

**INSTITUTO ENSINAR BRASIL  
FACULDADES DOCTUM DE GUARAPARI**

**GIANNE VIEIRA BEZERRA**

**A APLICABILIDADE DA LEI PENAL NOS CRIMES DE  
INSIDER TRADING NO BRASIL**

**GUARAPARI - ES  
2019**

**GIANNE VIEIRA BEZERRA**  
**FACULDADES DOCTUM DE GUARAPARI**

**A APLICABILIDADE DA LEI PENAL NOS CRIMES DE  
INSIDER TRADING NO BRASIL**

**Trabalho de Conclusão de Curso  
apresentado ao Curso de Direito das  
Faculdades Doctum de Guarapari, como  
requisito parcial à obtenção do título de  
Bacharel em Direito.**

**Orientador: Prof.a M.a Kélvia Faria  
Ferreira**

**GUARAPARI - ES  
2019**

## **FACULDADES DOCTUM DE GUARAPARI**

### **FOLHA DE APROVAÇÃO**

O Trabalho de Conclusão de Curso intitulado: A APLICABILIDADE DA LEI PENAL NOS CRIMES DE INSIDER TRADING NO BRASIL, elaborado pelo aluno GIANNE VIEIRA BEZERRA foi aprovado por todos os membros da Banca Examinadora e aceita pelo curso de Direito das Faculdades Doctum de Guarapari, como requisito parcial da obtenção do título de

**BACHAREL EM DIREITO.**

**Guarapari, \_\_\_ de \_\_\_\_\_ 2019.**

---

Prof.a M.a Kélvia Faria Ferreira  
Faculdades Doctum de Guarapari  
Orientador

---

Prof. Me Fábio Pedroto  
Faculdades Doctum de Guarapari

---

Prof. Esp. Fabrício da Mata Correa  
Faculdades Doctum de Guarapari

Dedico este trabalho às pessoas que estiveram comigo nesta caminhada e não deixaram que eu desistisse nem por um momento.

## A APLICABILIDADE DA LEI PENAL NOS CRIMES DE INSIDER TRADING NO BRASIL

Gianne Vieira Bezerra<sup>1</sup>  
M.a Kélvia Faria Ferreira<sup>2</sup>

### RESUMO

Este artigo vem de uma forma simples esclarecer o leitor quanto à prática do crime de *Insider Trading* que afeta diretamente a economia brasileira. Tem como objetivo principal esclarecer quando se configura e se o Direito Penal é uma ferramenta eficaz para coibir e punir a prática deste crime. O crime de *Insider Trading* acontece quando uma informação de grande relevância é divulgada, visando obter lucro ou qualquer outro tipo de vantagem que possa vir beneficiar o próprio agente infrator ou a terceiros. Neste sentido a palavra *insider* quer dizer pessoa que está do lado de dentro e a palavra *trading* é o capital operando, ou seja, sujeito que detém a informação privilegiada. O artigo em tela pretende abordar como, diante da suposta prática deste crime, o Direito Penal visa proteger o cidadão perante o poder punitivo do Estado, atuando no mercado de capitais como garantidor de uma relação pacífica, harmônica em que se estabeleça a confiança, transparência e lealdade, oferecendo paridade a todos os integrantes desta relação dentro das oportunidades disponibilizadas aos investidores. O que será apresentado através de doutrinas e jurisprudências, dispositivos de lei e demais normas que regem a prática do *Insider Trading*. Neste contexto, tem-se como objetivo demonstrar que um sistema jurídico capaz de proporcionar maior segurança e fiscalização é de extrema relevância e permite que os investidores tenham mais segurança no mercado de capitais, trazendo para estas relações jurídicas a isonomia nas negociações e consequentemente fortalecendo a economia do país, o que enfraquece esta segurança quando o *Insider Trading* é praticado.

**Palavras-chave:** *Insider Trading*. Crime. Eficácia.

## 1 INTRODUÇÃO

Acredita-se que o termo *Insider Trading* teve como marco principal o ano de 1929, após a Primeira Guerra Mundial, nos Estados Unidos.

Nesse período, o país estava em crise e com uma série de problemas, que acarretaram a desestabilização nos valores das ações e a falta de credibilidade. Passaram a ser adotadas, assim, uma série de medidas que tinham como intuito

---

<sup>1</sup> Graduanda em direito. E-mail: giannevb04@gmail.com

<sup>2</sup> Mestra em Direito. E-mail: kelviafaria@hotmail.com

estabilizar o mercado, para que as pessoas, e principalmente os investidores, voltassem a investir no país.

Uma destas medidas ficou caracterizada como a figura do *Insider Trading* a partir da criação de novas leis que tinham o intuito de impedir novas especulações e garantir maior controle e fiscalização no mercado financeiro.

Já no Brasil, a primeira norma que diz respeito à utilização de informações privilegiadas só passou a vigorar em 1965 e, apesar de dizer respeito à utilização de informações privilegiadas, não a tinha como proibição.

Esta proibição somente ocorreu em 2001, com a Lei 10.303/2001 (BRASIL,2001) que proibiu a utilização de informação relevante, tipificando a conduta com o artigo 27-D.

Dessa forma, o propósito do presente artigo é discorrer sobre uma das modalidades que vem sendo praticadas nos últimos anos no Brasil: o *Insider Trading* que possui grande relevância na economia brasileira tendo em vista o impacto no sistema financeiro e no mercado de capitais.

Sucintamente, *Insider Trading* é o ato de negociar títulos, ações no mercado financeiro de uma determinada empresa objetivando ganhar lucros e vantagens para si ou para outrem, através da divulgação de informações privilegiadas e/ou de grande relevância obtidas através de pessoas que trabalhem em cargos de confiança, acionistas ou de qualquer outra pessoa da empresa que tenha acesso direto ou indireto a estas informações de relevância ainda não divulgadas.

Desta forma o que se busca esclarecer é o que é o crime de *Insider Trading* e como o Direito Penal atua como ferramenta para coibir e punir os praticantes deste crime, resguardando e visando reparar possíveis prejuízos de investidores afetados nesta relação.

Assim, adotou-se metodologia de pesquisa de revisão de literatura, análise da Lei Penal brasileira e demais normas que regem e configuram a prática deste crime, bem como artigos que discorrem sobre o assunto, mostrando a importância de sanar e equilibrar os pontos-chaves desta relação no mercado de capitais para que não afete a confiança de investidores e conseqüentemente afetando a economia brasileira.

Nesse sentido, discorrer-se-á sobre a evolução histórica do tema, as normas que regem a prática do *Insider Trading*, a caracterização dos *Insiders*, a consumação

do crime e a sanção penal. Apresentar-se-á, ainda, o panorama geral com a apresentação de alguns casos no Brasil e a Lei Penal como inibidora da prática.

## **2 O INSIDER TRADING**

O termo foi inicialmente abordado durante a época da quebra da bolsa de Nova York nos Estados Unidos.

Já no Brasil é conhecido como uso de informações privilegiadas e é fiscalizada pela CVM, bem como o agente que utilizou esta informação privilegiada também é responsabilizado civil e criminalmente, estando a conduta disposta no artigo 27- D da Lei 6.385/76 (BRASIL, 1976) e suas seguintes alterações, conforme será abordado adiante.

### **2.1 Conceito Histórico**

Durante a crise econômica, cujo marco principal foi o ano de 1929, nos Estados Unidos da América tornou-se conhecida nova modalidade de crime que, na época, estava relacionada a um mercado de economia fragilizada que não passava credibilidade para as pessoas e, conseqüentemente, nem para possíveis investidores daquele país.

Historicamente, a década de 30 do século passado é um marco na legislação sobre insider trading, pois foi nesse período que surgiu a primeira legislação nacional repressora a essa conduta em todo o mundo, originária dos Estados Unidos. Ela representava, sobretudo, uma resposta das autoridades norte-americanas ao grande crash da Bolsa de Nova York em 1929, pois, à época, demonstrou-se que ocorreram diversas práticas fraudulentas que contribuíram para o colapso do mercado, e uma delas consistia no insider trading ou, como adotado pela legislação brasileira, o uso indevido de informação privilegiada (MENDES, 2017, p. 9).

A crise pós-Primeira Guerra Mundial (1914-1918) causou uma série de problemas àquele país, trazendo ainda a desestabilização nos valores de ações. Como consequência, ocorreu a diminuição do número de exportações e o aumento de estoques de produtos que já não conseguiam mais vender, sendo que a maior parte das indústrias norte-americanas possuíam Ações na Bolsa de Valores de Nova York, além dos milhões de americanos que possuíam investimentos nessas ações.

Nesse sentido, a alta dos preços trouxe consigo a queda da bolsa de Nova York que passou a ter muitas ações e poucos interessados (Quebra da Bolsa de Nova York - 1929). Ressalta-se aqui que os bancos também deixaram de honrar com seus compromissos e os investidores ficaram sem ter como reaver seu dinheiro.

Assim, iniciou-se verdadeira corrida para vender essas ações que perderam seu valor em poucos dias, causando desempregos, diminuindo as classes altas a classe baixas, atingindo não só o país, mas todos aqueles países que mantinham relação comercial com os EUA, ficando o período após a Quebra conhecido como “A Grande Depressão”.

Nesse sentido:

A riqueza feita em Wall Street era quase que irreal pois se a cotação do papel variasse, não se teria como liquidar a operação. As várias pessoas dispostas a comprar papel faziam com que o preço das ações subissem, criando a cada instante novos milionários. Para ilustrar essa situação cito o exemplo da RCA (empresa de discos), os papéis da companhia em 2 anos passaram de U\$2 para U\$500. Entre agosto de 1921 e setembro de 1929, a bolsa de Nova York acumulou uma valorização de 394%, nada mal para um país que tinha uma inflação de 6% ao ano.

Repleta de economias de muitos americanos, a bolsa de Nova York não resistiu. Os bancos começaram a não honrar seus compromissos e os investidores não conseguiam receber seu dinheiro de volta. A incerteza ocasionou uma corrida para tentar liquidar suas posições. Na chamada “Quinta feira negra” (28 de outubro de 1929), os investidores tentaram se livrar de uma só vez de 16,41 milhões de ações. Conseqüentemente houve uma queda de 12,8% na bolsa de Nova York. No dia seguinte a bolsa caiu mais 11,7%. Entre 29 de outubro e 13 de novembro U\$ 30 bilhões simplesmente sumiram da economia americana. (BRAGA, 1999, p.7).

Desta forma, o Governo norte americano, para reverter a situação da crise e fazer sua economia voltar a crescer, tentando solucionar os problemas econômicos surgidos na época, bem como para que os investidores que deixaram de investir no país voltassem a investir, criou um conjunto de medidas econômicas e sociais, as quais foram postas em prática entre os anos de 1933-1937.

Alguns mecanismos continuavam sendo criados para tentar vencer a crise. No início de 1933 (com Roosevelt), foi criada a comissão de valores mobiliários americana, a SEC (Security and Exchange Commission) e as transações financeiras passaram a ser vigiadas com mais rigor, relatórios empresariais começaram a ser divulgados evitando a arbitragem na cobrança de preços das ações.

Mesmo com todos os esforços Hoover falhou e não conseguiu fazer com a crise fosse varrida da economia americana, foi então quando em 1933 Franklin Delano Roosevelt foi eleito presidente do país. Em meio a esse caos o New Deal foi criado e desenvolvido. Alguns autores qualificam o New Deal como uma coleção de programas econômicos feitos para estimular diferentes



setores da economia. Era a primeira vez que os ideais liberais americanos eram questionados. “Nenhum outro movimento de reformas em âmbito nacional alcançou tamanho sucesso durante a grande depressão” (a New York Times Books, the new deal, pag. 3). (BRAGA, 1999, p.9).

Esta medida política foi instituída pelo governo norte-americano conhecida como *New Deal* (Novo Acordo), que configurou como qualificados por alguns autores como uma série de programas econômicos para que estimulasse setores diversos da economia e tendo como objetivo assegurar e regular o mercado.

Dentre as principais medidas – que tinham como foco investimentos em obras públicas para que gerassem novos empregos, controle de preços, incentivos através de empréstimos aos agricultores, criação da previdência social – ficou conhecida a figura do *Insider Trading* com a criação de novas leis que tinham o intuito de impedir novas especulações e garantir maior controle e fiscalização no mercado financeiro, o que de fato garantiu com todas estas medidas a estabilização do sistema financeiro americano na década de 40.

As medidas implantadas pelo New Deal foram um sucesso, já no início da década de 40 os americanos conseguiram perceber a estabilização do sistema financeiro, o aumento de empregos, a elevação da produção e das exportações. O programa econômico e social gerou um alto custo para os cofres públicos, o que segundo os especialistas apresenta mais características positivas do que negativas, pois, possibilitou o fim da crise (ALVES, 2015, p. 01).

Como ponto de partida, aqui se estabelece a conexão da utilização do termo *insider trading* com uma das medidas do New Deal:

A comissão de valores mobiliários americana (Security and Exchange Commission – SEC) seria criada também no início de 1933. Esse mecanismo tinha por intuito “vigiar de perto as transações ocorridas nas bolsas de valores e proibir a manipulação dos preços” (Louchheim K., The Making of the New Deal – The insiders speak, Harvard University Press, 1983, pag. 140) das ações. Todas as companhias cotadas em bolsa eram obrigadas a divulgar regularmente boletins e resultados do período. Com essas medidas a arbitragem nos preços das cotações estariam fadados a terminar (BRAGA, 1999, p.28).

Nesse sentido, ainda abordando o tema sobre a utilização do termo *insider trading*, Cordeiro (2013, p.22-24) traz alguns conceitos para melhor definição e exemplificação:

Transpassando o campo teórico, veja-se um exemplo prático de *insider trading* oferecido por EIZIRIK:

Por exemplo, e para tornar clara a figura do *insider trading*, mesmo correndo o risco de caricatura: o diretor da Companhia Aberta X, a qual dedica-se à prospecção de minério, sabendo que realizaria uma grande descoberta, passa a comprar no mercado as ações de sua emissão, sem notificar tal descoberta ao público. Após a divulgação pública da descoberta, que tem como consequência uma elevação na cotação em Bolsa das ações, o diretor passa a vender os títulos que havia comprado, ainda antes da 'alta'. Os lucros havidos, no caso, são evidentemente decorrentes da posse e utilização, em proveito próprio, de informação confidencial da empresa, a qual o *insider* havia tido acesso apenas pela posição que nela ocupava.

Como visto acima, os doutrinadores oferecem definições muito semelhantes do que seja "*insider trading*", Esta expressão é comumente designada no Brasil como "negociação com base em informações privilegiadas" ou "uso de informações privilegiadas". Deve-se ressaltar, no entanto, que a utilização desta segunda expressão para designar o *insider trading* deve ser cercada de cuidados, pois nem todas as operações realizadas por *insiders* caracterizam o uso *indevido* de informações privilegiadas. Assim é, por exemplo, o caso do administrador de uma companhia aberta – um *insider*, portanto, em relação a ela - que negocia ações de sua emissão no mercado de acordo com a política de negociação estabelecida pela referida companhia. Neste caso, mesmo estando por dentro dos assuntos da companhia que administra, as negociações feitas pelo administrador não são indevidas ou ilícitas.

A proibição da utilização de informações privilegiadas é o que se denomina como *insider trading*, mas o que realmente se destaca é que grande parte dos mercados de maior importância passaram a proibir legalmente o uso de informações privilegiadas a partir dos anos 90:

Conforme estudo de Bhattacharya e Daouk, os Estados Unidos são o primeiro país a vedar a negociação com privilégio informacional. No final da década de 1960 e ao longo da década de 1970, poucos países seguiram esta escolha, entre eles o Brasil, em 1976. Antes de 1990, em apenas 34 mercados era proibido o *insider trading*; já em 2002, de um grupo de 103 países pesquisados, 87 possuíam regras de vedação da utilização de informação privilegiada. O resultado do referido estudo é bem diferente quando o dado reflete a aplicação e exigibilidade – neste trabalho também denominado *enforcement* – das regras jurídicas que vedam o *insider trading*. Apesar da forte adesão à proibição legal, foram poucos os países que tiveram iniciativas de aplicação dessas regras. Até a década de 1970, além dos Estados Unidos, somente França, Singapura e Brasil tinham experimentado a aplicação da vedação legal. Antes de 1990, nove dos 34 países que possuíam proibição dessa prática tiveram algum tipo de experiência de *enforcement* de suas regras. E em 2002, apenas 38 dos 87 países que proibiam o *insider trading* tinham vivenciado alguma tentativa de punir o ilícito. Neste mapa mundial do combate ao uso de informação privilegiada, o Brasil aparece em boa figura, pois temos a vedação da prática aprovada em texto legal desde 1976 e, já em 1977, deu-se início a um processo administrativo para investigar a ocorrência de *insider trading* no mercado de ações brasileiro. Essa prática foi objeto do primeiro processo administrativo sancionador instaurado na história da Comissão de Valores Mobiliários – CVM, o que denota a preocupação com o combate ao ilícito, desde o início das atividades do regulador (PRADO et al., 2016, p. 13).

Como se pode observar, ainda na década de 60 poucos países vedavam a utilização de informação privilegiada em negociações.

Neste contexto, o Brasil, entre os anos de 1965-1976, tinha um sistema de informações do mercado mobiliário bastante fragilizado, haja vista que a legislação em vigor à época (Decreto nº2.627/40) não exigia publicação e nem auditoria das demonstrações financeiras anuais. Com isso, só era exigido o envio dos documentos contábeis à bolsa para serem negociados, sem a obrigação de qualquer informação relevante que pudesse interferir na decisão de investir ou no preço das ações.

O Conselho Monetário Nacional (CMN) lança em 1968 uma norma com o intuito de disciplinar o registro das companhias que emitissem valores mobiliários no mercado e determinando ainda a divulgação da situação financeira, no entanto não houve relatos de que após entrar em vigor teve efetividade em relação a controle e fiscalização.

Contudo, a primeira norma que diz respeito à utilização de informações privilegiadas no Brasil surgiu em 1965 com a Lei de Mercado de Capitais (Lei nº4.728/65) em seu artigo 3º, inciso X:

Art. 3º Compete ao Banco Central:

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

Nesse sentido, não houve proibição do *insider trading*, bem como também não ficou configurada sua qualificação como ato ilícito, delimitando apenas o agente regulador do mercado de capitais:

(...) a primeira norma sobre uso de informação privilegiada no Brasil, na Lei de Mercado de Capitais de 1965. O art. 3º, inciso X, previa a competência do Banco Central para “fiscalizar a utilização de informações não divulgadas ao público em benefício próprio ou de terceiros, por acionistas ou pessoas que, por força dos cargos que exerçam, a elas tenham acesso”. Como se vê, esta referência normativa de proibição de *insider trading* não apareceu, portanto, como regra de conduta, e nem foi formulada a qualificação do uso de informação privilegiada como ato ilícito. Tratava-se de norma claramente de delimitação de competência do regulador do mercado de capitais, à época sob responsabilidade do Banco Central. Chama a atenção desta competência referir-se apenas à fiscalização e não a punição dos agentes que se beneficiassem de informações não divulgadas ao mercado, problema que se agrava sem a configuração do ato como ilícito. Era uma prática que, quanto muito, poderia ser objeto de questionamento por parte do Banco Central. (PRADO et al., 2016, p. 17).

A prática do *Insider Trading* foi considerada crime a partir de 2001, mas a proibição do uso de informações relevantes, ou seja, informações que tenham o potencial de afetar possíveis decisões na compra, venda, fusão e até mesmo incorporações de empresas e ocorre desde 1976, quando uma série de leis passou a abordar pontualmente sobre o *insider* como a Lei 6.404/76 (BRASIL, 1976) em seus artigos 155, 157, 145 e 160 que dispõem a respeito sobre o dever de prestar informação e o dever de lealdade, o que acaba configurando o *Insider Trading*. Ainda neste contexto, a CVM 358 que trata sobre este mesmo ponto, bem como a Lei 6.385/76 (BRASIL, 1976) e 6.404/76 (BRASIL, 1976) que abordam sobre as sanções aplicáveis do artigo 04 ao 12.

Para a prática do *Insider Trading* no Brasil deve-se aqui considerar um artigo específico, o artigo 27-D da Lei 6.385/76 (BRASIL, 1976) que regulamenta o mercado de valores mobiliários que ao sofrer alterações da lei 10.303/2001 (BRASIL, 2001) que tipificou a conduta. Desta forma só se pode tipificar penalmente a conduta do *Insider Trading* no Brasil a partir de 2001 o que se pode dizer que é bem recente, sendo sua prática, antes disso, punida na esfera administrativa pela Comissão de Valores Mobiliários.

E em 2017, houve uma nova alteração desta tipificação com a Lei nº 13.506/17 (BRASIL, 2017) que aditou o sujeito do crime, bem como intensificou a necessidade de sigilo, como será abordado.

## **2.2 DEMAIS NORMAS QUE REGEM A PRÁTICA DO INSIDER TRADING**

Relata-se que, antes de 1990, em poucos mercados era proibido o *Insider Trading*, o que difere do ano 2002, onde já se apresentava um grande crescimento de países que possuíam regras vedando a utilização de informações privilegiadas.

Contudo, apenas uma minoria tivera iniciativa para aplicação destas regras, conforme cita Prado et al. (2016, p.14).

Em um breve relato das normas que regem o *insider trading* no Brasil, cita-se que a vedação da prática veio com a aprovação de texto legal em 1976. Em 1977, com o intuito de investigar possíveis incidências do *insider trading* no mercado de ações brasileiro, iniciou-se processo administrativo.

Entretanto, antes de chegar nesta fase, o Brasil havia passado por uma crise, em 1971, em virtude das grandes especulações nas bolsas de São Paulo e Rio de Janeiro.

Consequência do aumento de pequenos investidores, que elevaram as cotações e volumes de transações sem precedentes, indicando um mercado mantido por especuladores profissionais e com a admissão de novos investidores que traziam consigo novos recursos.

Nesse sentido, foi perceptivo que o Banco Central não era o melhor agente fiscalizador e deveria ser substituído, o que de fato ocorreu com a Lei 6.385/76 (BRASIL,1976) que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria também a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que estabelecia as seguintes funções:

Art. 1º Serão disciplinadas e fiscalizadas de acordo com esta Lei as seguintes atividades:

- I - a emissão e distribuição de valores mobiliários no mercado;
- II - a negociação e intermediação no mercado de valores mobiliários;
- III - a negociação e intermediação no mercado de derivativos;
- IV - a organização, o funcionamento e as operações das Bolsas de Valores;
- V - a organização, o funcionamento e as operações das Bolsas de Mercadorias e Futuros;
- VI - a administração de carteiras e a custódia de valores mobiliários;
- VII - a auditoria das companhias abertas;
- VIII - os serviços de consultor e analista de valores mobiliários

Com a Lei 6.385/76 (Lei de Mercado de Capitais) e a Lei 6.404/76 (Lei de Sociedades por Ações) houve grande avanço, tendo em vista que com a nova lei foi necessária uma uniformização das documentações financeiras, que deveriam ser auditadas e divulgadas à imprensa.

A Lei 6.385/76 (Lei de Mercado de Capitais) foi considerada um divisor em relação ao uso de informações privilegiadas na legislação brasileira, mas pouco mais de sete anos após a sua promulgação, adveio novo marco, com a edição da Instrução normativa CVM nº 31 em 1984. Sendo esta considerada a extensão da proibição da prática de *insider trading*.

Uma das novidades desse regramento, a Instrução CVM nº 31/1984,50 foi a extensão da vedação da prática de insider trading, pois expressamente estabeleceu-se o dever de não negociação com informação privilegiada para pessoas diversas dos administradores. Neste campo, a norma impôs aos acionistas controladores a vedação de uso de informações privilegiadas e ampliou ainda mais as pessoas sujeitas a tal proibição, incluindo todos aqueles que tivessem acessado as informações diretamente, em virtude do cargo, função ou posição na companhia, ou mesmo indiretamente. Também

determinou a imediata divulgação de informação guardada em sigilo, caso houvesse o seu vazamento ou oscilação atípica dos preços de negociação dos valores mobiliários. Se, por um lado, deixou de ter importância a fonte da informação (podia ser de dentro ou de fora da companhia), por outro lado, o terceiro, para ser-lhe imputada a vedação de uso de informação, deveria saber que se tratava de informação privilegiada. Assim, a sua conscientização era um aspecto que deveria estar comprovado. Não obstante tal responsabilização, a qualificação dos terceiros dentro da vedação de uso de informação privilegiada não os obrigava ao dever de informar, no mesmo patamar daquela obrigação imputada aos administradores e controladores. Vale dizer, os intermediadores, agentes de mercado e investidores ficaram sujeitos à fiscalização da CVM sempre que negociassem tendo conhecimento de informação estando desobrigados da revelação, parece evidente concluir que, com sua atuação, poderiam ocasionar prejuízos a todo o sistema de informações do mercado. (PRADO et al., 2016, p.26).

Constata-se que entre o período de 1976-2001, o Brasil passa a ter um regramento amplo e específico para a utilização de informações privilegiadas, mas somente em 2001 ocorre a modificação mais relevante, através da criminalização do *Insider Trading*, com cominação de pena de reclusão e multa. Esta alteração ocorre com a Lei nº 10.303/2001 que altera a Lei nº 6.385/76 em seu artigo 27-D com a seguinte redação:

Art. 27-D. Utilizar informação relevante ainda não divulgada ao mercado, de que tenham 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: 1 a 5 anos de reclusão e multa de até 3 vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime.

Como complemento à norma administrativa da CVM, prevista na instrução normativa CVM nº 31/1984, a Lei nº 10.303/2001 acrescenta ainda na Lei 6.404/76 em seu parágrafo 4º, artigo 155, o seguinte:

Art. 155. *omissis*

§ 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.

Neste cenário, procurou-se estabelecer quais os indivíduos, conforme previsão legal ou regulamentar, possuem a obrigação de manter o sigilo. A instrução nº 358/2002, artigo 8º, da Comissão de Valores Mobiliários (BRASIL,2002) dispõe que:

Cumpra aos acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, e empregados da companhia, guardar sigilo das informações relativas a ato ou fato relevante às quais tenham acesso privilegiado em razão do cargo ou posição que

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

Vale ressaltar que só se configuraria a hipótese de crime do *insider trading* quando a pessoa que tinha o dever legal de manter o sigilo da informação e ocupasse cargo ou função na empresa divulgasse a informação relevante. Nesse sentido, ressalta-se que não incidirá o dever de sigilo, quando este dever de sigilo não for vinculado ao exercício profissional do agente infrator.

Destaca-se que informação relevante são fatores como: mudanças de acionistas, fusões, incorporações ou cisão envolvendo a empresa, lucro ou prejuízo, aprovação ou possíveis alterações de projetos, bem como assinaturas de contratos que possam prejudicar ou causar algum tipo de impacto.

Ressalta-se, porém, que as empresas, apesar de serem obrigadas a divulgar este tipo de informação, podem, em uma determinada estratégia, mantê-las em sigilo, contudo devem avaliar a probabilidade de acarretar possíveis prejuízos com sua divulgação como um todo.

Daí surge a importância do *privilégio*, pois aqueles que detém a informação não podem divulgá-la se ainda não tiver sido comunicada aos demais investidores, não sendo possível a negociação de ações ou qualquer tipo de negociação desta natureza que possa vir a beneficiar os detentores desta informação que ainda não é pública.

Destaca-se que a década iniciada no ano de 2000 foi revolucionária, pois trouxe consigo inovações como padronização internacional por meio da instrução CVM nº400/2002 e a adoção de formulário de referência com a instrução CVM nº 480/2009.

A reforma de 2001 trouxe a criminalização da conduta para a utilização de informações privilegiadas, fato de grande relevância na prática do *Insider Trading*, pois passou a considerar não só os agentes primários que obtinham a informação relevante diretamente do emissor dos valores mobiliários, como também considerou os agentes secundários, que obtinham a informação direta ou indiretamente dos agentes primários, o que será abordado mais a frente neste artigo.

Recentemente, foi publicada a Lei nº 13.506/2017 destacando ainda duas mudanças na tipificação. A primeira diz respeito à necessidade de sigilo, bastando que a informação relevante seja utilizada, ainda que não seja divulgada ao mercado, para que o agente recaia na conduta típica, ficando sujeito à pena de reclusão, de um a cinco anos, e multa de até três vezes o valor da vantagem adquirida ilicitamente, a

partir da prática do crime. No entanto, se esta informação não divulgada deveria ser mantida em sigilo, aumenta-se a pena em um terço.

Na segunda alteração, tem-se uma ampliação do rol de possíveis sujeitos ativos do crime, uma vez que se passou a considerar agente do fato não apenas o sujeito que se utiliza da informação relevante para atuar na negociação de valores mobiliários, mas também daquele sujeito que repassa a informação sigilosa do fato relevante. Sendo tido como o transmissor, ficará sujeito a mesma pena de quem utilizou, não sofrendo este, no entanto, o aumento de pena.

Outro fator importante desta nova lei é também sobre o tipo penal, desconsiderando o legislador a condição especial do agente na configuração do delito:

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.

Neste sentido o legislador retirou literalmente a expressão “de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo” do tipo penal, objetivando descaracterizar esta expressão como elemento essencial para a configuração do crime. Tal fato permite que qualquer pessoa que detenha a informação privilegiada e a utilize em negociações de valores mobiliários seja punida, sendo indiferente se tem o dever de manter sigilo ou não.

Nesta ótica, o tipo penal passou assim a ser aplicado aos *Insiders Secundários*, que eram os receptores da informação, pois não possuíam o acesso direto, não tinha a obrigação de manter e assegurar o sigilo por não estarem vinculados à empresa, e também por não poder determinar se esta informação seria ou não de relevância.

O que só acontecia no âmbito administrativo pela CVM (Comissão de Valores Mobiliários), pois se entendia que os *Insiders Secundários* teriam grande atuação na prática deste crime, pois têm a capacidade de atingir o mercado, prejudicando as relações de confiança e causando instabilidade.

Com esta nova lei passou ainda a possibilidade de o Banco Central e a CVM firmarem acordos de leniências, bem como aumentar as multas aplicadas para diversos tipos de infrações.



### 3 O CRIME DE INSIDER TRADING NO BRASIL

Algumas análises do crime de *insider trading* em relações jurídicas brasileiras vêm mostrando que sua prática está cada vez mais comum. As negociações com utilização de informações privilegiadas permitem que determinados agentes das relações jurídicas, seja ela de fusão ou aquisição, lucrem em detrimento de outros, demonstrando a transmissão de riquezas entre os acionistas.

Nesse sentido é necessário conhecer a caracterização, consumação e a sanção aplicada no Brasil para a prática do crime de *insider trading*, conforme se passa a expor.

#### 3.1 Caracterização dos *insiders*

A identificação do agente infrator é de suma importância para punir e principalmente coibir a prática do *Insider Trading*.

A Lei 10.506/2017 (BRASIL, 2017) trouxe maior abrangência no sentido de que para a caracterização do crime não é mais necessário que a informação relevante deva ser mantida em sigilo, mesmo que esta obrigação advenha do vínculo profissional que o agente infrator tenha com a companhia, como acontece com os administradores, acionista controladores e sócios.

Ponto este determinante para maior apuração dos casos de *insider trading*, haja vista que antes da alteração supracitada, o agente infrator deveria manter o sigilo da informação relevante, tendo assim ampliado o rol de possíveis sujeitos do crime.

Nesse sentido, seguindo a doutrina majoritária, trata-se de um crime próprio, pois o dever de sigilo é o tipo primário.

Desta forma, entende-se que o artigo 30 do Código Penal (BRASIL,1940) aplica-se aos coautores e partícipes deste crime, neste caso os agentes secundários:

Art. 30 - Não se comunicam as circunstâncias e as condições de caráter pessoal, salvo quando elementares do crime.

Percebe-se que qualquer agente que obtenha a informação relevante e negocie com valores se enquadraria no delito, no entanto o agente que recebe esta informação

e agindo com consciência e participa em concurso com *insider* (artigo 29, do CP), estaria implicado no artigo 30 do CP.

Ressalta-se que a caracterização da autoria se configura com mera evidência de que o agente utilize da informação relevante com intuito de assegurar vantagens indevidas, que ainda não é de conhecimento público no mercado, bem como que o agente tenha conhecimento desta informação.

Entretanto, para melhor entendimento de quem são estes indivíduos e como se consuma este crime, entende-se que aqueles que se utilizam de informações privilegiadas se dividem em duas classificações: *insider primário* e *insider secundário*.

Neste sentido para a configuração do *insider primário* deve-se considerar o sujeito do crime que obtém a informação relevante, bem como que esta informação relevante foi obtida através do vínculo profissional, sejam estes acionistas controladores, sócios, cargo de administrador ou que tenha ocupado temporariamente alguma função que dê acesso a esta informação privilegiada, tendo em vista o dever de lealdade em que estes profissionais mantêm diretamente com a companhia e o conhecimento de que tais informações são de relevância. Estes são os considerados agentes internos.

A Comissão de Valores Mobiliários classifica desde 2016 os *insiders primários* ou *tipper* da seguinte forma:

Os “Insiders Primários” são aqueles que obtêm acesso à informação privilegiada em razão de sua proximidade com o emissor dos valores mobiliários. São acionistas controladores ou administradores da companhia, ou ainda, exercem função, mesmo pública e ainda que temporária, que lhes permitam acesso direto a uma informação privilegiada. Essas pessoas recebem a informação privilegiada diretamente de sua fonte e têm conhecimento suficiente para saber que tal informação é relevante. (CVM, 2016, p.21)

Verifica-se que a utilização da informação privilegiada também pode ser por agentes externos da empresa.

Destaca-se aqui o *insider secundário* que, apesar de não pertencer ao quadro societário, administrativo ou que tem o controle da empresa, poderá cometer o crime. Estes também são considerados como *tippees* porque não mantêm uma relação com a companhia, mas obtém a informação privilegiada de terceiros e sabendo ainda que tais informações não foram divulgadas.

Os *insiders secundários* geralmente adquirem a informação privilegiada direta ou indiretamente dos *insiders primários*, mas não possuem a obrigatoriedade do dever de sigilo, que está relacionada ao vínculo institucional, bem como também podem obter a informação privilegiada e não ter o conhecimento de que tal informação é de relevância.

Ressalta-se, porém, que uma vez que detenham tal informação relevante estão proibidos de negociá-las, para que haja maior proteção e confiança nas relações do mercado, respeitando assim a igualdade nas condições e negociações do participante no mercado mobiliário.

Os “Insiders Secundários”, também conhecidos como *tippees*, são aqueles que recebem a informação privilegiada, direta ou indiretamente, dos “Insiders Primários” e não necessariamente sabem que se trata de uma informação privilegiada. Contudo, os *tippees* não estão autorizados a negociar com base nas informações privilegiadas obtidas. (CVM, 2016, p.22)

Assim, verifica-se que, se em relação ao *insider primário* já se pressupõe a prática, quanto ao *insider secundário* deve-se comprovar a utilização da informação privilegiada de modo insidioso, bem como a forma que adquiriu esta informação. Vasconcelos (2018, p. 36) ainda acrescenta:

Paschoalini (2014, p. 8) acrescenta que por ser a responsabilidade do *insider primário* de presunção relativa, pode ser afastada em apenas três hipóteses, provando: a inexistência da informação relevante e/ou sigilosa; a ausência de acesso pelo investidor à informação relevante; ou negociação realizada sem intenção de auferir vantagem indevida. De outra forma, o *insider secundário* para que seja responsabilizado, devem ser satisfeitas e comprovadas as três condições: o acesso a informação privilegiada; o conhecimento dessa condição da informação; e o uso com a finalidade de auferir vantagem

Nota-se que, independentemente de ser pessoa física ou jurídica mas que de alguma forma adquiriu algum tipo de informação privilegiada, relevante e confidencial através de vazamento de informações não deve utilizá-las na companhia de mercado com a intenção de negociar valores mobiliários, pois podem estar praticando o crime de *insider trading*.

### **3.2 Consumo do Crime e Sanção**

Apesar do *insider trading* ser disciplinado na esfera administrativa, civil e penal, destaca-se o ilícito na esfera penal, foco deste trabalho.

Uma grande característica do *insider trading* na matéria penal é que, até 2001, somente era reconhecido como estelionato embasado no artigo 171 do Código Penal (BRASIL, 1941) que dispõe:

Art. 171 - Obter, para si ou para outrem, vantagem ilícita, em prejuízo alheio, induzindo ou mantendo alguém em erro, mediante artifício, ardil, ou qualquer outro meio fraudulento:  
Pena - reclusão, de um a cinco anos, e multa, de quinhentos mil réis a dez contos de réis.

No entanto, com a alteração da Lei de Comissão de Valores Mobiliários, através da Lei 10.303/2001, acrescentou-se o artigo 27-D e passou-se a considerar a prática do *insider trading* como crime.

Neste contexto, esta mesma lei teve uma alteração mais recente através da Lei 13.506/2017 (BRASIL, 2017). Dispõe este artigo que:

Art. 27-D. Utilizar informação relevante de que tenha conhecimento, ainda não divulgada ao mercado, que seja capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiros, de valores mobiliários:  
Pena – reclusão, de 1 (um) a 5 (cinco) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime. § 1º Incorre na mesma pena quem repassa informação sigilosa relativa a fato relevante a que tenha tido acesso em razão de cargo ou posição que ocupe em emissor de valores mobiliários ou em razão de relação comercial, profissional ou de confiança com o emissor.  
§ 2º A pena é aumentada em 1/3 (um terço) se o agente comete o crime previsto no **caput** deste artigo valendo-se de informação relevante de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo.” (NR).

Antes desta lei, para a consumação do crime era necessário que a informação fosse de relevância, sigilosa e que o indivíduo que detinha esta informação tivesse o dever de manter sigilo.

Nota-se que a Lei 10.506/2017 (BRASIL, 2017), trouxe maior abrangência para a caracterização do agente infrator ao retirar a determinação de que a informação relevante seja também sigilosa. Condições essas que passaram a configurar no parágrafo 2º deste mesmo artigo como qualificadoras.

Observa-se que, para a consumação do crime, o agente deve estar em posse da informação privilegiada, bem como dolosamente tenha a intenção de auferir a vantagem ou causar prejuízo. Além do mais, grande parte dos doutrinadores

acreditam que este crime não admite-se tentativa, mas que, segundo Julien (2017, p. 43), poderia haver algumas raras exceções:

De acordo com Eizirik, o crime de insider trading é material. Como o doutrinador considera que o dolo específico de auferir vantagem ou causar prejuízo é necessário para que haja concretização do delito, e que obtenção da vantagem indevida é o resultado naturalístico que estaria previsto pelo 44 delito, então o autor considera que o momento da consumação é o momento no qual a vantagem indevida é auferida (2011, p.565). Neste sentido, Castellar acompanha esta lógica da consumação (2008, p.119).

De forma geral, doutrinadores que consideram ser o crime de natureza formal entendem que a tentativa não é possível no insider trading. A exceção importante que encontramos foi De Sanctis. De Sanctis afirma que o tipo penal prevê a necessidade de efetiva negociação com valores mobiliários, que por si só não é mera conduta que se perfaz instantaneamente (SANCTIS apud CASTELLAR, pp.123-124).

De forma geral, doutrinadores que consideram ser o crime de natureza formal entendem que a tentativa não é possível no insider trading. A exceção importante que encontramos foi De Sanctis. De Sanctis afirma que o tipo penal prevê a necessidade de efetiva negociação com valores mobiliários, que por si só não é mera conduta que se perfaz instantaneamente (SANCTIS apud CASTELLAR, pp.123-124).

A sanção penal para quem pratica o crime de *insider trading* é de reclusão de um a cinco anos, acrescido de multa de até três vezes a vantagem ilícita obtida e a consumação do crime independe da efetiva obtenção de vantagem ou lucro na operação, e que o dolo do agente é elemento essencial para a condenação. A pena pode ser aumentada em um terço, caso o agente tenha conhecimento de que a informação é relevante e que deve manter em sigilo.

Verifica-se, no contexto abordado acima, que a CVM deverá oficiar ao Ministério Público Federal para propor ação, isto ocorre porque a lei 7.492/1986 (BRASIL, 1986) em seu artigo 26, dispõe expressamente que em crimes financeiros é o Ministério Público Federal quem deve promover a ação perante a Justiça Federal, pois se trata de uma ação penal pública incondicionada, já que o bem jurídico tutelado são ações de valores mobiliários, bem como estabelece que em casos em que o crime no qual a atividade é controlada por autarquia admite-se a assistência da CVM.

#### **4 PANORAMA GERAL DO CRIME DE INSIDER TRADING NO BRASIL E A LEI PENAL COMO INIBIDORA DA PRÁTICA**

Destaque-se o primeiro caso de suspeita de informação privilegiada, ocorrido em 1977, conhecido como *caso da Kibon*:

(...) Ocorreu que, em menos de uma semana, as ações da Kibon Produtos Alimentícios S.A. sofreram valorização de 120%. Esta alta extraordinária da cotação tinha origem no fato, ainda não anunciado ao mercado, da acionista majoritária (*General Foods Corporation*) pretender o fechamento do capital da Kibon, com a realização de oferta pública de aquisição na qual ofereceria aproximadamente três vezes o valor de bolsa.

(...) Após vários dias de suspensão de negociação das ações da Kibon em bolsa, o Banco Central aprovou a oferta de aquisição das ações, mas questionou a companhia “sobre a complementação de preço a investidores que venderam sua posição de ações em Bolsa durante o mês de junho e sobre as negociações efetuadas por diretores da empresa”. Dias depois desse evento, a *General Foods* e a Kibon publicaram nota oficial na imprensa afirmando que não reconheciam o vazamento da informação, nem dentro da empresa nem por seus consultores. Entretanto, a controladora “decidiu pagar aos acionistas minoritários que venderam suas ações no período de 1º a 30 de junho de 1977 a diferença do preço entre a data da venda e a da oferta pública, de Cr\$ 2,00 por ação”. Informaram ainda que nenhum diretor teria negociado com ações da Kibon. (PRADO et al., 2016, p.28)

Verifica-se, neste cenário, que a única preocupação foi garantir aos pequenos acionistas lesados a situação patrimonial, não tendo para tanto nenhuma punição para os agentes que possivelmente fizeram uso da informação privilegiada.

Em 1977, ainda tivemos o caso da Petrobrás que destacou-se pela possível prática de manipulação do mercado e *insider trading*, mas apesar das investigações que transcorreram no ano de 1978 após a descoberta de petróleo na Bacia de Santos e posteriormente a divulgação de que o poço perfurado estava seco, a CVM noticiou que estaria investigando. No entanto as investigações do caso deram-se por encerradas no final de maio de 1978, pelo primeiro presidente da autarquia que declarou não haver nada de ilícito.

Nota-se que em nenhum dos dois casos houve sanção penal. Apesar destas ocorrências ressalta Prado et al. (2016, p. 29) que:

Foi somente em 1978 que se iniciou a primeira atividade sancionadora formal, ou seja, com aplicação de penalidades, dentro do regime de vedação do uso de informação privilegiada. Trata-se de caso no qual a Servix Engenharia S.A., companhia aberta, participava em uma concorrência aberta pela Cia. Hidrelétrica do São Francisco – CHESF, em condições muito favoráveis, conforme amplamente noticiado na imprensa da época.

O fato que deu abertura ao inquérito como suspeita de *insider trading* era a anulação de tal concorrência, no final de março de 1978. O fato foi comunicado à bolsa e à CVM, verbalmente, pelo Diretor Financeiro da Servix. Verificou-se que o Diretor Presidente da Servix tinha negociado com as ações antes da divulgação da anulação da concorrência. Estes fatos deram origem à abertura do primeiro inquérito administrativo da história da CVM, para investigar a ocorrência dos ilícitos de fato relevante não divulgado, vazamento de informação, e uso de informações relevantes para obter vantagens.

Embasado neste cenário conforme cita Prado, Vilella (2015, p. 02) que, entre 2002 a 2014, dos setecentos e dezessete processos administrativos julgados pela CVM, quarenta casos tinham o envolvimento do *Insider Trading*, sendo esta fatia de mercado não maior que cinco por cento de sua representação punitiva como regulador do mercado de valores.

Calcula-se a hipótese de uma média de três casos por ano nestes doze anos, todos relacionados com *insider* e julgados pela CVM, período no qual cento e oitenta e sete foram indiciados pelo uso de informação privilegiada, sendo que cinquenta e um foram punidos e cento e trinta e seis absolvidos.

#### Punições ao longo dos anos

De 2002 até 2006 as punições aplicadas pela CVM aos indiciados foi praticamente constante, com baixa variação no número de casos julgados. Houve 2 indiciados punidos por ano, com exceção de 2003. Em 2007 um caso puxa as estatísticas para cima. O ano de 2008 retoma o padrão e 2009 passa sem nenhuma punição, apesar de 2 casos julgados.

A partir de 2010, é perceptível um aumento da média de casos julgados e indiciados punidos por ano. Em 2010 foram 6 casos julgados, com a punição de 5 indiciados. Em 2011, com 4 casos julgados foram 12 os indiciados punidos. Também com 4 casos julgados o ano de 2012 teve 2 indiciados punidos. Em 2013, os três casos julgados fizeram 5 indiciados punidos, por fim, em 2014 foram 5 casos e 6 indiciados punidos. (PRADO and VILELLA, 2015, p.06)

Ressalta-se que, na seara administrativa, o reconhecimento de casos e os julgados são muito maiores que na esfera penal e apesar de não haver punição em quase metade dos casos que foram julgados, 2010 teve um aumento significativo.

Nota-se que, apesar da criminalização da conduta do *insider trading* no Brasil ter ocorrido em 2001, somente em 2009 foi feita a primeira denúncia com o caso Sadia/Perdigão pelo Ministério Público Federal, ocorrendo somente após acordo de convênio entre MPF e CVM em 2008, que garantia a troca de informações.

A vantagem ao se coibir a prática deste crime reflete diretamente no ponto de vista de ordem econômica. O fato de não haver confiança nas relações dos investidores que tendem a criar expectativa e frustração, o que pode acarretar em uma possível queda nos valores das ações. O que torna inevitável a interferência do Estado para que, dentro desta relação no mercado econômico, exista a igualdade de informações e, conseqüentemente, o equilíbrio econômico.

Entende-se que, apesar da criminalização sofrer forte influência da lei estrangeira, e com isso trazer a discussão sobre a necessidade e efeitos da punição

penal para a prática do *insider trading*, foi inevitável que o Brasil, como outros países, entendesse que as searas civil e administrativa seriam insuficientes para coibir e combater a prática do *insider trading*.

Nesse sentido Nelson Elzirik destaca que “a ênfase maior no aspecto preventivo ou repressivo da prática do *“insider trading”* que evidentemente varia de país para país (MELO, 2017, p.76).

Neste contexto, Melo (2017, p.76) ainda acrescenta que:

é possível observar na legislação estrangeira, a nítida tendência de normas com caráter repressivo. Essa tendência se manifesta por meio de normas penais sancionadoras além das imposições de penalidades administrativas cada vez mais severas.

Observa-se ainda que somente quatro caso viraram ação penal até o ano de 2015, conforme destaca Melo (2017, p.78):

O presente trabalho se restringirá a análise desses quatro casos apresentados conforme se demonstra na tabela seguir:

CASOS	INSIDER PRIMÁRIO			INSIDER SECUNDÁRIO
	Insider Administrador	Insider Controlador	Insider Sócio Minoritário	Insider Terceiro
Caso Sadia/Perdigão	X			
Caso Randon		X		X
Caso Mundial	X			
Caso OGX		X		X

No caso Sadia e Perdigão, o Ministério Público denunciou, gerando uma ação penal que foi julgada pela Justiça Federal de São Paulo.

Ocorrida em 2006, dizia respeito à oferta pública na qual a Sadia, através do seu controle acionário, pretendia adquirir a Perdigão. Nesse sentido, de posse desta informação relevante e não divulgada no mercado, o administrador da Sadia negociou valores mobiliários de emissão da Perdigão na Bolsa de Nova York. Sendo que esta compra não ocorreu na época e somente veio a se efetivar em 2009 com a compra da Perdigão pela Sadia, o que originou a Brasil Foods. Nesse sentido:



Um dos acusados, era o responsável pelo zelo e divulgação dos chamados fatos relevantes ao mercado. Essas informações eram capazes de influenciar a decisão dos investidores de comprar ou vender ações.<sup>173</sup>

Porém, segundo apuração da CVM, o ex-diretor usou as informações relevantes acerca dessas por duas vezes, a fim de obter vantagem indevida. Na primeira vez, o executivo determinou a compra de 5.100 ADRs de emissão da Perdigão em Nova Iorque, no valor unitário médio de US\$ 69,20, totalizando US\$ 352.907. Posteriormente, o ex-diretor enviou uma segunda ordem de compra de 30.600 ADRs, totalizando US\$ 586.801.<sup>174</sup>

Um mês depois da segunda compra do ex-diretor financeiro e de RI, a Sadia fez a oferta pública de aquisição da totalidade das ações da Perdigão, no valor de R\$ 27,88 por ação, preço 21,22% superior à cotação das ações no fechamento de pregão anterior, mediante a aquisição de, no mínimo, 50% mais uma ação. (MELO, 2017, p.79)

Já o caso Randon S.A., também denunciado pela Justiça Federal de São Paulo, e originando uma ação penal, envolvia a compra de ações dois meses antes por familiares, acionista controlador e administradores antes de anunciar admissão da nova sócia.

O acionista controlador, seus familiares – filhos e esposa - e alguns outros administradores, adquiriram ações dois meses antes ao anúncio sobre a entrada como sócia da companhia - da empresa norte-americana ArvinMerit - que se formalizou efetivamente em agosto de 2002, tendo valorizado em 120% a cotação das ações da companhia.<sup>189</sup>

A denúncia pelo Ministério Público do Rio Grande de Sul, contra seis acusados foi realizada no início de 2010. Depois de longa discussão sobre competência o processo foi parar na Vara Federal Criminal de São Paulo, especializada em crimes financeiros e de lavagem de dinheiro. <sup>190</sup>

Em 2011, entretanto, houve absolvição sumária de dois réus em virtude de prescrição por idade, pois os acusados tinham mais de setenta anos. Mas foi só no final de 2012 que foi extinta a punibilidade dos outros réus também por motivos de prescrição. <sup>191</sup>

Além disso, no mesmo ano, houve suspensão do processo (artigo 89 da Lei nº 9.099/1995), em razão da aceitação da proposta pelo Ministério Público Federal de que os réus pagassem multas individuais destinadas à CVM. Em 2014, extinguiu-se a punibilidade dos demais réus após a decisão que impôs aos acusados a prestação de serviços à comunidade e comparecimento à justiça. (MELO, 2017, p.84)

No caso da Mundial, denunciado pelo MPF, dez envolvidos foram indiciados por formação de quadrilha, bem como também acusados de manipulação de mercados e, dentre estes, dois acusados pela prática do *insider trading*. Isso porque, entre maio de 2010 e julho de 2011, se associaram com o intuito de promover ações fraudulentas em desfavor do mercado de capitais e ainda, para tanto, praticaram operações com dolo no sentido de influenciar no regular desempenho dos mercados de valores mobiliários em bolsa de valores, com o intuito de adquirir vantagens para si e para outrem lesionando neste processo a terceiros.

Por fim, o caso da OGX, também denunciado pelo MPF, tinha como base a acusação do acionista controlador, Eike Batista, incorrendo no crime de *insider trading* no qual foi acusado de manipular o mercado de negociação de ações da própria companhia com fim de solucionar uma crise existente na companhia.

Nesta perspectiva, Melo (2017, p.88) analisa a imputação dos agentes com relação ao indiciamentos judiciais da seguinte forma:

Em resumo, o que se pode observar que os indiciamentos Judiciais realizados foram imputados aos seguintes agentes conforme se demonstra na no gráfico:



Fonte: o autor, 2017.

Como se demonstrou, no presente gráfico, o número de indiciamentos feitos na esfera penal é bem inferior aos apurados na esfera administrativa.

Notou-se que apenas 7% dos casos apurados foram investigados pelo Ministério Público, e se tornaram Ação Penal. Dos seis casos de indiciamentos encontramos: 33% (trinta e três por cento) eram controladores, 33% (trinta e três por cento) eram administradores; e 33% (trinta e três por cento) como terceiro não pertencente ao quadro da empresa. Não houve indiciamento de sócio minoritário.

Nota-se que mesmo o “insider trading” tenha sido criminalizado no Brasil em 2001 poucos esforços foram aplicados pelo Ministério Público na busca de reprimir tal conduta.

Percebe-se que na esfera criminal são poucos os casos que se tem conhecimento, e somente o caso Sadia/Perdigão chegou à instância do Superior Tribunal de Justiça (STJ), que decidiu pela punição do Diretor de Relação com os Investidores e extinção da punibilidade do Conselho de administrativo devido a prescrição.

Apesar de todos os indícios serem analisados pelo Ministério Público Federal, desde 2001, somente treze casos foram processados e levados aos tribunais e em apenas um deles houve condenação transitada em julgado, tendo a pena sido convertida em serviços prestados à comunidade.

RIO - Previstos em lei há 17 anos, os crimes contra o mercado de capitais são desvios praticamente sem pena na Justiça brasileira, apesar do aumento de indícios encontrados pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e de condenações no âmbito administrativo. Segundo dados obtidos via Lei de Acesso à Informação, a autarquia comunicou ao Ministério Público Federal (MPF) 72 indícios de *insider trading* (uso de informação privilegiada) e manipulação de mercado encontrados em 2017, maior volume nos últimos cinco anos e mais que o dobro do reportado em 2012 (32). Nos seis anos, a CVM encaminhou 273 indícios ao MPF e condenou 34 pessoas apenas por *insider trading*. Na Justiça, porém, levantamento feito pelo GLOBO junto a especialistas, ao MPF e aos processos encontrou só 13 casos que foram levados aos tribunais desde 2001. Sabe-se de apenas um que terminou em condenação sem possibilidade de recurso, mas a pena de prisão foi convertida em serviços prestados à comunidade. (SETTI, 2018, P.01)

Nesse sentido, verifica-se que para um melhor zelo do mercado de capitais é necessária um maior controle e rigor na apuração e punição dos agentes que cometem o crime de *insider trading*.

O trabalho conjunto entre o MPF e a CVM tem surtido maior efeito desde 2008, após a assinatura do termo de cooperação. Quanto a lei penal, desde de 2001 com a Lei 10.303/2001 (BRASIL, 2001) através de meios preventivos e repressivos, vem tentando desencorajar a prática do crime de *insider trading* no âmbito do mercado de valores mobiliários, o que de fato gera maior credibilidade entre os investidores.

No entanto, ressalta-se que apesar da tipificação da conduta, bem como os mecanismos de fiscalização, prevenção e repressão, somente existiu um caso, como mencionado anteriormente que esgotou toda a matéria do tipo, isso porque o tipo penal é de difícil constatação.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

No presente trabalho, buscou-se examinar o conceito histórico do *insider trading*, as normas que regem esta prática, a caracterização, a consumação do crime e sanção na esfera penal.

Percebe-se a importância da informação relevante quando utilizada de forma ilícita, com o intuito de auferir vantagens para si ou para outrem, pois reflete diretamente na economia do país.

Nesse sentido, em muito se espera que com a criminalização da conduta e sua repressão, o Estado consiga impedir a sua prática, buscando interferir nos conflitos de interesses existentes em uma determinada empresa.

Nota-se que, legalmente, o Brasil está bem amparado, seja na esfera administrativa, civil ou penal. Contudo, apesar das normas estarem sempre se aperfeiçoando e buscando solucionar e coibir a prática do *insider trading*, observa-se que, falta maior rigor para apurar e punir a prática deste crime, o que interfere, conseqüentemente, no Mercado de Ações. Isso porque, como é percebido pela maioria dos investidores, a prática deste crime poderá acarretar prejuízos financeiros e desencorajamento para futuros investimentos no mercado.

Entende-se que o intuito do presente artigo é discorrer sobre o crime *Insider Trading* e a aplicabilidade da lei Penal, entretanto espera-se que conforme a ocorrência de novos casos possa-se vislumbrar a evolução e adaptação da Lei Penal que visa coibir e punir os agentes infratores.

Nesse sentido, é o que se espera com a alteração, ocorrida no final de 2017, do tipo penal, promovendo uma maior abrangência da normal penal, o que acarretará em novos casos e conseqüentemente o estímulo de jurisprudências que alimentarão a esfera penal.

## THE APPLICABILITY OF CRIMINAL LAW IN INSIDER TRADING CRIMES IN BRAZIL

Gianne Vieira Bezerra<sup>3</sup>

M.a Kélvia Faria Ferreira<sup>4</sup>

### ABSTRACT

This article comes in a simple way to clarify the reader about the practice of Insider Trading crime that directly affects the Brazilian economy. Its main objective is to clarify when it is configured and if the Criminal Law is an effective tool to restrain and punish the practice of this crime. The crime of Insider Trading happens when information of great relevance is disclosed, aiming to obtain profit or any other type of advantage that can benefit the own agent or third party. In this sense the word insider means person who is on the inside and the word trading is the operating capital, that is, subject that holds the inside information. The article on the screen intends to address how, in view of the alleged practice of this crime, Criminal Law aims to protect the citizen against the punitive power of the State, acting in the capital market as guarantor of a peaceful, harmonious relationship in which to establish trust, transparency and loyalty, offering parity to all members of this relationship within the opportunities available to investors. What will be presented through doctrines and jurisprudence, provisions of law and other rules that govern the practice of Insider Trading. In this context, the objective is

---

<sup>3</sup> Graduating in law. E-mail: giannevb04@gmail.com

<sup>4</sup> Master in Law. E-mail: kelviafaria@hotmail.com

to demonstrate that a legal system capable of providing greater security and oversight is of extreme relevance and allows investors to have more security in the capital market, bringing to these legal relationships the isonomy in the negotiations and consequently strengthening the economy, which weakens this security when Insider Trading is practiced.

**Keywords:** Insider Trading. Crime. Efficiency.

## 6 REFERÊNCIAS

ALVES, Lorena Castro. A Crise de 1929 e o New Deal. **Escola Educação**. 2015. 1 p. Disponível em: <https://escolaeducacao.com.br/a-crise-de-1929-e-o-new-deal/>. Acesso em: 17 jun. 2019.

BRAGA, Flávio Mariz. Uma análise do "new deal" e suas implicações. **Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro**. Departamento de Economia. Rio de Janeiro, 1999. 35 p. Disponível em: [http://www.econ.puc-rio.br/uploads/adm/trabalhos/files/Flavio\\_Mariz\\_Braga.pdf](http://www.econ.puc-rio.br/uploads/adm/trabalhos/files/Flavio_Mariz_Braga.pdf). Acesso em: 17 jun. 2019.

BRASIL. Decreto Lei n. 2.848 de 07 de dezembro de 1940. Rio de Janeiro, 31 de dezembro de 1940. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Decreto-Lei/Del2848.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Decreto-Lei/Del2848.htm). Acesso em: 3 jun. 2019.

BRASIL. Lei n. 4.728 de 14 de julho de 1965. Brasília, 16 de julho de 1965. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L4728.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L4728.htm). Acesso em: 3 jun. 2019.

BRASIL. Lei n. 7.492 de 16 de junho de 1986. Brasília, 18 de junho de 1986. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l7492.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l7492.htm). Acesso em: 3 jun. 2019.

BRASIL. Lei n. 13.303 de 31 de outubro de 2001. Brasília, 01 de novembro de 2001. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/LEIS/LEIS\\_2001/L10303.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/LEIS_2001/L10303.htm). Acesso em: 3 jun. 2019.

BRASIL. Lei n. 13.506 de 13 de novembro de 2017. Brasília, 13 de novembro de 2017. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2015-2018/2017/lei/L13506.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2017/lei/L13506.htm). Acesso em: 3 jun. 2019.

BRASIL. Instrução Normativa CVM n. 031 de 08 de janeiro de 1984. Brasília, 14 de fevereiro de 1984. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst031.html>. Acesso em: 3 jun. 2019.

BRASIL. Instrução Normativa CVM n. 358 de 03 de janeiro de 2002. Brasília, 28 de janeiro de 2002. Disponível

em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst358.html>. Acesso em: 3 jun. 2019.

BRASIL. Instrução Normativa CVM n. 400 de 29 de dezembro de 2003. Brasília, 09 de janeiro de 2004. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst400.html>. Acesso em: 3 jun. 2019.

BRASIL. Instrução Normativa CVM n. 480 de 07 de dezembro de 2009. Brasília, 09 de dezembro de 2009. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst480.html>. Acesso em: 3 jun. 2019.

CORDEIRO, Luiz Felipe Gonçalves. **Insider Trading e o Mercado de Capitais: tratamento legal, casos concretos e ineficiência econômica do seu combate**. Rio de Janeiro, 2017. 109 p. Trabalho de Conclusão de Curso (Direito) - PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO. Disponível em: <https://www.maxwell.vrac.puc-rio.br/22476/22476.PDF>. Acesso em: 17 jun. 2019.

CVM - COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, SUPERINTENDÊNCIA JURÍDICA. Aspectos Jurídicos do "insider trading". **CVM - Comissão de Valores Mobiliários**. Rio de Janeiro, 1978. 15 p. Disponível em: [http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/aceso\\_informacao/serieshistoricas/estudos/anexos/Aspectos-Juridicos-do-insider-trading-NJP.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/aceso_informacao/serieshistoricas/estudos/anexos/Aspectos-Juridicos-do-insider-trading-NJP.pdf). Acesso em: 17 jun. 2019.

CVM - COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Uso indevido de informações privilegiadas (Insider Trading). **CVM - Comissão de Valores Mobiliários**. Rio de Janeiro, 2016. (Cadernos CVM, 11) 45 p. Disponível em: <https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/menu/atividades/CampanhaNaoAoInsiderTrading/CVM-Caderno-11.pdf>. Acesso em: 17 jun. 2019.

MELO, Leonardo Freire de. **"Insider trading" no Brasil: uma análise dos julgamentos administrativo e penal e suas repercussões em controladores, administradores, acionistas e externos**. Brasília, 2017. 107 p. Trabalho de Conclusão de Curso (Direito) - Instituto Brasiliense de Direito Público: Idp. Disponível em: [http://dspace.idp.edu.br:8080/xmlui/bitstream/handle/123456789/2427/ARTIGO\\_Leonardo%20Freire%20de%20Melo\\_2017.pdf?sequence=1&isAllowed=y](http://dspace.idp.edu.br:8080/xmlui/bitstream/handle/123456789/2427/ARTIGO_Leonardo%20Freire%20de%20Melo_2017.pdf?sequence=1&isAllowed=y). Acesso em: 17 jun. 2019.

MENDES, Wilson Coelho. **Insider Trading e Informações Relevante: Elementos no Direito Administrativo e Penal**. Brasília, 2017. 95 p. Trabalho de Conclusão de Curso (Direito) - UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA – UnB. Disponível em: [http://bdm.unb.br/bitstream/10483/17887/1/2017\\_WilsonCoelhoMendes\\_tcc.pdf](http://bdm.unb.br/bitstream/10483/17887/1/2017_WilsonCoelhoMendes_tcc.pdf). Acesso em: 17 jun. 2019.

O GLOBO digital, Fevereiro, ano 2018, 14 fev. 2018. Economia: Condenados na CVM, crimes de informação privilegiada chegam pouco à Justiça. Disponível em:

[https://oglobo.globo.com/economia/condenados-na-cvm-crimes-de-informacao-privilegiada-chegam-pouco-justica-22394865?utm\\_source=Twitter&utm\\_medium=Social&utm\\_campaign=compartilhar](https://oglobo.globo.com/economia/condenados-na-cvm-crimes-de-informacao-privilegiada-chegam-pouco-justica-22394865?utm_source=Twitter&utm_medium=Social&utm_campaign=compartilhar). Acesso em: 17 jun. 2019.

PRADO, Viviane Muller; VILELA, Renato; RACHMAN, Nora Matilde. **Insider trading: normas, instituições e mecanismos de combate no Brasil** [recurso eletrônico]. São Paulo: Fundação Getulio Vargas – SP, 2016. 102 p. (Coleção acadêmica livre). Disponível em: [http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/themes/Mirage2/pages/pdfjs/web/viewer.html?file=http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/17696/Insider-trading\\_normas-instituicoes-mecanismos.pdf?sequence=3&isAllowed=y](http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/themes/Mirage2/pages/pdfjs/web/viewer.html?file=http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/17696/Insider-trading_normas-instituicoes-mecanismos.pdf?sequence=3&isAllowed=y). Acesso em: 17 jun. 2019.

PRADO, Viviane Muller; VILELA, Renato. Radiografia de Insider Trading na CVM (2002-2014) (Insider Trading X-Ray in the Brazilian Securities Commission (CVM) (2002-2014)). **Núcleo de Estudos em Mercados e Investimentos - FGVDireito SP**. São Paulo, 2015. 9 p. Disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2600210](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2600210). Acesso em: 17 jun. 2019.

RICHARD, Julien de Carvalho. **O Crime de Insider Trading**. Rio de Janeiro, 2017. 61 p. Trabalho de Conclusão de Curso (Direito) - PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO. Disponível em: <https://www.maxwell.vrac.puc-rio.br/31433/31433.PDF>. Acesso em: 17 jun. 2019.

VASCONCELOS, Vinícius Augusto Cavalcanti de. **A utilização de informação privilegiada no mercado de capitais (Insider Trading): O tratamento dado pelo ordenamento jurídico brasileiro**. Florianópolis, 2018. 95 p. Trabalho de Conclusão de Curso (Direito) - Universidade do Sul de Santa Catarina, Florianópolis - UNISUL. Disponível em: <https://riuni.unisul.br/bitstream/handle/12345/6172/A%20UTILIZA%C3%87%C3%83O%20DE%20INFORMA%C3%87%C3%83O%20PRIVILEGIADA%20NO%20MERCADO%20DE%20CAPITAIS-ViniciusVasconcelos.pdf?sequence=1&isAllowed=y>. Acesso em: 17 jun. 2019.