CENTRO UNIVERSITÁRIO PRESIDENTE ANTÔNIO CARLOS

FACULDADEDE DIREITO DE BARBACENA

GUILHERME AUGUSTO FERES SILVA DA GAMA

INSIDER TRADING E A TUTELA PENAL DO MERCADO DE CAPITAIS

BARBACENA

2023

GUILHERME AUGUSTO FERES SILVA DA GAMA

INSIDER TRADING E A TUTELA PENAL DO MERCADO DE CAPITAIS

Monografia apresentada ao Curso de Direito do Centro Universitário Presidente Antônio Carlos – Unipac como requisito parcial para obtenção do título de Bacharel em Direito.

BARBACENA

2023

GUILHERME AUGUSTO FERES SILVA DA GAMA

INSIDER TRADING E A TUTELA PENAL DO MERCADO DE CAPITAIS

Monografia apresentada ao Centro Universitário Presidente Antônio Carlos- UNIPAC, como requisitoparcial para a obtenção do título de Bacharel em Direito.

Orientador(a): Prof. Colimar Dias Braga Júnior

BANCA EXAMINADORA

Aprovado em ___/___/_____

_____

Prof
Centro Universitário Presidente Antônio Carlos – UNIPAC - Barbacena

_____

Prof
Centro Universitário Presidente Antônio Carlos – UNIPAC – Barbacena

_____

Prof
Centro Universitário Presidente Antônio Carlos – UNIPAC – Barbacena

TERMO DE RESPONSABILIADE E AUTORIA DE MONOGRAFIA

Eu, Guilherme Augusto Feres Silva da Gama, acadêmico(a) de Graduação do curso de DIREITO, matriculado(a) sob o n° 191-003474 do Centro Universitário Presidente Antônio Carlos/UNIPAC, declaro estar ciente do que é considerado utilização indevida, ilegal e/ou plágio, no desenvolvimento de uma monografia, e afirmo ter seguido o Manual de Orientação e Guia de Normalização de Trabalhos Acadêmicos do curso da UNIPAC, apresentando minha monografia dentro dos padrões técnicos.

Declaro ser de minha total responsabilidade a autoria do texto refernte ao meu trabalho de conclusão intitulado " ***INSIDER TRADING*** **E A TUTELA PENAL DO MERCADO DE CAPITAIS".**

Por ser a expressão da verdade, firmo e dato o presente termo de responsabilidade e autoria.

Barbacena/
MG
20/06/2023

_____

Assinatura do(a) Aluno(a)

Tudo que um sonho precisa para ser realizado é alguém que acredite que ele possa ser realizado

– Roberto Shinyashiki

AGRADECIMENTOS

Agradeço a minha mãe Augusta por me incentivar nos estudos diariamente,por não medir esforços para me proporcionar um ensino de qualidade.

Agradeço ao meu pai Josué pelo amor, incentivo e apoio incondicional.

Agradeço ao meu irmão por sempre torcer por mim e me apoiar com o que euprecisasse.

Agradeço a minha vó Maria pela amizade, admiro sua trajetória e todos osseus ensinamentos sobre bondade, honestidade, caráter e esforço.

Agradeço a minha namorada Amanda por me apoiar nas dificuldades e nasconquistas.

Agradeço aos meus amigos, principalmente aos que conviveram comigodurante essa jornada repleta de emoção que é o curso de direito.

Agradeço a todos os meus professores por me proporcionarem o conhecimento com tamanha maestria.

Agradeço aos meus primos Arthur e Laura por servirem de exemplos comopessoa e me inspirar nos estudos.

RESUMO

O presente trabalho tem por objetivo fazer uma análise do crime de *Insider trading* e meios de garantir uma tutela penal eficiente para o mercado de capitais. Inicialmente é feita uma análise sobre o mercado de capitais, abordando o conceito, regulação ea tutela penal. Em seguida é feito um exame minucioso do crime de *Insider trading,* englobando sua origem, conceito, legislação e responsabilidades. Por fim, é feito uma apresentação de um caso concreto e, em seguida, uma crítica sobre a ineficiência da criminalização do Insider trading no Brasil.

Palavras chave: Insider trading, Mercado de Capitais e Direito Penal.

ABSTRACT

This work aims to analyze the crime of Insider trading and ways to ensure efficient criminal protection for the capital market. Initially, an analysis of the capital market is made, addressing the concept, regulation and criminal protection. Next, a thorough examination of the crime of Insider trading is carried out, encompassing its origin, concept, legislation and responsibilities. Finally, a concrete case is presented and then a critique of the inefficiency of the criminalization of Insider trading in Brazil is made.

Keywords: Insider trading, Capital Markets and Criminal Law.

SUMÁRIO

1- INTRODUÇÃO 9

2- MERCADO DE CAPITAIS 9

2.1- Panorama histórico do mercado de valores mobiliários brasileiro 10

2.2- Conceito 11

2.3- Regulação do mercado de capitais brasileiro 12

2.4- O direito penal econômico e o mercado de capitais 14

2.5- Tutela penal do mercado de capitais 15

2.5.1- Tutela patrimonial dos investidores 16

2.5.2- Tutela da igualdade entre os investidores 16

2.5.3- Tutela da confiança dos investidores 17

2.5.4- Tutela dos interesses da sociedade emissora dos valores mobiliários 17

2.5.5- Tutela do correto funcionamento do mercado 18

3. INSIDER TRADING 18

3.1- Origens 19

3.2- Conceito 20

3.3- Panorama legislativo 22

3.4- Uma análise sobre o uso de informação privilegiada 25

3.4.1- Existência de informação privilegiada não divulgada ao mercado 25

3.4.2- *Acesso à informação privilegiada* 27

3.4.3- Negociação com intenção de tirar proveito da informação privilegiada 28

4. SANÇÕES E A TUTELA PENAL 30

4.1- Responsabilidade civil 30

4.2- Responsabilidade administrativa 32

4.3- Responsabilidade penal 32

5. INFETIVIDADE DA REPRESSÃO PENAL 33

5.1- O caso Sadia x Perdigão 33

5.2*- Crítica: da ineficiência da criminalização do *Insider trading 35

6. CONCLUSÃO 36

7. REFERÊNCIAS 38

1- INTRODUÇÃO

O *Insider trading* é um dos ilícitos cometidos contra o mercado de capitais e, por conta de sua reprovabilidade, vem sendo enfrentado com rigor pelas legislações dos países. Tal conduta fere um dos princípios basilares do mercado de capitais, prejudicando a sua estrutura como um todo.

Em um mercado que visa a simetria de dados e informações, o *Insider trading* representa uma afronta a sua estabilidade e, consequentemente, é um dos ilícitos mais nocivos a sua existência.

A tutela penal surgiu na esteira da inefetividade do combate ao crime apenas nasesferas administrativa e civil. Todavia, a utilização do poder punitivo do Estado em relação a esse delito ainda é iniciante e abre margem para questionamentos sobre sua efetividade, pois a primeira e única condenação foi no ano de 2016, no caso Sadia-Perdigão.

O crime de *Insider trading* vem ganhando espaço no ordenamento jurídico, e a pouca jurisprudência sobre o assunto o torna passível de discussão. As diversas discussões que permeiam o tema devem ser estudadas para um melhor enfrentamento no combate ao crime e, por conseguinte, para uma tutela efetiva por parte do Estado.

Isto posto, o objetivo do pressente trabalho é analisar o crime de *Insider trading* ea eficácia no combate do mesmo, a fim de garantir o bom funcionamento do mercado de capitais.

Para tanto, primeiramente será feito um panorama histórico do mercado de valores mobiliários brasileiro, seu conceito, regulação, relação com o direito penal econômico e a tutela penal. Em seguida, será abordado o crime de Insider trading, sua origem, conceito, análises e reponsabilidades. E por fim, será feita uma análise do caso Sadia-Perdigão e uma crítica sobre a ineficiência da criminalização do *Insider trading*.

Destaca-se que este trabalho não pretende esgotar o tema do crime uso de informação privilegiada, muito pelo contrário, busca-se lançar um olhar crítico sobreo tema a sim de instigar sua abordagem para alcançarmos uma tutela efetiva.

2- MERCADO DE CAPITAIS

2.1- Panorama histórico do mercado de valores mobiliários brasileiro

Em meados de 1960 o mercado de valores imobiliários não era tão relevante, tal fato se deve aos elevados níveis de inflação da época, além da precariedade na organização da bolsa de valores, do monopólio dos corretores públicos, da inexistência de legislação adequada, bem como os ônus impostos pela Lei da Usura que também limitava o desenvolvimento de um mercado de capitais ativo.

Naquela época o mercado era incerto, a estruturação da bolsa era desorganizada e os corretores eram nomeados pelo governo. Os investidores eram somente especuladores e eram poucas companhias que negociavam as suas ações no mercado. Ademais, as companhias não eram obrigadas a divulgar as suas movimentações financeiras.

Esse cenário foi alterado com a instauração do regime militar no ano de 1.964. Quando General Castelo Branco estava no poder a economia foi reestruturada, iniciaram reformas na economia nacional, dentre elas estava a reformulação do mercado financeiro e a edição de novas leis.

Dentre elas está a Lei n° 4.537/64, que instituiu a correção monetária, a partir da criação das ORTN. Além dessa lei, foi criada a Lei n° 4.595/64 que reformulou o sistema nacional de intermediação financeira e criou o Conselho Monetário Nacional e o Banco Central. Não obstante, foi criada a lei n° 4728/65, primeira lei do Mercado de Capitais, que disciplinou esse mercado e regularizou o seu desenvolvimento.

Como forma de estimular os investidores, foi instituído o Decreto Lei n° 157, de 10 de fevereiro de 1967, o qual permitia aos contribuintes utilizar uma certa quantidade do Imposto de Renda para adquirir ações. A participação desses investidores não era feita conscientemente, mas embora esses investimentos favorecerem os índices de mercado e os administradores de fundos, eles não fortaleciam o próprio mercado de valores.

Em outras palavras, o Decreto Lei n° 157/1967 juntamente com a Lei do mercado de capitais, associados ao crescimento econômico expansivo, impulsionaram o crescimento dos preços na bolsa de valores. Dessa forma, as leis 6.404/76 e a lei 6385/76 vieram com o intuito de alterar esse quadro antagônico. A primeira visou modernizar as regras que regiam as sociedades anônimas e a

segunda, importante lei do mercado de capitais, entre outras inovações criou a CVM – Comissão de Valores Imobiliários e inseriu no mercado uma instituição governamental destinada exclusivamente a regulamentar e desenvolver o mercado de capitais, fiscalizar as bolsas de valores e as companhias abertas.

Mesmo com essas inovações legais, o mercado se manteve em baixa. Foi apenas em 1991, como consequência da globalização, que esse mercado passou a ser reconhecido novamente. Com o aumento no volume de investidores algumas empresas começam a acessar o mercado externo, por meio da listagem de suas ações em bolsa de valores estrangeiras. Esse desenvolvimento se deu, principalmente, a partir da criação do Anexo IV à Resolução 1.297/87 incluído pela resolução da CVM 1832/91. Tal anexo possibilitou a abertura do mercado aos investidores estrangeiros e a negociação entra diferentes países.

A partir de então, o mercado ficou mais organizado, as empresas brasileiras começaram a ter contato com acionistas mais exigentes e sofisticados, habituados a investir em mercados com práticas de governança corporativa mais avançadas que as aplicadas no mercado brasileiro. Esse cenário permitiu uma regulamentação mais eficiente em termos de transparência, fiscalização e informação.

Em 2001, foram implementadas algumas iniciativas institucionais com o objetivo de assegurar melhorias na governança corporativa das empresas brasileiras, das quais destaca-se a criação dos segmentos Nível 1, Nível 2 e o novo mercado. Além disso, foi aprovada a Lei 10.303/01 que estabeleceu o crime de *Insider Trading*.

Portanto, percebesse que a preocupação é relativamente recente, o mercado de valores associado a um alicerce jurídico e a uma proteção legal, tende a ser muito mais crível socialmente e eficaz quando se trata de investimentos. Assim, o mercado de capitais deve seguir pressupostos reguladores para manter a segurançade sua existência.

2.2- Conceito

A palavra mercado é definida como o local em que compradores e vendedores de bens, tomadores e prestadores de serviços, se encontram para negociar referidos bens e serviços. Para a caracterização do mesmo deve existir

um número significativo de compradores e vendedores competindo entre si, permitindo, assim, a formação de preços.

Segundo EIZIRIK (1977), a expressão “mercado de capitais” porta definições amplas e estreitas. Na primeira o mercado em questão é equiparado ao mercado financeiro, já no segundo, o mercado de capitais é visto como um subsistema do mercado financeiro, representando aquilo que, no Brasil recebeu o nome de mercado de valores mobiliários.

Como complementação a essa definição, SZTAJN (2002) entende que o “mercado de valores mobiliários é aquele em que o conjunto de operações nele contratadas tem como bens objeto, ações, debêntures ou outros títulos admitidos à negociação em bolsa ou balcão organizado [...]”.

Pode-se retratar, portanto, o mercado de capitais como um sistema de facilitação econômica, no qual são distribuídos valores mobiliários com o objetivo de viabilizar a capitalização das empresas, por meio da emissão e venda de ações ao público. A bolsa de valores, por sua vez, é o local onde se cria, organiza e regula esse mercado para que as negociações sejam transparentes para todos os investidores e é a Comissão de Valores Mobiliários que fiscaliza e regula tais negociações.

Em relação ao seu funcionamento, o mercado de capitais pode ser divididoem mercado primário e mercado secundário. Vale ressaltar que os efeitos do *Insider Trading* podem ser sentidos em ambos os segmentos de mercado.

O mercado primário, também denominado mercado de emissão, é aquele onde ocorrem as emissões públicas de novos valores mobiliários, por meio da captação da poupança familiar. Já no mercado secundário, não ocorre entrada de novos recursos para as companhias emissoras. No entanto, este segmento confere liquidez aos valores mobiliários e permite que seus adquirentes os vendam rapidamente.

A decisão de regular determinado mercado é essencialmente política e está exposta a erros de julgamento. Desta forma, faz-se necessário analisar, ainda que brevemente, a regulação do mercado de capitais brasileiro.

2.3- Regulação do mercado de capitais brasileiro

A partir de 2001 a Lei n° 6385/76, a qual criou a Comissão de Valores

Mobiliários, foi modificada para, dentre outras mudanças, incluir como objetivo expresso a regulação do mercado de capitais e o combate ao uso de informação privilegiada e relevante. Dentre essas mudanças, é importante pontuar a reforma legislativa implementada pela Lei 10.303/2001, que inseriu mudanças significativas, principalmente no tocante à ampliação de competências da CVM e à criação de novos tipos penais, ampliando a tutela do Mercado de Capitais.

Com o intuito de contribuir para uma melhor compreensão dos objetivos e princípios básicos que devem nortear a atuação dos órgãos reguladores deste mercado, o legislador expõe as finalidades da atuação da CVM e do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional.

Nesse sentido, o Art. 4° da Lei n° 6385/76 estabelece:

> Art. 4º O Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários exercerão as atribuições previstas na lei para o fim de:
> I - estimular a formação de poupanças e a sua aplicação em valores mobiliários;
> II- promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações, e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social de companhias abertas sob controle de capitais privados nacionais;
> III- assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados da bolsa e de balcão;
> IV- proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra:
> a) emissões irregulares de valores mobiliários;
> b) atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas, ou de administradores de carteira de valores mobiliários.
> c) o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários.
> V- evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociadosno mercado;
> VI- assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido;
> VII- assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado devalores mobiliários;
> VIII- assegurar a observância no mercado, das condições de utilização de crédito fixadas pelo Conselho Monetário Nacional.

Cumpre salientar, de acordo com a doutrina vigente, que o objetivo da regulação e tutela do Mercado de Capitais é embasado em um bem jurídico de sentido amplo, que não se confunde com o bem jurídico protegido pela norma penal. Desse modo, é nítido que o objetivo principal do Estado é proporcionar o bem-estar da população, para isso é necessário a regulação do mercado de forma eficiente. Assim, acaba-se por proteger aos interesses do público investidor.

Portanto, conclui-se que a finalidade da regulação do Mercado de Capitais é

a capacidade funcional, ou seja, o correto funcionamento do mercado, o que acarreta em uma subsidiária proteção aos interesses dos investidores. Tal concepção colabora para a identificação do bem jurídico na esfera penal.

2.4- O direito penal econômico e o mercado de capitais

Com a globalização, o direito penal teve que se adaptar à novas transformações sociais e econômicas. A economia, por sua vez, teve seu maior pico de desenvolvimento a partir dessas transformações e, com isso, o Mercado de capitais se tornou um importante fator nesse contexto.

Segundo SILVA SÁNCHEZ (2011), em sua obra a expansão do direito penal,aponta efeitos negativos decorrentes do desenvolvimento tecnológico:

> Sem embargo, convém não ignorar suas consequências negativas. Dentre elas, a que interessa aqui ressaltar é a configuração do risco de procedência humana como fenômeno social estrutural. Isso, pelo fato de que boa parte das ameaças a que os cidadãos estão expostos provém precisamente de decisões que outros concidadãos adotam no manejo dos avanços técnicos: riscos mais ou menos diretos para os cidadãos (como consumidores, usuários, beneficiários, de serviços públicos etc.) que derivam das aplicações técnicas dos avanços na indústria, na biologia, na genética, na energia nuclear, na informática, nas comunicações etc. Mas, também, porque a sociedade tecnológica, crescentemente competitiva, desloca para a marginalidade não poucos indivíduos, que imediatamente são percebidos pelos demais como fonte de riscos pessoais e patrimoniais (SILVA SÁNCHES, 2011).

Não obstante, tem-se como consequência da globalização, a eliminação de fronteiras econômicas, a redução do papel intervencionista do Estado e o desenvolvimento de um arcabouço de regramentos paralelos ao direito dos Estados que simplifica as relações jurídicas e agiliza a demanda exigida por essa nova realidade.

Já no Direito Penal, verifica-se o contrário. De acordo com Matín (2005), é “fato evidente de que o fenômeno da globalização dá lugar, ao mesmo tempo, ao surgimento de condições específicas para a prática de uma nova criminalidade ou delinquência associa à globalização”, contudo, aborda o professor espanhol, “apesarda importância de seus aspectos culturais e políticos, a globalização é um fenômenode significado fundamentalmente econômico em razão de seu conteúdo”.

Em meio a esse cenário de novos riscos penais, inseridos num contexto de globalização como fenômeno econômico que surge o direito penal econômico ou

direito penal de empresa.

A brutal interferência dos meios de comunicação na opinião pública, reflete naprodução do legislador. Esses novos riscos obrigaram o legislador a criar tipos penais para tutelar os mais diversos ramos da atividade econômica.

Essa tentativa de combater os novos crimes que surgem com a evolução tecnológica, com o intuito de aplacar os anseios da opinião pública, nem sempre reflete uma preocupação com a utilização da melhor técnica legislativa, implicando na utilização simbólica do Direito Penal para suavizar sentimentos sociais de insegurança.

2.5- Tutela penal do mercado de capitais

Antes de adentrar sobre a tutela penal do mercado de capitais, é necessário entender o bem jurídico. Este se pronuncia claramente em um campo de tensão entre indivíduo, sociedade e Estado, assim, os bens jurídicos são interesses humanos que precisam de proteção penal. Já na corrente constitucional os bens jurídicos são concebidos como condições valiosas em que se concretizam os pressupostos da vida em comum.

A doutrina do bem jurídico busca conferir limites materiais ao Direito Penal, estabelecendo que os tipos penais devem apresentar conteúdo material. Desse modo, para que possa dar continuidade as criminalizações, deve o legislador estar diante de condutas que efetivamente lesionem ou coloquem em risco um bem jurídico-penal.

O conceito de bem jurídico está longe de ser unanimemente definido, e a sua atual aplicação ao Direito Penal, frente aos novos conflitos sociais impostos pela evolução tecnológica, demonstra uma situação de crise, abrindo espaço para questionamentos acerca de sua real função. De uma maneira geral, o bem jurídico limita a atuação estatal em matéria penal, sempre voltado à garantia da dignidade humana.

Ainda que não seja uma verdade absoluta, é fato que do bem jurídico não se pode prescindir como referente material do tipo penal, sendo certo que qualquer tentativa de criminalização de condutas, deve ser precedida de uma valoração à luz dos princípios limitadores da intervenção penal, com o intuito de evitar a utilização do direito penal de forma simbólica.

2.5.1- Tutela patrimonial dos investidores

No tocante à proposição dos interesses patrimoniais dos investidores como bem jurídico protegido nos crimes contra o Mercado de Capitais, a doutrina aponta algumas críticas que devem ser analisadas.

Primeiramente, no Mercado de Capitais é extremamente difícil encontrar os prejudicados na relação, pois as cotações dos valores mobiliários são variáveis conforme a relação de oferta e demanda. Assim, há grande dificuldade em se verificar os danos causados aos investidores em decorrência de ações criminosas lesivas ao Mercado de Capitais.

Além disso, existe grande dificuldade em mensurar os efetivos prejuízos, umavez que as cotações nem sempre são influenciadas quando da divulgação de uma informação relevante. Tratando-se, portanto, de meras suposições.

Nesse sentido, alguns autores entendem que a proteção penal não se deve limitar somente à proteção patrimonial do investidor, pois o alcance da proteção penal do Mercado de Capitais é mais amplo.

Porém, cumpre ressalvar que diante da formulação de bem jurídico defendida,a lesão patrimonial dos investidores, ainda que mediata, resulta em importante papelpara determinação do objeto de tutela, não podendo, portanto, ser afastada por completo.

2.5.2- Tutela da igualdade entre os investidores

O mercado é de livre acesso e participação, assim não existe possibilidade de igualdade entre os investidores. Não é apenas a formatação da personalidade jurídica dos investidores que define a natureza desigual entre os participantes do Mercado de Capitais, mas também a sua capacidade econômico financeira, o entendimento acerca do funcionamento do mercado, sua formação qualificada e o acesso às bases estatísticas.

O fato de não existir igualdade entre os investidores não justifica, contudo, a prática de ilícitos como o uso de informação privilegiada. Ante o exposto, o que se deve almejar é a tutela de uma igualdade no acesso à informação entre os investidores, garantindo-se, assim, uma igualdade justa de oportunidades na

participação no Mercado.

Segundo Sainz (2007), é impossível que o Mercado de Capitais seja plenamente transparente, até mesmo em razão da desigualdade ligada aos investidores. Desse modo, o mercado acaba por representar uma forma de concorrência desleal. Portanto, quem se utiliza indevidamente de uma informação privilegiada não agride apenas a igualdade entre os investidores, antes subverte as condições de regular funcionamento do mercado e coloca em perigo os seus níveis de eficiência.

2.5.3- Tutela da confiança dos investidores

Para um bom funcionamento do mercado, é necessário a confiança para inspirar os investidores. Alcançar a confiança dos investidores no mercado é algo mais relacionado com efeitos gerados por uma eficiente regulação do que com os fundamentos da tutela penal. Diante dessa situação, resta claro que tanto uma regulação administrativa adequada, como a garantia de igualdade de oportunidades entre os investidores e o correto funcionamento do mercado são capazes de alcançar a confiança pretendida.

A confiança como bem jurídico protegido, traria, sem sombra de dúvidas, margem a uma criminalização fundada exclusivamente em tipos de perigo abstrato, cuja a adoção exige certa cautela.

Não obstante, tutelar a confiança enquanto bem jurídico afasta, sobremaneira,o objeto da proteção penal do referencial antropocêntrico vinculado a dignidade humana, proporcionando uma indesejável subjetivação do Direito Penal.

2.5.4- Tutela dos interesses da sociedade emissora dos valores mobiliários

Não se deve admitir como bem jurídico tutelado apenas os interesses das companhias emissoras, pois estaria ignorando o relevante papel desempenhado pelos investidores, que, com seus recursos, financiam as companhias emissoras pormeio da aquisição dos valores mobiliários.

A experiência demonstra que os delitos praticados contra o Mercado de Capitais, afetam muito pouco o valor das cotações dos papéis negociados em

mercado. Assim, fica abalada a credibilidade das companhias emissoras, restando a intervenção penal, para a tutela e reparação dos interesses das sociedades emissoras.

É importante destacar, também, que os deveres de lealdade dos administradores para com as sociedades são usualmente objeto de proteção penal, tal como ocorre em nossa legislação, com os crimes violação de segredo profissionale de fraude e abusos na administração de sociedade por ações.

De acordo com Pinto (2000):

> é uma repetição inútil integrar esse objeto de tutela na incriminação do abuso de informação, e vai além, ao considerar que tais aspectos podem ser dogmaticamente considerados como consequências mais ou menos remotas das práticas ilícitas, mas não necessariamente efeitos lesivos sobreo bem jurídico.

2.5.5- Tutela do correto funcionamento do mercado

O correto e adequado funcionamento do Mercado de Capitais constitui, nos dias atuais, peça fundamental dos sistemas econômicos. Este é embasado em três pilares: proteção dos investidores, igualdade entre estes e transparência das informações.

A proteção patrimonial dos investidores tem relevância penal, questiona-se apenas se é segura o suficiente como interesse legitimamente carecedor de tutela penal. A igualdade do investidores, por sua vez, está a *priori* dotada de relevância para que se pugne por sua tutela sancionatória. A transparência das informações constitui um elo fraco para a fundamentação do correto funcionamento do Mercado como bem juridicamente protegido, o qual apresenta como um conceito deveras amplo e distante de uma conexão com os interesses e indeterminado, bem como uma proteção aos interesses econômicos gerais e, consequentemente, inapto a justificar a intervenção penal do Estado.

3- INSIDER TRADING

3.1- Origens

No século XVII já havia indícios do *Insider trading*, ainda que de forma esparsa. Existem relatos que haviam grupos que detinham informações privilegiadas e almejavam lucrar em prejuízo do investidor que não possuía essas informações.

No entanto, foi no século XX que esta prática se revelou propriamente dita. A crise da bolsa de valores afetou a economia de forma geral, bem como impactou a confiabilidade da população no mercado, em vista da ausência de leis para regulamentá-lo.

Tal falta de regulamentação poderia causar consequências devastadoras na economia do país, o que despertou a atenção do governo e este se viu na obrigaçãode produzir normas pertinentes.

Em 1934, foi editada a *Securities Exchange Act* para regulamentar e combater o *Insider Trading*. Essa lei fazia parte da política do *New Deal*, de Franklin Roosevelt,com o intuito de conter os dados da crise da bolsa de 1929.

Após a *Securities Exchange Act* de 1934, foi instaurada a *Securities Exchange Comission*, uma agência federal dos EUA, responsável por regular e fiscalizar o mercado de valores mobiliários norte-americano. Ela tem a mesma função que a CVM tem no Brasil.

O intuito dessas legislações repressoras do crime de uso de informação privilegiada foi estabelecer uma relação de igualdade entre os proprietários de títuloscom os dirigentes das sociedades. Ademais, buscavam reestabelecer a confiança nessas transações e proteger aqueles que eram, de certa forma, leigos sobre as condições do mercado quanto a informação disponível.

Essas normas foram trazidas para fazer parte do arsenal legislativo norte-americano no combate do *Insider trading*. Tais normas foram editadas com o intuito de proibir a prática do *Insider* e a interpretação dada a esses dois dispositivos possibilitou o desenvolvimento e aperfeiçoamento da lei de combate ao ato ilícito.

No ano de 1984, ficou disposto como ilegal a prática de passar informações sobre uma oferta pública de aquisição ainda não divulgada, mesmo quando ela não resultasse em negociações por parte daqueles que receberem as informações.

Como ficou exposto acima, o *Insider trading* teve origem na América do norte. Já no Brasil a primeira Lei que tratou do tema surgiu em 1965 com a lei n° 4.728/65 em seu art.3° inciso X, nessa lei, o encarregado de fiscalizar o *Insider Trading* era o banco central, porém ele não conseguia realizar esse trabalho de forma eficiente.

Em 1976, sob a influência norte americana, duas leis brasileiras foram criadas para conter esse crime, a Lei 6.404/76 e a Lei 4.728/65, estas regularam os padrões de comportamento dos administradores no que tange as suas

responsabilidades, a fim de proteger o sigilo das informações.

Finalmente em 2001, depois da criação de diversas normas regulamentadoras de crimes contra sigilos e condutas no mercado, foi editada a Lei n° 10.303/01 que incluiu um novo capítulo “Dos crimes contra o mercado de capitais” na Lei n° 6.385/76, tipificando, assim, três condutas ilícitas: o uso de informação privilegiada, exercício irregular de profissão, cargo, atividade ou função e a manipulação de mercado.

No Brasil, os institutos criados no combate ao *Insider Trading* ganharam grande força com o objetivo de zelar pela produtividade crescente no país quantos aos prejuízos já tomados por empresas pela ausência de sigilo de informações como intuito de promover o crescimento de novas empresas de forma segura em nosso mercado de capitais.

Para compreender a origem é necessário entender, também, o conceito que será exposto a seguir.

3.2- Conceito

O *Insider Trading* é definido como a compra ou venda ilegal de ações de uma empresa por pessoas que possuem informação especial, pois elas estão relacionadas a esta.

Em outras palavras, o *Insider Trading* é o uso de informações privilegiadas para a obtenção de vantagens e lucros no Mercado de Capitais. Ele ocorre quando alguém tem acesso a um fato relevante antes de todos, e utiliza esta informação para negociar ativos e ganhar dinheiro no mercado.

A lógica do *Insider Trading* é antecipar os movimentos do mercado com informações ainda desconhecidas ao público. Ademais, esse é movimento é tipificado como crime financeiro na legislação brasileira.

O *Insider* atua comprando ativos, assim, quando o fato se tornar público, osativos se valorizam e o *Insider* lucra. Em contrapartida, ao tomar conhecimento deuma notícia ruim, o *Insider* vende os ativos antes do mercado ter acesso às informações. Desse modo, ou ele lucra ou não perde com a desvalorização do ativo.

Não é difícil perceber quando o *Insider Trading* ocorre, existem alguns indíciosque apontam que o *Insider* está atuando como, por exemplo, quando há um aumento incomum no volume de negociação diário ou quando há um

movimento acentuado de compra ou de venda de ações pelos controladores das empresas. É imperativo ressaltar que este é apenas um indício, ou seja, não caracteriza a utilização de informação privilegiada de forma isolada.

O *Insider trading* não afeta apenas as partes envolvidas nas negociações, mas também a dinâmica do Mercado. Um mercado que traz a desconfiança aos poupadores, perde credibilidade e desestimula as pessoas a investirem suas poupanças. Destarte, a partir da pretensão de conseguir benefícios com as prerrogativas decorrentes das informações obtidas de forma privilegiada, o *Insider* abala a integridade do mercado ao lesar a sua confiabilidade.

É nítido, portanto, que trata-se de um delito altamente reprovado que impacta na economia e a ausência de repressão sobre ele deixa o mercado à mercê da má- fé dos negociantes.

O caderno n° 11 da Comissão de Valores Mobiliários descreve o uso indevido de informação privilegiada como a combinação de duas proibições: (a) realizarnegociações de posse de informação material que não é pública, e (b) revelar essa informação a terceiros (*tipping*).

> *a)* Negociar de posse de informação privilegiada é proibido comprar ou vender valores mobiliários de emissão da companhia, ou a eles referenciados, quando em posse de informação privilegiada (material e não pública). A citada proibição de negociação vale tanto para *Insiders* Primários (pessoas ligadas à companhia e que obtêm a informação privilegiada de forma direta) quanto para *Insiders* Secundários (pessoas que têm acesso à informação privilegiada, direta ou indiretamente, por meio dos *Insiders* Primários). Ademais, a vedação se aplica tanto para negociações feitas em nome próprio quanto em nome de terceiros.
> *b)* Revelar informação sigilosa a terceiros (Tipping) 28 É proibido revelar informação sigilosa a outra pessoa, possibilitando que ela negocie de posse de tal informação ou revele-a a uma terceira pessoa (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2016, p. 14).

Dessa maneira, aqueles que detêm informações de cunho relevante têm o dever de lealdade, não podendo estes utilizarem-se indevidamente destas informações para obter vantagens no Mercado de Capitais.

O art 2° da ICVM 358 define a informação relevante com base na influência que ela possa causar nos negócios a que ela está relacionada. Veja-se:

> Art. 2º Considera-se relevante, para os efeitos desta Instrução, qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembleia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável:
> I - na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a elesreferenciados;

> II - na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valoresmobiliários;
> III - na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados.
> Parágrafo único. Observada a definição do caput, são exemplos de ato oufato potencialmente relevante, dentre outros, os seguintes:
> I - assinatura de acordo ou contrato de transferência do controle acionário da companhia, ainda que sob condição suspensiva ou resolutiva;
> II - mudança no controle da companhia, inclusive através de celebração, alteraçãoou rescisão de acordo de acionistas;
> III - celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas em que a companhia seja parte ou interveniente, ou que tenha sido averbado no livro próprio da companhia;
> IV - ingresso ou saída de sócio que mantenha, com a companhia, contrato ou colaboração operacional, financeira, tecnológica ou administrativa;
> V - autorização para negociação dos valores mobiliários de emissão da companhia em qualquer mercado, nacional ou estrangeiro;
> VI - decisão de promover o cancelamento de registro da companhia aberta;
> VII - incorporação, fusão ou cisão envolvendo a companhia ou empresas ligadas;VIII - transformação ou dissolução da companhia;
> IX - mudança na composição do patrimônio da companhia;X - mudança de critérios contábeis;
> XI - renegociação de dívidas;
> XII - aprovação de plano de outorga de opção de compra de ações;
> XIII - alteração nos direitos e vantagens dos valores mobiliários emitidos pela companhia;
> XIV - desdobramento ou grupamento de ações ou atribuição de bonificação;
> XV – aquisição de valores mobiliários de emissão da companhia para permanência em tesouraria ou cancelamento, e alienação de valores mobiliários assim adquiridos; XVI - lucro ou prejuízo da companhia e a atribuição de proventos em dinheiro;
> XVII - celebração ou extinção de contrato, ou o insucesso na sua realização, quando a expectativa de concretização for de conhecimento público;
> XVIII - aprovação, alteração ou desistência de projeto ou atraso em sua implantação; XIX - início, retomada ou paralisação da fabricação ou comercialização de produto ou da prestação de serviço;
> XX - descoberta, mudança ou desenvolvimento de tecnologia ou de recursos da companhia;
> XXI - modificação de projeções divulgadas pela companhia;
> XXII – pedido de recuperação judicial ou extrajudicial, requerimento de falência ou propositura de ação judicial, de procedimento administrativo ou arbitral que possa vira afetar a situação econômico financeira da companhia.

Na legislação penal brasileira não está definido o que vem a ser informação relevante, isso faz com que o intérprete recorra a outras leis ou atos normativos parasaber o alcance da norma incriminadora. É necessária essa primeira análise do conceito de Insider Trading, para que possamos adentrar no tratamento legal do Insider Trading no Brasil, o qual será abordado no próximo tópico.

3.3- Panorama legislativo

O primeiro enunciado a tratar especificamente do tema no país foi o art. 3°, X,da Lei n. 4.728/65, que disciplina o mercado de capitais. Referido dispositivo, ao cuidar do espectro de competências do Banco central do Brasil, demonstrava aseguinte atribuição:

Art.3° Compete ao Banco Central:

X- Fiscalizar a utilização de informação não divulgadas ao público em benefício próprio ou de terceiros, por acionistas ou pessoas que, por força de cargosque exerçam, a elas tenham acesso.

Nota-se, portanto, que o primeiro regulamento a tratar do assunto é anterior a própria CVM. Apesar do Banco Central sinalizar um primeiro esforço do legislador no combate ao *Insider Trading*, é notório sua deficiência, ou simplesmente sua insuficiência para fazer frente a tão importante questão. Pode-se dizer, até simples, odispositivo também não oferecia qualquer parâmetro para a caracterização do *Insider Trading*.

Em vista disso, um tratamento mais consistente foi oferecido com advento da Lei das S.A, que, ao consagrar o dever de lealdade do administrador em seu artigo 155, tratou, em seus parágrafos, da vedação ao *Insider trading*:

> Art. 155. [...]
>
> § 1° 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° O administrador deve zelar para que a violação ao disposto no § 1° não possa ocorrer através de subordinados ou terceiros de sua confiança.
> §3° A pessoa prejudicada em compra e venda de valores mobiliários, contratada com infração do disposto nos §§ 1° e 2°, tem direito de haver do infrator indenização por perdas e danos, a menos que ao contratar já conhecesse a informação.

Verifica-se na disciplina da Lei das S.A uma maior abordagem, trazendo consigo elementos capazes de permitir não só um melhor delineamento da figura do *Insider*, bem como a possibilidade de reparação pelos danos sofridos.

Nesse sentido, uma importante inovação foi trazida pela Lei n° 10.303/2001, acrescentando novo parágrafo ao art.155 da Lei das S.A:

§4° É vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários.

Essa alteração ampliou o campo subjetivo de incidência da vedação ao *Insider Trading*, passando a vincular qualquer pessoa que tenha tido acesso à informação relevante. Como se vê, alargou-se de forma expressiva a possibilidadede responsabilização pelo ilícito do *Insider*.

É cabível, ainda, destacar na referida Lei n° 6.385/76 a atribuição conferida ao Conselho Monetário Nacional e à CVM para "assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários" (art.4°,VII). Indubitavelmente, a prática do Insider Trading configura-se como não equitativa no mercado.

Não obstante, na escala das fontes normativas, encontra-se a Instrução CVM n° 358/2002, que dispõe, dentre outros temas, sobre vedações e condições para a barganha de ações de companhias abertas na pendência de fato relevante não divulgado ao mercado. A instrução contemporânea revogou a antiga Instrução CVM n° 31/84, marco normativo de grande importância, assumindo papel de destaque na regulamentação do crime de *Insider Trading*. Ademais, no art. 13, a Instrução CVM n° 358/2002 define o conceito de *Insider Trading*, porém sem inovações em relaçãoà lei das S.A.

Desse modo, cabe salientar que, devido ao caráter altamente reprovável da conduta, o *Insider Trading* enseja responsabilização em diversas frentes, englobando as esferas administrativa, civil e, mais recentemente, penal.

Um dos maiores problemas que a prática de Insider Trading traz consigo é o reflexo sobre a confiança no próprio mercado de capitais. Assim, esse crime "ao lesar o investidor, termina também por minar o próprio mercado de capitais, cujabase está na confiança e lisura das próprias relações" (COSTA, 1996). Trata-se, pois, de uma questão eminentemente de credibilidade e confiança, de amplo e profundo alcance.

Percebe-se, dessa forma, que o uso desleal de informações privilegiadas viola o dever de informação e lealdade que deveria pautar sua conduta, além de desestabilizar o mercado, comprometendo-lhe sua eficiência.

Se vê então, de forma mais clara, a amplitude do alcance que tem o uso

indevido da informação privilegiada, ao afetar não apenas os investidores, mas o próprio mercado e, por consequência, a economia do país. E, também, é evidente o intenso grau de reprovação que a conduta merece no ordenamento jurídico, em esferas diversas. A confiança no mercado de valores mobiliários é o bem que estimula os investidores a aplicarem seus recursos neste mercado, daí o interesse em proteger essa confiança.

A proteção dirigida a confiança dos investidores é tão importante que a tutela da informação, do mercado torna-se o principal objetivo das normas que regulam e combatem a prática de *Insider Trading*.

Nesse sentido surge a necessidade de entender de forma mais aprofundada ocrime de uso de informação privilegiada.

3.4- Uma análise sobre o uso de informação privilegiada

Para a configuração do crime são necessários alguns requisitos:

(a) uso de informação privilegiada não divulgada no mercado;

(b) acesso à informação privilegiada; e

(c) intenção de negociar tirando proveito da informação privilegiada.

3.4.1- Existência de informação privilegiada não divulgada ao mercado

Só é possível cogitar-se da existência de *Insider Trading* quando estamos diante de uma informação privilegiada. Assim, abrem-se ao agente duas opções: divulgá-la ou abster-se de negociar com base nela.

A informação privilegiada é aquela, simultaneamente, relevante e sigilosa. Ora, na fórmula demonstrada no parágrafo quarto do art. 155 da Lei das S.A., é a “informação relevante ainda não divulgada”.

Segundo o art. 157, § 4°, da Lei das S.A, a informação relevante é aquela que“possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia”. São as informações capazes de produzir efeitos significativos sobre as negociações de títulos, quando avaliadas por um investidor médio.

A informação sigilosa, por sua vez, será a informação ainda não divulgada

para conhecimento do mercado.

Não se deve confundir, neste aspecto, o dever de sigilo com o dever de informar. O sigilo não é intrínseco à informação; ele se justifica apenas enquanto necessário à realização de negócios societários. Configura-se, portanto, característica transitória, impondo-se o sigilo somente no período de tempo que antecede a ampla divulgação da informação para o mercado, tornando-se ilícito o segredo mantido por prazo superior ao estritamente necessário.

O dever do sigilo acaba quando a informação protegida se torna pública. Embora a informação ocorra normalmente pelos canais oficiais, seu vazamento de forma irregular é suficiente para cessar o sigilo, desde que a informação se torne efetivamente pública. Nessa situação a informação não será mais alvo do *Insider Trading*.

Não obstante, deve-se pontuar, ainda, que há diferença entre a informação pública e a informação amplamente conhecida. O que importa para a configuração do *Insider Trading* é que a informação não seja mais sigilosa, estando disponível ao conhecimento dos investidores do mercado.

Outro ponto a ser abordado é a capacidade de processamento da informação pelo investidor. Não estando os integrantes do mercado igualmente capacitados, é possível que sejam alcançadas diferentes conclusões, orientando suas ações de maneira diversa, sendo certo que alguns serão mais exitosos que outros. Afinal o que interessa é que diversos fatores poderão influir na dos agentes após a publicação das informações antes sigilosas.

Portanto, conclui-se que a informação, para ser objeto de *Insider Trading*, deve ser séria, referente a fatos minimamente precisos. Não há impedimentos para arealização de operações baseadas em meros rumores, porventura conduzindo a negócios lucrativos. Neste caso, não estará presente a informação relevante e sigilosa necessária para a caracterização do delito.

3.4.2- *Acesso à informação privilegiada*

Para a caracterização do *Insider Trading* é preciso que exista uma pessoa com acesso a essa informação, capaz de utilizá-la na negociação de valores mobiliários. Esta é, justamente, a figura do *Insider*. No entanto, é necessário indagar quem pode ser reputado um Insider.

Conforme a Lei das S.A, só eram expressamente tratados com *Insiders* os administradores de companhias abertas, bem como seus subordinados e terceirosde sua confiança, respondendo os administradores inclusive pelo vazamento de informação. São considerados *Insiders* não somente os administradores, acionistas controladores e empregados de companhias abertas.Nas precisas palavras de Nelson Eizirik (1984):

> Assim, estão incluídos na categoria de *Insiders* as instituições financeiras, auditores, analistas de investimento, advogados, etc., os quais por força de sua posição, função ou cargo, obtenham informações relevantes sobre uma companhia aberta. O parágrafo único do art. 11 da Instrução, antes citado, considera ainda como Insider qualquer pessoa que tenha acesso à informação relevante, desde que saiba tratar-se de informação privilegiada ainda não divulgada ao mercado.

A reforma de 2001 acrescentou o §4° ao art. 155 da Lei das S.A., implementando a opção regulamentar por uma definição mais expansiva da figura do *Insider*, ao reportar-se a “qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso”. Para entender essa regulamentação é necessário entender a distinção entre *Insiders* primários e secundários.

O art.13 da Instrução CVM n.358/2002 explica que, os *insiders* primários são aquelas pessoas que possuem acesso direto à informação privilegiada, em razão de sua função, ou seja, que estão no interior da companhia. Essa categoria engloba administradores, acionistas controladores e empregados da sociedade. Já os *Insiders* secundários não possuem acesso direito à informação privilegiada, adquirindo tal informação por meio de outra pessoa, normalmente outro Insider. Já que recebem a informação de outros indivíduos, é igualmente comum o emprego da expressão *tippers* para referir a essa espécie de Insider, sendo aqueles que passam a informação denominados *tippers*.

Nota-se, portanto, que a clássica distinção entre *Insider* primário e secundário não é capaz de abarcar todos os cenários nos quais se percebe a existência de um Insider. Assim, surge a figura do Insider temporário para designar a categoria de profissionais que, embora não sejam empregados ou administradores, portam uma relação de fidelidade com a empresa, originada do exercício de função ou desempenho de atividade que lhes proporciona acesso direto ás informações.

O art. 13 da CVM n°358/2002, faz referência aos *insiders* primários, tratando, em seu § 1°, não só dos secundários, como também dando destaque aos *insiders*

equiparados a primários, no caso, os temporários.

> 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 companhiaaberta, pelos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criadas 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.
> §1° 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.

Por fim, ressalta-se que, embora a prática de *Insider Trading* exija a atuação de um Insider, a negociação entre dois *insiders* não tipifica o ilícito. Isso porque, o fundamento do combate ao Insider trading repousa na assimetria de informação entre negociantes. Nesta ocasião, se ambos conhecem a informação privilegiada, encontram-se simétricos. Ou seja, não existirá qualquer desvantagem decorrente da operação, não se justificando, pois, a repressão à prática.

3.4.3- Negociação com intenção de tirar proveito da informação privilegiada

Para o efetivo aperfeiçoamento do *Insider trading* é necessário a intenção do Insider em realizar a negociação, utilizando a informação privilegiada à qual teve acesso para obter vantagem ilícita.

Tal requisito está expresso no §4° do art. 155 da Lei das S.A, quando menciona à utilização da informação relevante “com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem”.

A Legislação não exige a consumação do dano para a caracterização do ilícitoadministrativo. O dano é um elemento necessário para a caracterização de um deverde indenizar à parte prejudicada. Desse modo, a mera realização da operação com oobjetivo de gerar dano é fato grave o suficiente para fazer incidir as sanções disciplinares administrativas aplicáveis.

A CVM tem se posicionado nesse sentido: “A efetiva consecução da vantagem não integra a caracterização do Insider, basta, simplesmente, a

negociação por qualquer pessoa que detenha informação privilegiada" (CVM, 2012).

Para constatar a intenção do agente é preciso, portanto, o estabelecimento do nexo causal entre a realização da operação e a posse da informação. É preciso que o Insider tenha realizado os atos negociais em virtude do conhecimento da informação privilegiada.

Nesse sentido, embora a lei das S.A. manifesta expressamente o elemento subjetivo como pressuposto do Insider Trading, o art. 13 da Instrução CVM n. 358/2002, ao tratar do tema, não faz referência expressa à intenção do agente.

Porém, não é possível entender que o tipo disposto no art.13, §1°, da CVM n. 358/2002 independe da verificação da culpabilidade do agente, como se se tratasse de vedação absoluta que não admite exceção ou prova em contrário.Destaca-se que o próprio art.13, em seus §§ 6° e 7°, demonstra exceções à vedação de negociação com informações privilegiadas, admitindo hipóteses em que referidanegociação é possível. Ou seja, não existe pela própria análise do artigo, caráterabsoluto na vedação prevista. Desse modo, mesmo não constando de forma expressa na norma a necessidade de verificação da intenção do agente, ela não pode ser descartada, pois sua análise é inerente a todo ilícito administrativo.

Assim, entende a melhor doutrina sobre o tema, ao discorrer sobre o ilícito de *Insider Trading*:

> A finalidade de auferir vantagem mediante a compra ou venda de valores mobiliários para si ou para outrem é requisito da violação da proibição de negociar com informação privilegiada. O elemento intencional é integrante subjetivo do tipo. Por isso que na regulação da CVM encontram-se situações onde embora possa haver informação privilegiada não se proíbe anegociação pelos administradores, desde que se tenha elementos que comprovem que a razão da negociação não teria sido a finalidade de obter vantagem por conta da informação privilegiada, conforme se pode verificar da Instrução CVM n. 358/02 (CVM, 2012).

Dessa forma, fica esclarecido que a intenção de obter vantagem constitui de fato um requisito do *Insider Trading*, não tendo sido esse pressuposto abolido pela Instrução CVM n. 358/2002, que apenas instituiu presunção *iuris tantum* sobre o dolodo *Insider*.

De uma maneira geral, conclui-se que a construção de um perfil de investimento do suspeito é um mecanismo satisfatório, embora não possa ser

avaliado isoladamente, para aferir a intenção do *Insider*, pois as operações orientadas pelo conhecimento de informação privilegiada buscarão destoar das usualmente realizadas, facilitando a identificação das transações ilícitas.

Portanto, é possível chegar à conclusão que quando não há finalidade de obter vantagem com negociação, a conduta não se submete ao tipo descrito no art. 13, § 1°, da Instrução CVM n. 358/2002.

4- SANÇÕES E A TUTELA PENAL

4.1- Responsabilidade civil

A responsabilidade civil é a base para o cabimento da sanção civil aos *insiders*, possui requisitos prefixados: conduta ilícita, danos emergentes ou lucros cessantes, prejuízos valores e direitos decorrentes da primeira lesão ao bem econômico e o nexo de causalidade que significa que o dano ocorreu por causa do ato ilícito.

Conforme o art. 158*, caput* da lei 6.404/1976: “O administrador não é pessoalmente responsável pelas obrigações que contrair em nome da sociedade e em virtude de ato regular de gestão; responde, porém, civilmente, pelos prejuízos que causar, quando proceder”. A responsabilidade recai sobre a sociedade devido aos feitos do administrador na atividade laboral regular, pois são considerados atos da companhia, contudo o administrador tem o dever de indenizar se for julgado que agiu dentro de suas atribuições ou poderes, com culpa ou dolo ou com violação da lei ou do estatuto, de acordo com os incisos I e II do referido artigo.

O inciso I aborda a responsabilidade civil subjetiva, implica que a parte lesadadeve comprovar o dolo ou a culpa do agente, o efeito danoso, e nexo causal.

Para explicar o inciso II, é necessário entender o pensamento do doutrinador José Edwaldo Tavares Borba, que defende a responsabilidade civil subjetiva com inversão do ônus da prova, também denominada responsabilidade subjetiva com culpa presumida, visto que o administrador deve comprovar ausência de ato culposo ou danoso, e a vítima deve expor o nexo de causalidade

(BORBA, 2004).

De modo geral, a parte lesada não logra o conjunto probatório, em razão do seu difícil acesso, principalmente nos casos de ausência de investimentos altos ou participação acionária reduzida, salienta-se que o administrador está mais apto acomprovar que não cometeu o ato ilícito com dolo ou culpa, em vista da sua relação com a companhia.

Além disso, o administrador responde civilmente caso tome ciência que os “acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração, doconselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, e empregados da companhia” (CVM, 2002), divulgaram indevidamente a informação relevante, porém não fiscaliza previamente ou fiscaliza posteriormente quando a informação já afetou o Mercado de Capitais.

Importante instrumento para garantir a efetividade da reparação civil é a ação civil pública de responsabilidade por danos causados aos investidores no mercado de valores mobiliários, contida na Lei n. 7.913/89, que atribuiu ao MP legitimidade ativa para o ajuizamento da referida ação, de ofício ou por solicitação da CVM.

Destarte, nota-se que os interesses são tutelados pela via coletiva. E a tutela coletiva ganha corpo por meio da ação civil pública, sem prejuízo da possibilidade de tutela no âmbito individual para reparação de danos das pessoas prejudicadas pela conduta de uso indevido de informação privilegiada.

4.2- Responsabilidade administrativa

A responsabilidade administrativa se dá perante a CVM, por meio de processoadministrativo, segundo o art. 9°, V e VI, da Lei n. 6.385/76:

> [...]
> V – apurar, mediante processo administrativo, atos ilegais e práticas não equitativas de administradores, membros do conselho fiscal e acionistas e companhias abertas, dos intermediários e dos demais participantes do mercado;
> VI – aplicar aos autores das infrações indicadas no inciso anterior as penalidades previstas no Art.11, sem prejuízo da responsabilidade civil ou penal.

As instruções n. 358/2002 e n. 491/2011 da CVM enquadram o *Insider trading* como infração grave, sujeitando o infrator às penalidades previstas nos incisos III a VIII do artigo 11 da Lei n. 6385/76.

Os atos realizados na esfera administrativa em consequência do *Insider trading* pode ter reflexos ou não na esfera penal, que serão explicados a seguir.

4.3- Responsabilidade penal

A responsabilidade penal pela prática de *Insider trading* passou a ser notada somente em 2001, quando a Lei n. 10.303/01 acrescentou o art. 27-D à Lei n. 6.385/76, que foi modificado posteriormente pela 13.506/17, prevendo o seguinte:

> Uso indevido de informação privilegiada:
>
> 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 oude 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.

As sanções penais, reclusão e multa, podem ser cumuladas e impostas em conjunto, nesse último, “em razão do dano provocado ou da vantagem ilícita auferidapelo agente”, como reza o art. 27-F da Lei 6.385/76: “As multas cominadas para os crimes previstos nos arts.27-C e 27-D deverão ser aplicadas em razão do dano provocado ou da vantagem ilícita auferida pelo agente”.

A primeira condenação tem personalidade preventiva, pois busca a desmotivação do *Insider trading*. A segunda condenação, por sua vez, tem caráter repressor, ao diminuir o capital do infrator para que não reincida.

O fluxo de entrada e saída de recursos financeiros bem como outras atividades são feitas conforme a confiança no mercado de valores mobiliários, assim a sua segurança, credibilidade, eficiência e estabilidade são prejudicados pelo uso deinformação privilegiada, bem como, o capital atual e possível dos investidores, de modo coletivo.

É nítido no ordenamento constitucional, mais precisamente no art.109, da Constituição Federal, a competência da justiça que trata de crimes de matéria federal para julgamento de *Insider trading*, uma vez que que é responsabilidade da CVM criar dispositivos, fiscalizar, sancionar, a fim de evitar a infração, protege e controla o mercado, atividades que são de interesse da união.

Aguarda-se que o aporte de capital seja realizado a partir de análises e

saber das informações que devem ter conteúdo e acesso equitativos, a qualquer sujeito, com o objetivo de diminuir a posição vantajosa de alguns integrantes; equilibrar a concorrência pela obtenção de lucros entre investidores, especialmente os mais experientes, além de manter o bom funcionamento do mercado.

Portanto, infere-se que geraria efetividade à tutela penal: o aumento da pena, mínima e máxima, de reclusão, e sanção pecuniária; maior cooperação jurídica internacional no suprimento de provas que auxiliam na apuração do crime de *Insider trading*, atuação das áreas do MP especializadas em análise do referido crime e os precedentes da esfera administrativa e penal homogêneos, principalmente no enquadramento do fato como relevante.

5- INFETIVIDADE DA REPRESSÃO PENAL

5.1- O caso Sadia x Perdigão

No mês de fevereiro de 2016, o STJ analisou a primeira condenação criminal de *Insider trading* no brasil. O fato delituoso ocorreu em julho de 2006, na cidade de São Paulo e envolveu os acusados Luiz Gonzaga Murat Junior, Romano Ancelmo Fontana Filho e Alexandre Ponzio de Azevedo.

Luiz Murat se encontrava na posição de diretor de finanças e relações com investidores da empresa Sadia S.A e, conforme a denúncia, em abril e junho de 2006, utilizou de informação privilegiada ainda não divulgada ao mercado, por meio da Oferta Pública de Aquisição (OPA) das ações da empresa Perdigão S.A, o que propiciou vantagem indevida mediante a compra de US$ 352.907,00 e US$ 586.801,00 em certificados de ações.

O segundo denunciado, Romano Ancelmo, era membro do Conselho de Administração da Sadia S.A e, segundo a peça acusatória, teria usado informação relevante ainda não divulgada ao mercado, durante a OPA de ações da empresa Perdigão S.A, bem como, na divulgação pública da revogação da oferta pública de aquisição de ações da Perdigão S.A pela Sadia S.A.

A obtenção de vantagem de Romano aconteceu mediante a compra e venda, em nome próprio, de certificados de ações, totalizando US$ 193.000,00, US$ 95.000,00, US$ 56.100,90 respectivamente, e, US$ 483.215,40.

Já o denunciado Alexandre era superintendente executivo de empréstimos estruturados e gestão de portifólio do Banco ABN AMRO REAL S.A. Em 20 de junho de 2006, depois de tomar conhecimento de informação relevante, Alexandre comprou, 14.000 ADRs, através da corretora CHARLES SCHWAB & CO., pelo valor de US$ 269.901,95. O MPF propôs o benefício da suspensão condicional do processo em face de Alexandre, que aceitou e foi desmembrado do processo.

Na primeira instância, Luiz Murat foi condenado à pena privativa de liberdade de 1 ano e 9 meses de reclusão, em regime inicial aberto, substituída por prestação de serviços à comunidade e a proibição do exercício de cargo de administrador ou conselho fiscal de companhia aberta pelo prazo de condenação, além de multa no valor de R$349.711,53.

Romano, por sua vez, foi condenado à pena privativa de liberdade de 1 ano, 5meses e 15 dias de reclusão, em regime inicial aberto, substituída por prestação de serviços à comunidade e a proibição do exercício do cargo de administrador ou conselheiro fiscal de companhia aberta pelo prazo da condenação, além de multa novalor de R$ 374.940,52, conforme a ação penal n. 0005123-26.2009.4.03.6181.

O MPF expôs recurso de apelação que foi julgado pelo TRF3, em 31 de janeiro de 2013. Segundo acórdão, o juízo majorou a pena de Luiz para dois anos, seis meses e dez dias de reclusão em regime aberto, e condenou ao dever de indenizar a título de dano moral coletivo no montante de R$254.335,66.

Não obstante, o Conselheiro teve sua pena majorada para dois anos e um mês de reclusão em regime aberto, e condenação ao dever de indenizar a título de dano moral coletivo no valor mínimo de R$305.036,36.

Por meio do REsp o caso foi ao STJ, onde romano foi condenado a dois anos e um mês de prisão, cuja pena foi convertida em serviços comunitários e proibição de exercer cargos em companhias abertas, além de multa de R$374.9 mil. A pena prescreveu.

No que concerne a Luiz Murat, este foi condenado a dois anos e seis meses, no entanto, teve a pena convertida em serviços à comunidade, além da multa de R$394,7 mil para reparação a título de danos morais coletivos.

O caso foi encerrado em 21 de junho de 2017, após o não provimento do recurso extraordinário com agravo (ARE), intentado pelos réus pelo Supremo

Tribunal Federal (STF).

O caso em questão, ficou conhecido como a primeira condenação de *Insider trading* no Brasil em vista da sentença penal condenatória definitiva, sendo até a presente data, a única a atingir tal patamar.

5.2- Crítica: da ineficiência da criminalização do *Insider trading*

Para o correto funcionamento do mercado de valores mobiliários é necessário o correto funcionamento de todos os seus elementos para se desenvolver. É dever do Estado manter o mercado transparente e regulamentado, para que a sociedade possa destinar suas poupanças sem medo.

Para garantir esse quadro é preciso alguns mecanismos de segurança para proteger o mercado. Assim, a tutela penal passou a se preocupar com o crime de *Insider trading* a partir do momento que esses mecanismos de segurança deixaram de ser suficiente para a repressão do crime.

Desse modo a falta de casos atuais no ordenamento jurídico demonstra, claramente, uma falha por parte da tutela penal. Já faz mais de duas décadas desde a inserção da figura delitiva do *Insider trading* pela Lei n. 10.303/2001 e houve apenas uma condenação pelo delito.

O mercado de valores mobiliários é amplamente influenciado pela tecnologia, estando exposto a diferentes modalidades de operação, as quais são de difícil fiscalização.

Nessa linha, a comprovação de e-mails, documentos físicos da realização de transações e ligações, são de árdua obtenção e fiscalização, e fazem com que a investigação tenha que se embasar em provas indiretas e suposições, elementos que muitas das vezes não são suficientes para um esclarecimento probatório.

Os empecilhos para uma repressão penal efetiva estão relacionados com a qualificação dos investidores e a obtenção de prova incriminadora contundente. Isso se verifica no momento em que o magistrado precisa se debruçar sobre o caderno processual e, a partir de uma análise profunda, decida por tomar como verdadeiros os fatos imputados ao réu.

Dessa maneira, o MP deve compreender que o juízo não pode se basear

em presunções, suposições ou indícios incertos quando do efetivo julgamento, precisando mostrar a valoração de cada prova.

Isto é, mesmo que haja procedimento administrativo instaurado e comunicadoao Ministério Público, os promotores podem optar por não oferecer denúncia, por considerar que as provas são insuficientes e que o acusado provavelmente será absolvido.

Ante o exposto, não é necessário a descriminalização da conduta, como alguns doutrinadores defendem, visto que a inexistência de previsão penal do crime de Insider trading causa insegurança ao mercado e pode resultar no aumento da criminalidade.

Destarte, é claro que a repressão do crime de *Insider trading* no Brasil ainda éineficaz, ao passo que o artigo 27-D é frágil de aplicação. A ampliação da tutela contra o *Insider* no âmbito penal não observou os problemas enfrentados no combate ao crime e demonstram-se insuficientes para uma correta proteção ao bem jurídico protegido.

6- CONCLUSÃO

Ao longo deste trabalho, procurou-se analisar diversos aspectos que permeiam a prática delituosa do crime de uso indevido de informação privilegiada, desse modo, em primeiro lugar foi preciso introduzir o plano de fundo do delito, conceituando o mercado de capitais, a evolução deste e a sua regulamentação.

O capitalismo impacta diretamente na economia de uma nação, bem como no desenvolvimento dela. Com o nascimento do mercado de capitais, a ampliação do mercado financeiro e as sociedades anônimas, veio a tona a necessidade de se proteger bens, até o momento ignorados pela proteção do direito penal.

Na medida em que a sociedade evoluí, o Direito Penal deve evoluir conjuntamente, e o surgimentos de novos delitos exigem uma tutela penal adequada. Nesse sentido, o direito penal econômico ascendeu e passou a abarcar bens jurídicos, relacionados a fatos socioeconômicos.

Com o surgimento do crime de uso de informação privilegiada a tutela penal passou a regular a conduta pela Lei n° 6.385/76. Assim, para uma tutela

efetiva é necessário uma definição adequada do crime e, no caso de *Insider trading*, foram abordados alguns aspectos que se mostram controversos entre a doutrina.

Tratando-se de mercado de capitais, o bem jurídico é amplo e abarca mais de um elemento, pois não existe bem jurídico que vise apenas a tutela de uma parcela participante do mercado. Logo, por bem jurídico do crime de *Insider trading*, entende-se que é o regular funcionamento do mercado. Esse bem aborda tanto a estabilidade do mercado, como a confiança dos investidores e das sociedadesemissoras de valores mobiliários.

Na análise do caso Sadia-Perdigão, o fato de existir menos de dez procedimentos criminais instaurados, demonstra a dificuldade que há na comprovação do delito na prática. Sendo assim, infelizmente, a repressão penal no Brasil ainda é ineficiente para enfrentar a conduta e proteger a integridade do mercado de capitais.

Por fim, fica evidente que ainda existe muito trabalho a ser feito. É preciso desenvolver um entendimento consolidado a respeito da tipificação para não correr orisco da repressão contra o *Insider trading* se classificar como “cifras negras”. O Direito Penal não admite termos vagos, a escassez jurisprudencial sobre o tema e seus elementos constitutivos afetam a segurança jurídica, tornando árduo a legitimidade persecutória no campo dos delitos econômicos.

7- REFERÊNCIAS

AFONSO, L. **Crimes contra o mercado de capitais**. 2009. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo.

BORBA, J. E. T. **Direito Societário. 9° ed. rev., aum. e atual.** Rio de Janeiro: Renovar, 2004.

CASTELLAR, J. C**. Insider Trading e os novos crimes corporativos.** Apud EIZIRIK, Nelson. "Insider Trading" e responsabilidade. Rio deJaneiro: Editora Lúmen Júris, 2008.

COSTA, A. A.; MORAES, R. J. **Insider Trading**. Revistados Tribunais, São Paulo, v. 723, p. 695, jan. 1996.

CVM: **LEI Nº 10.303, DE 31 DE OUTUBRO DE 2001**. Disponível em: <

http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/leis_2001/l10303.htm>. Acesso em 4 mai de 2023.

DECRETO-LEI Nº 157, DE 10 DE FEVEREIRO DE 1967. Disponível em: <

https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/1965 1988/del0157.htm>. Acesso em 5 mai 2023.

DE OLIVA, M. Z. **O Insider Trading no Brasil: breves considerações**. Disponível em: <https://www.migalhas.com.br/depeso/112841/o-insider-trading-no-brasil--breves-consideracoes>. Acesso em: 27 jul. 2023.

EIZIRIK, N. L.**O papel do Estado na Regulação do Mercado de Capitais**. Rio de Janeiro, Instituto. Brasileiro de Mercado de Capitais – IBMEC,1977

EIZIRIK, N**. A Instrução CVM 31/84 e a regulamentação do " Insider Trading"**. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo, v. 55, p. 172, jul. /set. 1984.

FERREIRA, R. R. A. **INSIDER TRADING: A Repressão Penal do uso de Informação Privilegiada no Mercado de Valores Mobiliários**. Tese de Doutorado. 2014. Universidade de Coimbra.

DA COSTA PINTO, Frederico de Lacerda. Crimes Económicos e Mercados Financeiros: Abuso de Informação Privilegiada e Manipulação de Mercado no Novo Código dos Valores Mobiliários de 1999. **Revista Penal** , n. 6, pág. 84-103, 2000.

GOMES, Denise Figueiredo de Paula . A caracterização do uso indevido de informação privilegiada à luz da Lei nº 10.303/2001.

MARTÍN, Luis Gracia; DE CARVALHO, Érika Mendes; SCHÜNEMANN, Bernd. **Prolegômenos para a luta pela modernização e expansão do Direito Penal e para a crítica do discurso de resistência**. Sergio Antonio Fabris Editor, 2005.

OLIVEIRA, C. **A Lei no 13.506/2017 e a definição do crime de insider trading.** Disponível em: <https://www.jota.info/tributos-e-empresas/mercado/lei-no-13-506-2017-e-definicao-do-crime-de-insider-trading-29012018>. Acesso em: 18 mai. 2023.

LEI Nº 6.385, DE 7 DE DEZEMBRO DE 1976. Disponível em: < https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm>. Acesso em 15 mai. 2023.

LEI Nº 6.404, DE 15 DE DEZEMBRO DE 1976. Disponível em: <

https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404compilada.htm>. Acesso em 12 mai. 2023.

Resolução nº 1832 Banco Central. Disponível em: < https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1991/pdf/res_1832_v1_o.pdf>. Acesso em 18 mai. 2023.

SILVA SÁNCHEZ,Jésus-Maria**. A Expansão do Direito Penal: aspectos da política criminal nas sociedades pós industriais**. 2.ed. São Paulo, 2011.

SZTAJN, Rachel. Conceito de Liquidez na disciplina do mercado de valores mobiliários. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro.** v. 41, n. 126, p. 7-9, 2002.