os que lhe vierem a ser atribuídos;

II - as terras devolutas indispensáveis à defesa das fronteiras, das fortificações e construções militares, das vias federais de comunicação e à preservação ambiental, definidas em lei;

III - os lagos, rios e quaisquer correntes de água em terrenos de seu domínio, ou que banhem mais de um Estado, sirvam de limites com outros países, ou se estendam a território estrangeiro ou dele provenham, bem como os terrenos marginais e as praias fluviais;

IV - as ilhas fluviais e lacustres nas zonas limítrofes com outros países; as praias marítimas; as ilhas oceânicas e as costeiras, excluídas, destas, as áreas referidas no art. 26, II;

IV - as ilhas fluviais e lacustres nas zonas limítrofes com outros países; as praias marítimas; as ilhas oceânicas e as costeiras, excluídas, destas, as que contenham a sede de Municípios, exceto aquelas áreas afetadas ao serviço público e a unidade ambiental federal, e as referidas no art. 26, II;

V - os recursos naturais da plataforma continental e da zona econômica exclusiva;

VI - o mar territorial;

VII - os terrenos de marinha e seus acrescidos;

VIII - os potenciais de energia hidráulica;

IX - os recursos minerais, inclusive os do subsolo;

X - as cavidades naturais subterrâneas e os sítios arqueológicos e pré-históricos;

XI - as terras tradicionalmente ocupadas pelos índios.²⁰

Por esse motivo, a defesa concluiu que a competência não poderia ser atribuída a Justiça Federal quando o interesse da União fosse manifestado de modo genérico e indireto.

O juiz, por sua vez, foi de acordo com o entendimento de que o inciso VI do artigo 109 da Constituição Federal não esgota a matéria em relação à competência Federal para os crimes contra o sistema financeiro nacional e a ordem econômico-financeira. Isso porque não são todos os ilícitos financeiros que são da competência da Justiça Federal. Entretanto, concluiu o juiz que não se trata de ofensa genérica aos interesses da União, pois o *insider*

²⁰ BRASIL. Constituição (1988). Constituição da República Federativa do Brasil. Brasília: Senado Federal.

trading, como já apregoado, causa malefícios para o mercado de capitais em geral, gerando desconfiança nos *players* do mercado e fazendo com que os interesses da Comissão de Valores Mobiliários fossem frontalmente atingidos. Dessa forma, seria sim um delito que deve ser de competência da Justiça Federal. Como forma de exemplificar o argumento utilizado na decisão, foi citado o Conflito de Competência 82.961/SP²¹, em que o Superior Tribunal de Justiça decidiu no sentido de que a Justiça Federal seria competente para julgar assuntos que envolvessem delitos contra o mercado de capitais, decidindo pela competência da Justiça federal para julgar crime que envolvessem a utilização indevida de informações privilegiadas, conforme ementa a seguir reproduzida:

EMENTA PENAL. CONFLITO DE COMPETÊNCIA. CRIME CONTRA O MERCADO DE CAPITAIS. INTERESSE DA UNIÃO NA HIGIDEZ, CONFIABILIDADE E EQUILÍBRIO DO SISTEMA FINANCEIRO. LEI 6.385/76, ALTERADA PELA LEI 10.303/01. AUSÊNCIA DE PREVISÃO DE COMPETÊNCIA DA JUSTIÇA FEDERAL. ART. 109, IV, DA CONSTITUIÇÃO FEDERAL. APLICAÇÃO. RELEVÂNCIA DA QUESTÃO E INTERESSE DIRETO DA UNIÃO. COMPETÊNCIA DA JUSTIÇA FEDERAL. 1. O fato de tratar-se do sistema financeiro ou da ordem econômico-financeira, por si só, não justifica a competência da Justiça Federal, embora a União tenha interesse na higidez, confiabilidade e equilíbrio do sistema financeiro. 2. A Lei 6.385/76 não prevê a competência da Justiça Federal, porém é indiscutível que, caso a conduta possa gerar lesão ao sistema financeiro nacional, na medida em que põe em risco a confiabilidade dos aplicadores no mercado financeiro, a manutenção do equilíbrio dessas relações, bem como a higidez de todo o sistema, existe o interesse direto da União. 3. O art. 109, VI, da Constituição Federal não tem prevalência sobre o disposto no seu inciso IV, podendo ser aplicado à espécie, desde que caracterizada a relevância da questão e a lesão ao interesse da União, o que enseja a competência da Justiça Federal. 4. Conflito conhecido para declarar a competência do Juízo Federal da 2ª Vara Criminal da Seção Judiciária do Estado de São Paulo, um dos suscitados.

10.5. Bem jurídico tutelado

No que diz respeito ao bem jurídico tutelado, o Ministério Público entendeu que a conduta do *insider* não ofende apenas os investidores e acionistas, mas também o próprio mercado de capitais.

Já a defesa, em sede de Memoriais²², argumentou no sentido da atipicidade da conduta dos acusados, uma vez que no caso em comento apenas os investidores norte-americanos

²¹BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. DIREITO PENAL, Crimes Previstos na Legislação Extravagante, Crimes de "Lavagem" ou Ocultação de Bens, Direitos ou Valores. *Conflito de Competência* nº 82.961. Relator: Arnaldo Esteves Lima. São Paulo. 18 abr. 2007. Disponível em: <<https://ww2.stj.jus.br/processo/pesquisa/?tipoPesquisa=tipoPesquisaNumeroRegistro&termo=200700810965&totalRegistrosPorPagina=40&aplicacao=processos.ea>>. Acesso em: 25 mai. 2018.

teriam sido prejudicados pois os fatos teriam ocorrido no âmbito da Bolsa de Valores de Nova Iorque. Dessa forma, aduziram que as condutas dos réus não teriam violado nenhum bem jurídico brasileiro, já que as transações ocorreram sobre títulos emitidos e negociados na Bolsa de Nova Iorque, e não do Brasil, não gerando, então, nenhum prejuízo ao mercado de capitais brasileiro ou aos investidores brasileiros.

As alegações da defesa não foram adotadas pelo juiz que decidiu no sentido de que o comportamento desleal dos *insiders traders* também prejudicaria o mercado brasileiro, tirando a confiança dos investidores. Isso porque, de acordo com a Comissão de Valores Mobiliários, a alteração dos preços das ADR'S no território norte-americano estaria diretamente correlacionado com as ações no Brasil, alterando seus preços e influenciando o mercado de capitais brasileiro.

10.6. Definição de informação relevante

Uma questão importante levantada no caso em análise foi a da definição de uma informação relevante. Foi discutido o que seria uma informação relevante e também em qual momento a informação se tornaria relevante. Nesse sentido, a discussão girou em torno possibilidade de que a realização de uma oferta pública de aquisição de ações da Perdigão seria capaz de influenciar de forma considerável as decisões de algum investidor.

O juiz sentenciante concluiu que se tratava de uma informação relevante, pois seria capaz de influenciar nos preços dos valores mobiliários e era privilegiada porque ainda não havia sido divulgada ao mercado.

10.7. Ocorrência ou não de *bis in idem*

Outro ponto que merece destaque é a discussão sobre a ocorrência ou não de *bis in idem* já que os acusados já haviam sido sentenciados nos Estados Unidos pela SEC e administrativamente pela CVM no Brasil. Fato é que não ocorreu *bis in idem* porque há independência entre as esferas cíveis, administrativas e penais, ou seja, a existência de uma sanção administrativa pela CVM não obstará uma condenação penal pela justiça brasileira. Também não haveria *bis in idem* entre a justiça brasileira e a norte-americana pois além do

22 BRASIL. 6ª Vara Federal Especializada em Crimes contra o Sistema Financeiro Nacional e Lavagem de Valores de São Paulo. Processo nº 0005123-26.2009.403.6181 (2009.61.81.005123-4). Memoriais apresentados pela defesa de Luiz Gonzaga Murat Júnior. Reale e Moreira Porto Advogados Associados. Subscrito por Miguel Reale Júnior, Eduardo Reale Ferrari e Filipe H. Vergniano Magriarelli., fls. 986.

fato de que as transações que ocorreram entre a SEC e os acusados serem de cunho administrativo, não há vedação na legislação brasileira de duplicidade de julgamento pelo mesmo ocorrido em relação a países com jurisdições distintas, desde que o artigo 8º do Código Penal²³ seja observado.

11. CONCLUSÕES:

Do presente trabalho, extrai-se que o mercado de capitais desempenha papel de suma relevância no desenvolvimento da sociedade e da economia, de forma que a eficiência de suas funções deve ser assegurada pelo ordenamento jurídico.

Ademais, percebe-se a evolução da legislação brasileira em direção às metas de prevenção e repressão de *insider trading*. Por um lado, o dever de lealdade, e por conseguinte, o dever de informar integram os mais recentes dispositivos legais, não deixando dúvidas quanto a quem deve prestar a informação, que tipo de informação deve ser prestada, quem deve guardar sigilo e ao que deve ocorrer em casos de vazamento de informações sigilosas. Passo relevante reside na maior abrangência subjetiva das normas, chegando-se hoje a equiparar à condição de *insider* qualquer pessoa que tenha acesso a informação relevante ainda não divulgada. Por fim, a Lei nº 10.303/2001 tipificou criminalmente a figura de *insider trading*.

Vale reafirmar que o mercado de capitais, regulado de forma séria e criteriosa, carrega benefícios inestimáveis para toda a economia de um país, apoiando, de forma inevitável, seu desenvolvimento econômico.

Por isso se faz relevante o combate ao uso de informações privilegiadas, sobretudo analisando as consequências da conduta ilícita sob uma perspectiva econômica, a qual, em última análise, busca demonstrar a potencialidade danosa ao bem jurídico protegido. Com

23 Art. 8º - A pena cumprida no estrangeiro atenua a pena imposta no Brasil pelo mesmo crime, quando diversas, ou nela é computada, quando idênticas. (Redação dada pela Lei nº 7.209, de 11.7.1984). BRASIL. Decreto-Lei nº 2.848, de 7 de dezembro de 1940. Código Penal. Rio de Janeiro, 1940. Disponível em http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/del2848.htm. Acesso em 23/05/2018.

efeito, não parece crível a possibilidade de existir um mercado de capitais desenvolvido e forte onde se faça uso indiscriminado de informações privilegiadas.

Pode-se, portanto, vislumbrar fundamentos não apenas éticos, mas também econômicos, ao examinarmos o arcabouço legislativo brasileiro, em especial as Leis 6.385 e 6.404, ambas de 1976, e a Instrução CVM 358/2002, as quais demonstram que a opção do legislador foi a de condenar a prática do uso de informações privilegiadas, assim como se faz em todos os países com mercado de capitais relevante.

Entretanto, não basta apenas termos um regramento jurídico adequado para tratar do tema. Se a assimetria de informações existe e alguns dela se beneficiam – e ninguém duvida de que isso efetivamente ocorra -, a resposta de todas as instituições, e principalmente do regulador e fiscalizador do mercado, que no caso brasileiro é a Comissão de Valores Mobiliários, deve ser rápida e exemplar, pelos fundamentos nesta exposição aventados. Insuficiente, portanto, é a mera existência de legislação coibindo tal prática (tanto de modo preventivo quanto punitivo), sendo necessário que os operadores do Direito deem efetividade às previsões legais, fornecendo, assim, a devida segurança ao investidor, e, em última análise, promovendo o desenvolvimento do mercado de capitais.

Ademais, mostrou-se ser a conduta delituosa do *insider trading* de difícil comprovação na prática. Isso porque o tipo penal tem diversos caracteres que precisam estar presentes de forma concomitante para a caracterização do ilícito. A grande dificuldade está na aferição da relevância de uma informação. Como anteriormente visto, uma informação será relevante quando possuir a potencialidade de influenciar na formação do preço de valores mobiliários, o que dependendo do caso concreto, pode ser de difícil averiguação.

Em relação ao momento em que o crime se consuma e seu enquadramento como crime material ou formal, constatou-se que o entendimento majoritário da doutrina e jurisprudência é no sentido de caracterizá-lo como formal. Isso porque a conduta, mesmo que não traga lucro ou resultados benéficos ao *insider*, atinge por si só o mercado de valores mobiliários. Dessa forma, a mera utilização da informação relevante e sigilosa com o intento de obter vantagem indevida já se mostra suficiente para a configuração do crime.

Quanto ao sujeito ativo do delito, o artigo 27-D da Lei nº 6.385/1976 deixa claro que não é qualquer pessoa que pode incorrer no crime, mas sim ser aquela pessoa que detenha conhecimento e da qual deva manter sigilo. O conflito sobre o tema surge com a leitura da

Lei nº 6.404/64 e da Instrução CVM nº 358/2002, que estenderam a possibilidade de responsabilização de qualquer pessoa.

Entretanto, o conflito é facilmente solucionado quando se entende que o artigo 8º da Instrução CVM nº 358/2002 e o artigo 13, *caput* do mesmo diploma legal referem-se ao dever de sigilo, enquanto que o tipo penal se refere à vedação de negociação com base em informações privilegiadas. Além disso, em respeito ao princípio da legalidade e ao uso do direito penal como última *ratio*, deve-se compreender o artigo 27-D de forma restrita, abarcando apenas aqueles que tenham o conhecimento da informação e devam guardar sigilo. Sendo, dessa forma, um crime próprio e não comum.

Dentre aqueles que devem se abster de usar a informação relevante com a intenção de obter vantagem indevida estão aqueles que ocupam cargos nas sociedades anônimas de capital aberto, como os diretores, conselheiros e administradores. Também estão inclusos nesse rol aqueles que mesmo sem estar diretamente relacionados com a companhia, possuem por lei a obrigação de manter sigilo, como os advogados, contadores e auditores.

Ademais, o artigo 8º da Instrução CVM nº 358/2002 estabelece que os *insiders* primários possuem o dever de zelar para que subordinados e terceiros de sua confiança também guardem sigilo das informações privilegiadas, estabelecendo entre os *insiders* primários e os secundários uma responsabilidade solidária caso haja o descumprimento da norma. Compreende-se então, que no âmbito administrativo haveria uma solidariedade entre os *insiders* primários e secundários e no que concerne ao âmbito penal, apenas o *insider* primário poderia ser responsabilizado.

Pelo exposto nesse trabalho, pode-se concluir que é de suma importância a existência de mecanismos coibindo a prática de *insider trading* que tanto prejudica a lisura do mercado de capitais, e não apenas os investidores relacionados com a companhia. Ademais, percebe-se que a normatização do delito no Brasil necessita de amadurecimento, de forma que deixe mais claros alguns elementos do tipo, para que os julgadores possam ter subsídio para que se possa fazer um justo reconhecimento da prática, sem deixar margem para a subjetividade. No entanto, por se tratar de um assunto recente no Brasil, ainda não possuímos casos suficientes para que pudesse ser construída uma jurisprudência firme sobre o tema. Por esse motivo, o legislador brasileiro, em conjunto com o Ministério Público, os Tribunais e os aplicadores do

Direito devem se esforçar para que a norma se torne efetiva e não seja infrutífera, para que essa conduta tão prejudicial à economia possa ser eficazmente combatida.

9 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

APELAÇÃO CRIMINAL 45484, Processo nº 0005123-26.2009.4.03.6181. **Parecer do Ministério Público Federal** – procuradoria regional da república da terceira região.

BITENCOURT, Cezar Roberto. **Tratado de direito penal**. Volume 1: parte geral. 14. Ed. São Paulo: Saraiva, 2009. P. 225.

BRASIL. *Apelação Criminal nº 0005123-26.2009.4.03.6181 (2009.61.81.005123-4)*, TRF-3ª Região. Relator Desembargador Federal LUIZ STEFANINI. Disponível em [<http://web.trf3.jus.br/acordaos/Acordao/BuscarDocumentoGedpro/2520776>]. Acesso em 28/10/2017;

BRASIL. *Constituição* (1988). Constituição da República Federativa do Brasil. Brasília: Senado Federal, 2005; BRASIL. Decreto-Lei nº 2.848, de 7 de dezembro de 1940. Código Penal. Rio de Janeiro, 1940. Disponível em [http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/del2848.htm]. Acesso em 28/10/2017;

BRASIL. *Instrução CVM nº 358*, 3 de janeiro de 2002. Disponível em [http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385.htm]. Acesso em 28/10/2017;

BRASIL. *Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964*. Dispõe sobre a Política e as Instituições Monetárias, Bancárias e Creditícias, Cria o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências. Brasília, 1964. Disponível em [http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L4595.htm]. Acesso em 28/10/2017;

BRASIL. *Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965*. Disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento. Brasília, 2005. Disponível em [http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L4728.htm]. Acesso em 28/10/2017;

BRASIL. *Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Brasília, 1976. Disponível em [http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404compilada.htm]. Acesso em 28/10/2017;

BRASIL. *Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976*. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Brasília, 1976. Disponível em [http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385.htm]. Acesso em 28/10/2017;

BRASIL. *Lei nº 7.492 de 16 de junho 1986*. Define os crimes contra o sistema financeiro nacional, e dá outras providências. Brasília, 1986. Disponível em [http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L7492.htm]. Acesso em 28/10/2017;

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. *Recurso Especial nº 1.569.171/SP*, Quinta Turma, Min. Rel, Joel Ilan Paciornik, julgado em 16/02/2016, DJE 17/05/2016. Disponível em [<https://ww2.stj.jus.br/processo/pesquisa/?aplicacao=processos.ea&tipoPesquisa=tipoPesquisaGenerica&termo=REsp%201569171>]. Acesso em: 28/10/2017];

CARMO, Eduardo Soares. **Relações Jurídicas na administração da sociedade anônima**. Rio de Janeiro: Aide, 1988. p. 137-138.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei das Sociedades Anônimas**. 4.ed. São Paulo. Saraiva, 2009. vol. 3, p. 263.

_____. 6. ed. São Paulo: Saraiva, 2014. vol. 3, p.443.

_____. 4.ed. São Paulo. Saraiva, 2009. vol. 3, p. 263.

_____. 2ª ed., São Paulo: Saraiva, 1998, vol.3, p. 264-266.

CARVALHOSA, Modesto e EIZIRIK, Nelson. **A nova Lei das S/A**. São Paulo: saraiva, 2002, p. 322-323.

COMPARATO, Fábio Konder. **Insider trading: sugestões para uma moralização do nosso mercado de capitais**, in Rev. Dir. Merc., Nova Série, fasc. 2, ano 1971, p. 41.

_____. Ensaios e pareceres de direito empresarial. Rio de Janeiro. Forense, 1978. p. 3-15;

DE SANCTIS, Fausto Martin. **Punibilidade no sistema financeiro nacional, tipos penais que tutelam o sistema financeiro nacional, incluindo o mercado de capitais**. Campinas, São Paulo: Millennium, 2003, p. 119.

EIZIRIK, Nelson. **Lei das S/A comentada**. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p.374, v.2.

EIZIRIK, Nelson. **Informação de insider trading tem caracterização própria**. Espaço Jurídico Bovespa, 26.03.2008. Disponível em: [www.bovespa.com.br].

GRANDIS, Rodrigo. **Aspectos penais do uso de informação privilegiada (insider trading) no Direito Brasileiro**. Saraiva:2011. p. 153 e 154.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. **Mercado de capitais & "insider trading"**. São Paulo: Ed. RT, 1982, p. 178-180.

MACIEL, Karina Teresa da Silva; MARTIN, Antônio. **Efetividade da repressão ao insider trading**. Revista de Direito Empresarial, São Paulo, v. 3, p. 149, maio 2014.

NETO, Alexandre Assaf. **Mercado Financeiro**. 7 ed. São Paulo: Editora Atlas, 2006, p. 44-45.

NETO, Martinho Garcez, **Prática da responsabilidade civil**. 2. Ed. Rio de Janeiro: Jurídica e Universtária, 1972, p. 128-132; FILHO, Sérgio Cavalieri, programa de responsabilidade civil. 7. Ed.São Paulo: Atlas, 2007, p. 42-43.

PASCHOALINI, Ana Paula [et. al.]. **Utilização de informação privilegiada: insider trading**. Revista de Direito Empresarial, São Paulo, v. 4, p. 159, jul. 2014.

PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de Direito Civil**, v. I, Rio de Janeiro: Forense. 2004, p. 606.

PROENÇA, José Marcelo Martins. **Insider Trading, Regime Jurídico do uso de Informações Privilegiadas no Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin. 2005, p. 293.

RAMOS, André Luiz Santa Cruz. **Direito empresarial esquematizado**. Rio de Janeiro: Forense; São Paulo: Método, 2010. p. 231.

REQUIÃO, Rubens. *Curso de direito comercial*. 31.ed. São Paulo. Saraiva, 2014. p. 268-275;

ROBERT, H Mundheim, Professor da Universidade da Pensilvânia, "**Tendências do processo de Disclosure nos Estados Unidos**" in Revista Brasileira de Mercado de capitais nº 2 – maio de 1975 apud Rubens Requião, "*Curso de Direito Comercial*", 23ª edição, vol. 2, cit. p. 214.