

UNIVERSIDADE PRESBITERIANA MACKENZIE

GIULIA PAES FERREIRA

INSIDER TRADING:

Histórico legal e sua influência norte-americana, a tipificação do ilícito nas três esferas e seu tríplice sistema jurídico repressor.

SÃO PAULO

2020

UNIVERSIDADE PRESBITERIANA MACKENZIE

GIULIA PAES FERREIRA

INSIDER TRADING:

Histórico legal e sua influência norte-americana, a tipificação do ilícito nas três esferas e seu tríplice sistema jurídico repressor.

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à Faculdade de Direito da Universidade Presbiteriana Mackenzie como requisito parcial para obtenção do título de Bacharel em Direito.

ORIENTADOR: Prof. Dr. Rodrigo Salgado

SÃO PAULO

2020

Autorizo a reprodução e divulgação total ou parcial deste trabalho, por qualquer meio convencional ou eletrônico, para fins de estudo ou pesquisa, desde que citada a fonte.

FICHA CATALOGRÁFICA

Ferreira, Giulia Paes

INSIDER TRADING: Histórico legal e sua influência norte-americana, a tipificação do ilícito nas três esferas e seu tríplice sistema jurídico repressor, 2020.

p. 55; 30cm

Trabalho de Conclusão de Curso, apresentado à Faculdade de Direito da Universidade Presbiteriana Mackenzie. Área de concentração:

Mercado de Capitais

Orientador: Salgado, Rodrigo Oliveira.

1. Mercado de Capitais e seu Histórico Legal. 2. Previsão Legal *do Insider Trading*. 3. *Insider Trading*. 4. Consequências Sociais da Prática do *Insider Trading*. 5. Atividade Punitiva à Prática do *Insider Trading*. 6. *Non Bis In Idem*. 7. Histórico da Legislação Norte-Americana do *Insider Trading*.

Dedico à minha mãe, Tânia V. Paes.

Agradecimentos

O caminho durante os anos da graduação é percorrido ao lado e com o apoio de muitos, em razão disso, se fazem necessários os devidos agradecimentos.

A Deus, pelo suporte a mim e à minha família.

À minha mãe, que sempre foi base da minha sabedoria, caráter e esforço, bem como foi suporte principal em todos os âmbitos, para que eu concluísse mais essa etapa da vida.

Também agradeço aos meus amigos que foram fundamentais nessa jornada e que contribuíram com o conhecimento adquirido durante toda a graduação.

Por fim, agradeço à Universidade Presbiteriana Mackenzie por fornecer as ferramentas necessárias para formação de diferenciados operadores de Direito e aos professores que transmitiram seu conhecimento aos alunos para melhor exercermos a profissão da advocacia, principalmente ao professor orientador deste estudo, Dr. Rodrigo Salgado.

*“A pior ditadura é a ditadura do Poder Judiciário.
Contra ela, não há a quem recorrer” (Rui Barbosa)*

RESUMO

O presente Trabalho de Conclusão de Curso, aborda o histórico legal cronológico da Lei quanto ao uso de informação privilegiada no Brasil, citando a influência da legislação norte-americana durante sua atualização gradual. Além do mais, foi estudado o conceito e a tipificação do *insider trading*; os sujeitos ativos e passivos do crime; bem como sua prevenção.

Após proceder com o histórico legal e com a definição do *insider trading* e sua tipificação em cada esfera judicial, foi apresentado os dados comparativos do histórico punitivo da infração, nas três esferas (administrativa, civil e penal) e elucidado sobre o “Non Bis In Idem”, caso haja o julgamento da infração em mais de uma dessas esferas.

Por fim, é demonstrado o histórico legal norte-americano, com objetivo de demonstrar a mudança cronológica da lei influenciadora ao Brasil, e indicar os pontos que se coincidem com a nossa legislação.

Palavras-chave: *Insider Trading*. Informação privilegiada. Tríplex sistema jurídico repressor. Punição. Mercado de Capitais.

ABSTRACT

This Course Conclusion Paper addresses the chronological legal history of the Law regarding the use of privileged information in Brazil, citing the influence of US legislation during its gradual update. In addition, the concept and typification of insider trading was studied; the active and passive subjects of the crime; as well as its prevention. After proceeding with the legal history and the definition of insider trading and its classification in each judicial sphere, comparative data of the punitive history of the infraction was presented, in the three spheres (administrative, civil and penal) and elucidated about the “Non Bis In Idem”, in case the infraction is judged in more than one of these spheres. Finally, the North American legal history is demonstrated, in order to demonstrate the chronological change of the law influencing Brazil, and to indicate the points that coincide with our legislation.

Keywords: Insider Trading. Privileged information. Triple legal repressive system. Punishment. Capital market.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	11
CAPÍTULO 1 – HISTÓRICO DA LEGISLAÇÃO NORTE-AMERICANA DO INSIDER	13
CAPÍTULO 2 – MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO E SEU HISTÓRICO LEGAL	20
CAPÍTULO 3 - PREVISÃO LEGAL DO INSIDER TRADING	23
3.1 A Criminalização do <i>Insider Trading</i>	28
CAPÍTULO 4 – INSIDER TRADING	30
4.1 – Conceito de <i>Insider Trading</i>	30
4.2 – Requisitos para Configuração da Prática do <i>Insider Trading</i>	31
4.3 – <i>Insider Trading</i> e a Informação Privilegiada.....	32
4.3.1 – Análise da Informação Privilegiada e sua Abrangência.....	34
4.4 – <i>Insider Trading</i> e a Tutela Administrativa.....	37
4.5 – <i>Insider Trading</i> e a Tutela Civil.....	37
4.6 – <i>Insider Trading</i> e a Tutela Penal.....	38
4.6.1 – Sujeito Ativo na Prática do Crime do <i>Insider Trading</i>	39
4.6.2 – Sujeito Passivo na Prática do Crime <i>Insider Trading</i>	39
4.7 – <i>Insider</i> primário e secundário.....	41
4.8 – Prevenção do <i>insider Trading</i>	42
4.9 – Efeitos Nocivos do <i>Insider Trading</i>	45
4.10 – Consequências Sociais da Prática do <i>Insider Trading</i>	47
CAPÍTULO 5 – ATIVIDADE PUNITIVA À PRÁTICA DO INSIDER TRADING	50
5.1.1 – Atividade Punitiva na Primeira Instância da Via Administrativa – CVM.....	50
5.1.2 – Atividade Punitiva na Segunda Instância da Via Administrativa – CRSFN.....	55
5.1.3 – Termo de Compromisso.....	59
5.2 – Atividade Punitiva na Via Judiciária.....	60
5.2.1 – Poder Judiciário na Esfera Cível - Ações Coletivas para Ressarcimento e Termo de Ajustamento de Conduta (TAC).....	61
5.2.2 – Poder Judiciário na Esfera Criminal – Ações Criminais.....	65
5.3 – Non Bis In Idem.....	67
CONCLUSÃO	69

BIBLIOGRAFIA.....	72
--------------------------	-----------

ÍNDICE DE ILUSTRAÇÕES

Gráficos

Gráfico 01: Número de Casos de <i>Insider Trading</i> Julgados por Ano, no Período de 1978-1999.....	51
Gráfico 02: Número de Casos de <i>Insider Trading</i> Julgados por Ano na CVM, no Período de 2002-2015.....	52
Gráfico 03: Distribuição das Punições e Absoluções pelos Agentes, no período de 2002-2015.....	53
Gráfico 04: Distribuição das Punições por <i>Insider Trading</i> , por Tipo, no Período de 2002-2015.....	54
Gráfico 05: Informações Cujas Utilização Foi Imputada aos Indiciados, Resultados por Caso, no Período de 2002-2015.....	54
Gráfico 06: Casos de <i>Insider Trading</i> Julgados por Ano no CRSFN, no Período de 2003-2015.....	56
Gráfico 07: Casos de <i>Insider Trading</i> Julgados por ano no CRSFN e na CVM, no Período de 2003-2015.....	57
Gráfico 08: Resultado dos Julgados dos Casos de <i>Insider Trading</i> no CRSFN, no Período de 2003-2015.....	57
Gráfico 09: Fluxograma dos Casos de <i>Insider Trading</i> Julgados no CRSFN, no Período de 2003-2015.....	58
Gráfico 10: Total de Termos de Compromisso Relativos a Processos de <i>Insider Trading</i> , Aceitos e Rejeitados, por Ano, na CVM, no período de 2004-2015.....	59

QUADROS

Quadro 01: TACS Envolvendo Casos de <i>Insider Trading</i>	64
---	----

INTRODUÇÃO

O presente Trabalho de Conclusão de Curso, apresentado à Faculdade de Direito da Universidade Presbiteriana Mackenzie como requisito parcial à obtenção do título de Bacharel em Direito, tem como título: “*INSIDER TRADING*: histórico legal e sua influência norte-americana, a tipificação do ilícito nas três esferas e seu tríplice sistema jurídico repressor”.

O estudo tem o intuito de apresentar o histórico da legislação brasileira quanto ao uso da informação privilegiada no Brasil e a influência da legislação norte-americana, bem como demonstrar a evolução cronológica punitiva à prática do *insider trading*, nas três esferas (administrativa, civil e penal).

No primeiro capítulo, introduzimos com o histórico legal norte-americano, referente ao *insider trading*, expondo o motivo de seu surgimento, bem como as principais legislações e princípios que influenciaram na legislação nacional.

Já no segundo capítulo, é mencionado o histórico do mercado de capitais, para demonstrar o âmbito de ocorrência da infração e a origem dos institutos e órgãos que o regulam e o fiscalizam.

No terceiro, expomos a ordem cronológica legislativa do próprio *insider trading* e das principais Leis e Instruções referentes ao tema, estendendo-se até a criminalização da prática.

Após, em seu quarto capítulo, foi destrinchado toda uma análise da infração, se aprofundando no conceito, nos requisitos de configuração da prática e sua extensão, sobre as três tutelas que a abrangem, os sujeitos passivos e ativos do crime, a definição dos *insiders*, bem como a prevenção e os seus efeitos nocivos.

Em seu quinto capítulo, foi muito bem apurado a atividade punitiva à prática ilícita, nas três esferas, especificando inclusive, a evolução cronológica da lei e da punibilidade efetiva quanto à infração. Houve também, o estudo do “Non Bis In Idem”, nos casos de punição do *insider trading* em mais de uma esfera, tendo em vista a infração simultânea de mais de uma letra de lei.

A presente pesquisa tem o objetivo de analisar a evolução e a influência norte-americana na Lei do *insider trading* no Brasil, bem como analisar a atividade punitiva da infração, nas três esferas legais (administrativa, civil e penal), mediante a análise legislativa, doutrinária e empírica, sobre os dados dos julgados.

CAPÍTULO 1 – HISTÓRICO DA LEGISLAÇÃO NORTE- AMERICANA DO *INSIDER TRADING*

Conforme estudo de Bhattacharya e Daouk¹, os Estados Unidos da América (EUA) 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 1965. Antes de 1990, em apenas 34 mercados haviam regulado sobre o *insider trading*. Já em 2002, de um grupo de 103 países pesquisados, cresceu para 87 os países que possuíam regras vedando a utilização de informação privilegiada.

O país norte-americano deu início ao ordenamento do *insider trading* após contexto da quebra da bolsa de Nova York, momento em que necessitava da intervenção do Estado nas relações econômicas, inclusive no mercado de capitais, para resgatar a confiança do investidor.

Os EUA iniciaram pela edição do *New Deal*², com objetivo de colocar o comprador em pé de igualdade com o vendedor e proteger os que ignoram as condições de mercado contra os abusos dos que as conhecem, colocando os proprietários de títulos em posição de igualdade quanto às informações disponíveis, com os dirigentes das sociedades emissoras.

Os EUA sancionaram as normas *Securities Act* e a *Securities Exchange Act*, referentes ao *insider trading*, em 1933 e 1934, respectivamente. A primeira disciplinava a emissão de títulos, vendidos no comércio interestadual e internacional, para evitar a fraude na venda, enquanto a segunda legislava sobre as bolsas de valores e os mercados de balcão, operando no comércio interestadual e internacional³. O objetivo era proporcionar igualdade entre os

¹ BHATTACHARYA, Utpal; DAOUK, Hazem. *The world price of insider trading*. Kelley School of Business, Indiana University. , op. cit., 2002. Disponível em: <https://faculty.fuqua.duke.edu/~charvey/Teaching/BA453_2005/BD_The_world.pdf>. Acesso em: 15.abr. 2020.

² O New Deal foi o nome dado à série de programas implementados nos Estados Unidos entre 1933 e 1937, sob o governo do presidente Franklin Delano Roosevelt, com o objetivo de recuperar e reformar a economia norte-americana, além de auxiliar os prejudicados pela Grande Depressão de 29.

³ LEÃES, Luís Gastão Paes de Barros. *Mercado de capitais e "insider trading"*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1982. P. 86.

LEÃES menciona que haviam leis estaduais sancionadas antes da década de 1930. As "*blue sky laws*" eram leis que visavam disciplinar o mercado de títulos respeitando os limites fronteiriços dos estados norte-americanos (1982, P. 83). Referidas Leis exigiam, por exemplo, o registro ou o licenciamento de pessoas que atuavam no mercado, assim como medidas repressivas contra infrações no mercado, autorizando o exercício do poder de polícia (1982, P. 89-90).

investidores norte-americanos que detinham as informações sobre as companhias com valores mobiliários negociados no mercado.

Ainda em 1934, houve a criação da *Securities and Exchange Commission* (SEC), análoga à nossa CVM, através da Seção 4, com objetivo de fazer cumprir as leis federais de valores mobiliários para proteger os investidores, mantendo o funcionamento dos mercados, para facilitar formação de capital.

A SEC possui autoridade para conduzir ações de execução civil, além de trabalhar com agências de aplicação da lei penal, contra os indivíduos ou empresas acusadas de fraudes contábeis, fornecimento de informação falsa, de envolvimento em *insider trading* e outras práticas que violem à lei de valores mobiliários. Ademais, foi dado poder de licenciar e regulamentar as bolsas de valores, as companhias cujos valores mobiliários são negociados e as corretoras e concessionárias que conduzem a negociação.

Posteriormente, surgiram as disposições sobre práticas de *insider trading*. A seção 16 da *Securities Act*, de 1934, regulada apenas 8 anos após sua instituição, aborda a obrigatoriedade da divulgação de informações ao mercado e reprime a utilização abusiva e desleal desta informação, conforme exposto por Proença:

“De fato, existem dois dispositivos essenciais na legislação de mercado norte-americana: a Seção 16 (b) da *Securities Act* de 1934, que fixa, basicamente, a responsabilidade do *insider* para com a própria companhia, e a Regra 10 b-5, baixada pela SEC em 1942, que cuida da responsabilidade do *insider*, desta feita para com qualquer particular lesado pela utilização abusiva de informações sigilosas. Tais disposições, é verdade, consubstanciam-se no instrumento que complementa, por excelência, o arsenal legislativo norte-americano dirigido contra a conduta de *insider trading*”⁴.

Proença⁵ alerta que a Seção 16 (b) deve ser interpretada em conjunto com a Seção 16 (a), uma vez que obriga todos os possuidores de qualquer categoria de ações que representem mais de 10% do capital da companhia, ou a quem for administrador ou alto empregado da mesma, a informar a SEC sobre o número de ações que possui e, por meio de relatórios mensais

⁴ PROENÇA, José Marcelo Martins. *Insider Trading – Regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais*, São Paulo: Editora Quartier Latin, 2005. p. 214.

⁵ PROENÇA, José Marcelo Martins. *Insider Trading – regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2005. P. 214-215.

noticiar, ainda, eventuais alterações ocorridas. Além do mais, os sujeitos mencionados também eram proibidos em auferir quaisquer lucros através de operações de curto prazo (recompra ou revenda de ações no período de seis meses), com seus valores mobiliários, ficando obrigados a restituir esses lucros à companhia emissora.

Trata-se, nesse sentido, da lei do *standard of loyalty*, disposto na legislação societária norte-americana⁶, e está alicerçado no caráter fiduciário das funções do administrador, ao passo que lhe exige colocar os interesses da companhia sempre à frente dos seus próprios⁷. Além disso, referida norma, expressamente, repreende a prática de *insider trading*, atuando, nesse sentido, de forma repressiva. Lei na qual o art. 155º da Lei das Sociedade Anônimas nº 6.404/76 (LSA) se baseou, conforme veremos mais adiante.

Porém, a legislação acabou sendo criticada por não prever os *insiders* secundários, definidos nos próximos capítulos, bem como a possibilidade de penalidades impostas pela SEC, atribuídas apenas pelas próprias companhias ou por seus acionistas. Tais condições limitavam a eficácia da legislação, tendo em vista o efeito meramente preventivo e não repressivo.

Insta salientar que foram os EUA que consagraram o princípio do *full disclosure*⁸ nas *securities regulations*, ao optarem pela atuação meramente preventiva ao invés da repressiva, tendo em vista que não caberia à Administração intervir no mercado, suprimindo e substituindo as forças que nele atuam, mas simplesmente supervisionar a informação necessária, cabendo aos agentes atuar livremente no mercado”⁹.

Para que houvesse a justa e eficiente operação do mercado de valores mobiliários, exigiu-se a divulgação de dados financeiros imprescindíveis para precaver manipulações

⁶ CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônima*. 34. ed. São Paulo: Saraiva, 2009. v. 4.. p. 292.

⁷ PROENÇA, José Marcelo Martins. *Insider Trading – regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2005. P. 278.

⁸ Consiste na transparência e divulgação de informações de companhias emissoras de valores mobiliários no mercado de capitais.

⁹ LEÃES, Luís Gastão Paes de Barros. *Mercado de capitais e “insider trading”*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1982. P. 90.

LEÃES alerta que a escolha pelo sistema de controle pelo *full disclosure* se deu, além de outros motivos, pelas reivindicações de Louis. D. Brandeis, juiz da Suprema Corte, enfatizando a necessidade da publicidade como um remédio aos problemas sociais e econômicos. (1982. P. 91).

financeiras e prover investidores e especuladores de informações suficientes para tomarem decisões racionais¹⁰.

O princípio *full disclosure* influenciou inclusive o Brasil¹¹, como uma resposta à crise de 1929, com intuito de garantir a equidade entre os agentes do mercado de capitais, por meio de regras preventivas de publicação de informação.

Porém, como característica do direito norte-americano, a jurisprudência atua de maneira a suprimir as lacunas da lei, ampliando a eficácia das previsões normativas, conforme exposto por Proença:

“A generosa construção jurisprudencial, entretanto, vem alargando sobremaneira o raio de alcance do comando em apreço. Na determinação do lucro auferido nas *short trade transactions*, a jurisprudência procura um método que maximize, tanto quanto possível, o montante a ser revertido em benefício da sociedade, a ponto de, com frequência, imprimir nas decisões um caráter quase punitivo. Para tanto, as Cortes Norte-Americanas têm declarado que o propósito do legislador era o de vedar todo e qualquer lucro realizado no período suspeito, e não somente compensar eventuais prejuízos”¹².

Em busca do preenchimento das limitações legislativas, a construção jurisprudencial ensejou na principal norma de combate e repressão à prática do *insider trading* nos EUA, a regra 10 B-5, criada em 1942, pela SEC, traduzida a seguir, cuja qual prevê a proibição de qualquer negociação, compra e venda de valores mobiliários, na qual uma das partes tenha informações que sejam desconhecidas à outra. Ou seja, o conceito de *insider trading* ampliou, responsabilizando também àqueles que negociam e que não têm vínculo direto com a companhia, mas que detinham a informação privilegiada, impondo-os assim, deveres e responsabilidades dos *tippees* (*insiders* secundários):

“A toda pessoa que se utiliza dos meios e instrumentos do comércio estadual, do correio ou dos serviços das bolsas nacionais de valores, é vedado:
1) empregar qualquer manobra, esquema ou artifício fraudulentos;
2) fazer declarações inexatas sobre fatos importantes ou deixar de revelá-los, quando esses fatos forem reputados necessários para

¹⁰ AVOLIO, Luiz Francisco Torquato. A criminalização do insider trading no Brasil e seu contributo para o direito penal econômico. *Revista dos Tribunais*, v. 850, ago. 2006. p. 2.

¹¹ PROENÇA, José Marcelo Martins. *Insider Trading – Regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais*, São Paulo: Editora Quartier Latin, 2005. p. 209.

¹² PROENÇA, José Marcelo Martins. *Insider Trading – Regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais*, São Paulo: Editora Quartier Latin, 2005. p. 219

evitar que as declarações, à luz das circunstâncias em que foram feitas, não sejam enganadoras; ou
 3) comprometer-se em ato, prática ou negociação que representa ou representaria uma fraude ou burla em relação a qualquer pessoa”¹³

Portanto, a regra 10 b 5, considerou ilegal o ato de qualquer pessoa que direta ou indiretamente omitir ou fizer declarações falsas ou incorretas sobre um fato relevante, em conexão com a compra ou venda de alguma ação, semelhante a disposto no §4º do art. 155 da Lei 6.404/76 e do art. 27-D da Lei 6.385/76, se comparado com a legislação brasileira.

É válido ainda lembrar que, no direito americano, é considerado também violação à lei a operação de compra e venda de ações, feita pelo "*insider*", imediatamente após a divulgação da informação. No caso da Texas Gulf Sulphur Co., ficou dito que o "*insider*" deve aguardar que a notícia seja veiculada efetivamente através do meio de comunicação de maior penetração.

O fato relevante é definido como *material information* no direito norte-americano, que podem afetar o desejo dos investidores de comprar, vender ou reter valores mobiliários de emissão da companhia, com função de proteção e simetria de divulgação da informação a todos os investidores, as quais deveriam ser divulgadas ao mercado pela companhia.

Porém, ainda não há, na legislação americana uma definição do que seja uma informação privilegiada, sendo tal conceito construído a partir da casuística¹⁴.

Em 1982 a SEC criou a regra 14 E-3, que dispõem sobre a ilegalidade de transmitir informações sobre a alteração do controle de uma companhia, e de uma oferta pública de ações, ainda não divulgadas, independente daqueles que tiverem a informação negociarem ou não ações, bastando a mera comunicação da informação privilegiada antes da divulgação ao mercado¹⁵ para sua configuração. Ou seja, tornou ilegal a atividade de *tipping* (aquela que o *insider* oferece “dicas” ao *tipper* - *insider* secundário), que antes só era considerada ilegal, quando resultava em uma operação através do uso de informação privilegiada repassada pelo

¹³ PROENÇA, José Marcelo Martins. *Insider Trading – Regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais*, São Paulo: Editora Quartier Latin, 2005. p. 221.

¹⁴ NEVES, Heidi Rosa Florêncio. *Direito Administrativo Sancionador e o crime de insider trading*. 2013. 175 f. Tese (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013. P. 51.

¹⁵ Disponível em: < <http://www.sec.gov/rules/interp/34-43069.htm>>. Acesso em: 22 abril de 2020.

insider. Permitindo, portanto, a configuração da ilegalidade, mediante a negociação por parte de qualquer pessoa que possuísse uma informação relevante à oferta pública¹⁶.

Já em 1984, foi sancionada a *Insider Trading Sanctions Act (ITSA)*, a qual instituiu a multa civil até três vezes mais ao benefício econômico (lucro auferido ou prejuízo evitado) obtido na negociação de valores mobiliários com base nas informações privilegiadas¹⁷, além de aumentar a sanção penal prevista no caso de violação às regras do mercado de capitais, e expandiu a autoridade da SEC¹⁸

Mais tarde, no ano de 1988, houve a edição do *Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act (ITSFEA)*, regulamentando o *insider trading* e outras modalidades de fraude, além de prever multas mais altas para as pessoas físicas e jurídicas praticantes do ilícito. Para atingir tal objetivo, o referido estatuto criou o instituto do *chinese wall*¹⁹, impondo às companhias emissoras de ações “separações claras entre os diversos departamentos de uma instituição financeira, procurando obstar que informações sigilosas, envolvidas em um determinado negócio, vazem para outras áreas da instituição, a exemplo de áreas de pesquisa da corretora e do banco de investimento”²⁰

Em 2000, a SEC editou as Regras 10 B5-1 e 10 B5-2, além de criar o Regulamento *Fair Disclosure* (Regulamento FD), para divulgação das mesmas informações ao mercado em geral e aos investidores institucionais e analistas ao mesmo tempo.

Por fim, em 2002, foi criado o diploma mais importante pertinente ao mercado de capitais americano, a Lei Sarbanes-Oxley, que instituiu regras da governança corporativa, que regulamentam os mercados de capitais pelo mundo, inclusive o brasileiro, mostrando-se um efetivo instrumento preventivo ao uso de informações sigilosas. Tem objetivo de assegurar a veracidade das informações prestadas aos mercados, ampliando o dever de informar dos

¹⁶ NEVES, Heidi Rosa Florêncio. *Direito Administrativo Sancionador e o crime de insider trading*. 2013. 175 f. Tese (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013. P. 49.

¹⁷ Disponível em: < http://www.law.cornell.edu/wex/insider_trading>. Acesso em: 22 abril de 2020.

¹⁸ PROENÇA, José Marcelo Martins. *Insider Trading – regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2005. P. 234.

¹⁹ Traduzido do inglês-Muro chinês é um termo comercial que descreve uma barreira de informações dentro de uma organização que foi erguida para impedir trocas ou comunicações que possam levar a conflitos de interesse.

²⁰ PROENÇA, José Marcelo Martins. *Insider Trading – regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2005. P. 235

administradores²¹. Além de garantir a formação dos preços dos ativos emitidos pelas companhias públicas conforme às informações disponíveis no mercado²².

Uma das suas principais características é a exigência de auditoria independente para supervisionar a contabilidade e evitar resultados inverídicos das companhias. Além do mais, impôs maiores responsabilidades e deveres aos administradores de companhias pela divulgação de fatos relevantes, bem como enrijeceu as penas por fraudes corporativas.

²¹ PROENÇA, José Marcelo Martins. *Insider Trading – regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2005. P. 236.

²² PROENÇA anota, à título de ser o principal mandamento da *Sarbanes-Oxley Act*, a adoção da “responsabilização direta aos administradores pelas informações financeiras divulgadas ao mercado, que passam a responder por imprecisões, omissões, declarações falsas ou que deixem de representar, de forma precisa, os resultados da empresa” (2005, p. 236-237).

CAPÍTULO 2 – O MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO E SEU HISTÓRICO LEGAL

No Brasil, os projetos de bolsas de valores, conhecidas como “praça do comércio”, foram implementados no século XIX, conforme previsto no art. 32 do Código Comercial de 1850²³.

A primeira Bolsa Livre de Valores do Brasil, foi criada em 1894, em São Paulo, por Emilio Rangel Pestana. Consistia em um pequeno escritório na capital, que fornecia serviços de negociações de títulos. Hoje em dia, é conhecida como B3 (Brasil, Bolsa, Balcão), após fusão da BM&FBOVESPA²⁴ com a Cetip²⁵, considerada a quinta maior bolsa de valores do mundo em valor de mercado.

O mercado de capitais, é o ponto de encontro entre compradores e vendedores, sopesando os interesses de investimento e empreendedorismo, alocando capital conforme demanda e procura²⁶. Além disso, o mercado representa um sistema de distribuição de valores mobiliários com o objetivo de capitalizar empresas e garantir a liquidez dos títulos emitidos por esta²⁷.

Com o desenvolvimento industrial brasileiro e com o crescimento das bolsas de valores no século XX, houve a regulamentação do sistema financeiro e do mercado de capitais. Além da criação do Banco Central (BACEN)²⁸, através da Lei 4.595/64, bem como da Comissão de Valores Mobiliários (CVM)²⁹, através da Lei 6.385/76.

²³ Art. 32 – Praça do comércio é não só o local, mas também a reunião dos comerciantes, capitães e mestres de navios, corretores e mais pessoas empregadas no comércio. Este local e reunião estão sujeitos à polícia e à inspeção das autoridades competentes. O regulamento das praças do comércio marcará tudo quanto respeita à polícia interna das mesmas praças, e mais objetos a elas concernentes.

²⁴ **BM&FBOVESPA**: companhia de capital aberto, responsável pela administração dos mercados organizados de títulos e valores mobiliários, bem como, pelo funcionamento e desenvolvimento de mercados livres e abertos para a negociação de quaisquer espécies de títulos ou contratos que possuam por objeto ativos financeiros, índices, indicadores, taxas, mercadorias, moedas, energias, transportes, *commodities* e outros.

²⁵ **CETIP** (Central de Custódia e Liquidação Financeira de Títulos Privados): empresa de capital aberto sem fins lucrativos e tem o intuito de auxiliar na transparência e na eficiência da liquidação dos títulos privados.

²⁶ BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. *The Modern Corporation & Private Property*. New Brunswick (U.S.A) and London (U.K): Transaction Publishers, 1999. P. 156-228

²⁷ PINHEIRO, Juliano Lima. *Mercado de capitais*. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2012. P. 186.

²⁸ **Banco Central do Brasil (BACEN)**: autarquia responsável pelas políticas monetárias do país. Criada em 1964.

²⁹ **Comissão de Valores Mobiliários (CVM)**: entidade que tem por objetivo regulamentar e fiscalizar o mercado brasileiro de valores mobiliários. Criada em 1976

Em relação às penalidades aos crimes e infrações contra o mercado de capitais, o Código Penal de 1890 já previa contra as fraudes perpetradas por administradores das companhias, em seu art. 340. Além do Decreto-Lei nº 869/38, que previa punição quanto aos crimes contra economia popular e ao mercado de capitais, em seu art. 2º, incisos VI e VII.

O atual Código Penal (Decreto-Lei nº 2.848/40), já prevê, em seu art. 359-H, o crime de manipulação de mercado, com pena de até quatro anos, para fraude na constituição de sociedade.

Em referências às sociedades por ações, estas foram reguladas através do Decreto-Lei nº 2.627/40, até 1976, ano em que foi criada sua Lei própria³⁰. O Decreto previa o dever da informação ao estabelecer as publicações de balanços anuais das companhias, aplicadas ainda apenas às sociedades estrangeiras instaladas no país.

Após a instauração do regime militar, houve modificações normativas, inclusive ao mercado financeiro, como a criação da Lei nº 4.728/65 – “Lei do Mercado de Capitais”, inovando o processo regulatório do mercado acionário para seu desenvolvimento, como citado por Algacir Mikalovski:

“Deste modo, resultaram alterações cruciais no mercado acionário, tais como: a reformulação da legislação sobre Bolsa de Valores, a transformação dos corretores de fundos públicos em sociedades corretoras, forçando a sua profissionalização, e a criação dos bancos de investimento, a quem foi atribuída a principal tarefa de desenvolver a indústria de fundos de investimento”³¹.

Em referência à criação do *insider trading*, pode-se considerar que o primeiro mecanismo de combate surgiu com o art. 3º, X, da Lei 4.728/1965³².

Foi estabelecido ao Banco Central, a fiscalização do uso da informação não divulgada ao público, por aqueles que às possuem em razão do cargo, visando evitar benefício próprio ou de terceiros. Apesar de não prever mecanismo de fiscalização, repressão ou punição.

³⁰ Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976.

³¹ MIKALOVSKI, Algacir. *Crimes contra o mercado de capitais: bem jurídico, tipos e investigação*, p. 75.

³² “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”.

Ao Banco central também foi estabelecida a Diretoria de Mercado de Capitais, denominada GEMEC – Gerência do Mercado de Capitais, com objetivo de regular o mercado de capitais, até os anos 70, quando a função foi transferida para a CVM.

Em 1968, houve o início das obrigações para as companhias, para divulgação dos seus fatos relevantes, através da Resolução nº 88 do Banco Central que fixou exigências legais para informarem fatos que tenham a capacidade de afetar nos preços dos títulos ou na decisão de compra ou venda desses títulos dos investidores.

Porém, a crise de 1971 demonstrou que o Banco Central deveria ser substituído por órgão especializado para regulamento do mercado de valores mobiliários, surgindo então a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), autarquia ligada ao Ministério da Fazenda, através da Lei 6.385/76, com “função de disciplinar o mercado de títulos privados – ações, debêntures e outros – sob a orientação e coordenação do Conselho Monetário Nacional”.

CAPÍTULO 3 – PREVISÃO LEGAL DO *INSIDER TRADING*

Em meados de 1965, dois advogados norte-americanos, Norman Poser, da *Securities and Exchange Commission* (autoridade reguladora do mercado de valores mobiliários), e Alan Roth, da *America Stock Exchange* (uma das maiores bolsas dos Estados Unidos, à época), estiveram no Brasil por solicitação do Banco Central brasileiro para trazer um relatório com diagnóstico e recomendações para aperfeiçoar o mercado de valores nacional³³.

O relatório denunciava um problema estrutural de monitoramento do mercado, tendo em vista a quantidade de pessoas que fiscalizavam e trabalhavam no mercado acionário, não sobrando equipe e tempo para formular um sistema regulatório próprio³⁴, bem como para fiscalização do uso de informação privilegiada.

Até a década de 70, além dos Estados Unidos, somente França, Singapura e Brasil tinham aplicado a vedação legal ao uso de informações relevantes para negociação com fins de vantagem comercial. Apesar de ainda haver poucos casos efetivos de investigação ao *insider trading*, o Brasil iniciou o processo de combate ao ilícito desde o início de suas atividades legais, em 1977, quando ocorreu seu primeiro processo administrativo sancionador instaurado na CVM.

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) foi criada em 1976, através da Lei 6.385/76, e alterada pela Lei 10.303/01, a qual consiste em uma autarquia em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica e patrimônios próprios, dotada de autoridade administrativa independente, autonomia financeira e orçamentária e ausência de subordinação hierárquica, com o objetivo de fiscalizar, normatizar, disciplinar e auxiliar no desenvolvimento do mercado de valores mobiliários no Brasil, conforme seu art. 4º.

A criação da autarquia teve por inspiração a *Securities Exchange Commission* (SEC), sua correlata norte-americana. Adquirindo a independência de seus dirigentes apenas em 2001, após o surgimento e influência das agências reguladoras de 1990.

³³ POSER, Norman; ROTH, Alan. *Pesquisa Preliminar do Mercado de Capitais Brasileiro*. Banco Central do Brasil, 1965.

³⁴ POSER, Norman; ROTH, Alan. *Pesquisa Preliminar do Mercado de Capitais Brasileiro*. Banco Central do Brasil, 1965, p. 41.

O propósito da CVM é zelar pelo funcionamento eficiente e íntegro do mercado de capitais, promovendo seu desenvolvimento e equilíbrio entre a iniciativa dos agentes e a efetiva proteção dos investidores, e assegurar o acesso público às informações tempestivas, para, caso necessário, condenar de forma eficaz os responsáveis pela infração, exercendo sua atividade punitiva na via administrativa, tanto em primeira (CVM) e segunda instância (Conselho de Recurso do Sistema Financeiro Nacional – CRSFN).

O CRSFN é um órgão integrante do Ministério da Fazenda, atua como segunda e última instância na esfera administrativa, julgando recursos oriundos das referidas instituições. Enquanto a CVM é especializada apenas no mercado de capitais, o CRFSN, além dessa matéria, julga questões atinentes a todo o mercado financeiro

A Lei das Sociedade Anônimas nº 6.404/76 (LSA), foi a que mais regulou o *insider trading* no Brasil, tanto no âmbito preventivo quanto repressivo, mas se limitando ao campo administrativo e civil, tendo em vista que a criminalização desta prática ocorreu apenas com a criação da Lei nº 10.303 de 2001, quando inseriu os arts. 27-C, 27-D e 27-F na Lei 6.385/76, devido à necessidade de um mercado mais justo, confiável e transparente, mas ainda se limitando apenas à responsabilização pelo uso indevido da informação privilegiada aos administradores das companhias, seus subordinados e terceiros (*insiders* primários).

A Lei 6.404/76 introduziu o dever de diligência aos administradores, em seu art. 153, o qual exige ao administrador que exerça o cargo com competência, honestidade e responsabilidade na condução dos negócios, empregando cautela, métodos, recomendações, postulados e diretivas da ciência da administração de empresas. Nota-se, portanto, que o dever de diligência se trata de obrigação de meio e não de resultado. Além do mais, caso ocorra equívocos na administração da sociedade aberta, necessário observar a presença da boa-fé, para que não haja responsabilização do administrador.

A referida Lei também dispôs sobre o “dever de lealdade” e boa-fé dos administradores das sociedades com as suas empresas, conforme disposto no seu art. 155, de origem do princípio “*standard of loyalty*” do direito norte-americano, o qual impõem ao administrador o dever de

buscar os interesses da companhia em detrimento dos proveitos próprios, verificando, portanto, a intenção do legislador em vedar a prática do *insider trading* em seu §1º³⁵.

Além disso, a Lei também traz o seu art. 157³⁶, o qual dispõem sobre o dever dos administradores da companhia em informar sua situação patrimonial; seus fatos relevantes com força de alterar a cotação dos valores mobiliários e de sua emissão; bem como a negociação e liquidez dos mesmos, com o objetivo de prevenir a prática ilícita do *insider trading*. Segundo José Marcelo Martins Proença³⁷, aqui também houve influência do direito norte-americano, que submetia os administradores ao dever de divulgar fato relevante da sociedade aberta, conhecido como o princípio “*duty of disclosure*” do direito norte-americano societário.

O referido artigo tem como objetivo fazer com que os administradores das companhias abertas comuniquem sobre os fatos relevantes tempestivamente e de forma simétrica ao público, e que antes de sua divulgação, guardem absoluto sigilo das operações capazes de influir no comportamento dos investidores, sendo vedada a utilização de informações privilegiadas com intuito de obter lucro para si ou para outrem. Caso contrário, o administrador incorrerá em *insider trading* e poderá responder civil, administrativa e penalmente.

³⁵ Art. 155. O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios, sendo-lhe vedado:

[...]

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

§ 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. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001).

³⁶ Art. 157. O administrador de companhia aberta deve declarar, ao firmar o termo de posse, o número de ações, bônus de subscrição, opções de compra de ações e debêntures conversíveis em ações, de emissão da companhia e de sociedades controladas ou do mesmo grupo, de que seja titular.

[...]

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

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

³⁷ PROENÇA, José Marcelo Martins. *Insider Trading – regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin. 2005. p. 276.

Quanto aos mencionados fundamentos éticos dispostos pela legislação, Laks Eizirik³⁸ reforça o seguinte:

”As razões de ordem ética derivam do princípio da igualdade de acesso às informações, o denominado *market egalitarianism*. Com efeito, há um total desequilíbrio entre a posição do *insider* e a dos demais participantes do mercado, sendo eticamente condenável a obtenção de lucros unicamente em função da utilização de informações confidenciais que o *insider* sabe que não estão disponíveis para o público. Assim, a legislação, nos diferentes países, busca impedir que os *insiders* obtenham vantagens decorrentes da inevitável “assimetria” de informações, uma vez que eles sempre terão acesso a elas antes dos investidores de mercado.”

Porém, há exceção à previsão descrita no art. 157 acima. O §5º do respectivo artigo, dá poderes à CVM para analisar sobre a recusa do dever de divulgação do fato relevante, caso este colocar em risco os interesses da companhia. Observa-se que, segundo Corsetti³⁹, o legislador optou por aplicar outro princípio do direito norte-americano “disclose or refrain from trading”, que significa: “divulgue a informação relevante ou abstenha-se de negociá-la”

Até o momento da história, a crítica jurídica sofrida estava relacionada com o estrito âmbito de aplicação, pois apenas os administradores e pessoas a ele vinculada, eram considerados *insiders* e puníveis pela prática do *insider trading*.

Posteriormente, com base na redação da Instrução da CVM nº 08/1979, que vedava práticas não equitativas, ou seja, o tratamento desigual, que cause desequilíbrio entre os participantes da operação na negociação. A redação abrangente da Instrução permitia atingir os acionistas de companhias abertas (independentemente do percentual acionário detido), os intermediários e os demais participantes do mercado.

Mais adiante, com intenção regulatória da extensão da vedação à prática de *insider trading*, foi a criação da Instrução CVM nº 31/1984, estabelecendo o dever da não negociação com informação privilegiada também às pessoas diversas dos administradores, além de responsável pela descrição daquilo que é considerado fato relevante. A norma administrativa

³⁸ EIZIRIK, Nelson et al. *Mercado de capitais – regime jurídico*. 3. ed., rev. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 554.

³⁹ CORSETTI, Michelangelo. *Insider trading: Informação privilegiada – O uso indevido no mercado de capitais*. Curitiba. Juruá, 2013. p. 74.

incluiu como possíveis imputáveis: os acionistas controladores, as pessoas com acesso à informação em razão do cargo, função ou posição na companhia, responsabilizando os administradores pelas condutas destes outros *insiders*⁴⁰, bem como determinou a imediata divulgação da informação em sigilo, caso houvesse vazamento ou oscilação atípica dos preços de negociação dos valores mobiliários. As transgressões à mencionada Instrução, salvo os casos de multa, configuram infração grave, passíveis da aplicação das penalidades administrativas previstas o art. 11 da Lei 6.385, mediante inquérito promovido pela CVM.

Portanto, para imputação, seria necessário também comprovar a conscientização do agente, de que se tratava de uma informação privilegiada. Além disso, também não obrigava aos terceiros o dever de informar/divulgar, como era imputada aos administradores e controladores, apesar de os intermediadores, agentes de mercado e investidores ficarem sujeitos à fiscalização da CVM, sempre que negociassem tendo conhecimento de que se tratava de informação privilegiada.

Frisa-se, portanto, que nem os administradores, os intermediários, nem qualquer participante do mercado possuía ou possui obrigação de revelar informações cuja fonte tivesse sido outra que não a companhia (*market information*), obtidas, por exemplo, por meio de pesquisas, projeções de mercado realizadas por instituições especializadas, ou ainda, se as informações dissessem respeito a medidas que podiam ser adotadas pelo governo e afetar a companhia.

Em 2001, foi criada a Lei 10.303/01, que introduziu a criminalização da prática de *insider trading* no ordenamento jurídico brasileiro, direcionado aos que tinham o dever de manter sigilo, além de incluir dois novos termos na Lei nº 6.404/76: “fato relevante” e a finalidade de obter vantagem na utilização da informação privilegiada.

Importante salientar que foi a referida nova lei que incluiu o §4º do art. 155 supramencionado, cujo qual repreende a prática do *insider trading* por qualquer pessoa com finalidade de auferir vantagem mediante o uso da informação privilegiada, ferindo a equidade,

⁴⁰ Artigo 12 da Instrução CVM nº 31/84.

isonomia⁴¹ e a boa-fé objetiva, além de gerar enriquecimento ilícito, dando surgimento ao que chamamos de *insiders* secundários na esfera civil.

3.1 – A Criminalização do *Insider Trading*

A recente Lei 13.506/2017, dispõem sobre o processo administrativo sancionador na esfera de atuação do Banco Central do Brasil e da Comissão de Valores Mobiliários, trazendo uma punição mais rígida aos atos ilícitos cometidos no Sistema Financeiro Nacional. Além de prever o acordo de leniência entre ambos os órgãos e o aumento de multa aplicáveis às infrações cometidas.

Em 2001 foi concluída a reforma da legislação societária e de mercado de capitais. Um dos principais temas alterados foi sobre o uso da informação privilegiada, ocorrendo a modificação mais significativa, que foi a criminalização do *insider trading* às pessoas com obrigação de manter sigilo da informação ainda não divulgada ao mercado, conforme disposto na Lei nº 10.303/01, considerando apenas os *insiders* primários, com dever de manter o sigilo, como possíveis sujeitos ativos da infração na esfera criminal, levando em consideração o cargo ou posição que ocupavam.

Porém, com a nova redação trazida pela Lei 13.506/2017, que alterou diversos corpos normativos no ordenamento jurídico brasileiro, inclusive o conceito do crime de *insider trading* previsto no *caput* do art. 27-D,⁴² da Lei 6.385/76, ampliando o tipo penal, excluindo a condição do agente ter o dever de guardar sigilo sobre a informação relevante da companhia, não sendo este mais um elemento essencial para configuração do crime. Ou seja, qualquer pessoa que tiver o acesso à informação privilegiada e utilizá-la para negociar valores mobiliários, incorrerá nas penas do crime de *insider trading*, independentemente de ter ou não o dever legal de sigilo.

⁴¹ Artigo 5º, *caput*, da Constituição Federal/88

⁴² 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.

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

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

Assim, com a nova redação trazida pela Lei, o tipo penal passou a ser aplicado aos *insiders* secundários, que antes só poderiam ser responsabilizados na esfera administrativa e civil, pela CVM.

Portanto, para a imputação do crime penal de *insider trading* é necessário a presença de três elementos: existência de informação relevante ainda não divulgada ao mercado; a posse desta informação pelo agente (qualquer pessoa); e a efetiva utilização da informação na negociação de valores mobiliários com o fim de auferir vantagem indevida para si ou para outrem.

Porém, nota-se que a referida Lei também introduziu o §1º ao art. 27-D da Lei 6.385/76, prevendo o crime de “exercício irregular de cargo, profissão, atividade ou função”, criminalizando a conduta daquele que, em razão do cargo ou posição que detenha em emissor de valores mobiliários ou de alguma relação com este, tenha a informação relevante e sigilosa e repasse a terceiros.

CAPÍTULO 4 – *INSIDER TRADING*

Como vimos, a previsão à infração ao *insider trading* existe no Brasil desde a década de 70 e teve sua atualização e ampliação em diversas letras de lei. Portanto, no presente capítulo, veremos as características da infração, bem como seus sujeitos e esferas competentes para prevenir e punir a prática.

4.1 – Conceito de *Insider Trading*

São realizadas, diariamente, transações no mercado de capitais, que inserem milhões de reais em circulação na economia Nacional e Internacional e as informações das companhias emissoras desses títulos negociáveis é parte essencial, tendo em vista que os mercados financeiros se movem a partir das informações repassadas.

A celeridade com que a informação circula e é disposta ao mercado e aos seus investidores é a base de toda a negociação, fator decisivo no desenvolvimento do mercado e, por isso, se deve respeitar sua qualidade, veracidade, objetividade e atualidade.

Porém, algumas pessoas que, por força da sua atividade profissional, que estão “por dentro” dos negócios da companhia emissora, utilizam dados e informações relevantes inacessíveis e ainda não divulgada ao público sobre os valores mobiliários, ou de informações inexistentes, com objetivo final de gerar vantagem indevida própria ou a terceiros, a partir da compra ou venda de valores mobiliários antes que refletido seu novo valor. Ato este que é considerado ilegal tanto no Brasil como em outros países, conhecido como uso indevido de informação privilegiada ou “*insider trading*”.

A prática da infração administrativa, civil e penal consiste na utilização de informações relevantes/privilegiadas, sobre os valores mobiliários ou sobre as companhias emissoras, com objetivo, ainda que não alcançado, de evitar perdas ou obter lucros, antes que as respectivas informações sejam disponibilizadas ao mercado.

Para entender melhor a expressão originária do direito norte-americano “*insider trading*”, vamos destrinchar em palavras. A primeira palavra “*insider*” significa algo que está

dentro, interior, confidencial, conforme dicionário português/inglês Michaelis. Por sua vez, “trading” advém da palavra “trade”, o que significa comércio, negócio, tráfico.

Logo, juntando as impressões e significados, traz a ideia de utilização de informação relevante, confidencial, proveniente do interior, não público, para negociação, no caso, no mercado de valores.

O agente responsável por realizar a conduta nociva ao mercado financeiro é denominado “insider”, lesionando os direitos dos demais acionistas e investidores no mercado de capitais, que não possuem o acesso à informação relevante da companhia, denominados “outsiders”.

Segundo Carvalhosa⁴³, este ato ilícito gera desequilíbrio de posição no mercado de valores mobiliários para compradores e vendedores, denominados “outsiders”, bem como ao próprio mercado, a partir do momento que cria uma relação de insegurança dos investidores e à segurança jurídica no mercado.

4.2 – Requisitos para Configuração da Prática do *Insider Trading*

Para caracterização do *insider trading*, é considerado três requisitos: (i) existência de uma informação privilegiada, ainda não divulgada ao mercado; (ii) agente que obtém dessa informação relevante sigilosa; (iii) sujeito que negocie a informação relevante no mercado. Esses requisitos devem incidir concomitantemente na situação para caracterização do crime.

A existência de informação privilegiada incube o dever de sigilo dos administradores da sociedade anônima, conforme previsto pelo art. 155, §1º da Lei 6.404/76, até que esta se torne pública. Entretanto, não se confunde o dever do sigilo com o dever de manter o mercado informado sobre as deliberações da assembleia geral ou dos órgãos da administração da companhia, bem como das informações relevantes, dever trazido pelo princípio “*full disclosure*”, previsto no §4º do art. 157 da mesma Lei das Sociedades Anônimas.

⁴³ CARVALHOSA, Modesto. Comentários à lei de sociedades anônimas, v. 3, 6, ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2014. p. 437.

Porém, tendo em vista que o mercado opera com base nas informações divulgadas pelas próprias companhias emissoras ou do mercado acionário, a doutrina e a legislação norte-americana previram pelas negociações dos valores mobiliários não divulgados a tempo ao mercado. Logo, o administrador da companhia aberta que tem o dever de divulgar os fatos relevantes aos acionistas e investidores, desta vez terá que se abster de negociar com base na informação confidencial não divulgada a tempo. Mecanismo este conhecido como padrão “*disclose or refrain from trading*”

Concluimos assim, que para configurar ato ilícito, deve haver assimetria de informação, ou seja, a negociação quando ocorre entre o detentor (*insider*) e o não detentor da informação relevante (*outsider*). A desigualdade no acesso à informação é o que enseja a repressão legal.

4.3 – *Insider Trading* e a Informação Privilegiada

Para aprofundar o entendimento ao ato ilícito da prática do *insider trading* mencionado acima, imprescindível a definição ao termo “informação privilegiada” ou “fato relevante”.

Informação privilegiada/fato relevante, é conceituado simultaneamente como relevante e sigilosa, ou seja, além de ser relevante, ainda não foi divulgada ao mercado, não se tornando pública.

A construção do conceito na legislação societária brasileira, teve influência da expressão “*material fact*” da legislação norte-americana, prescrito na *Rule 10 b-5*, promulgado pela SEC⁴⁴.

É considerado relevante toda informação (ato ou fato) ocorrida ou relacionada aos negócios de uma companhia aberta, capaz de exercer influência na cotação dos valores mobiliários das companhias, na decisão dos investidores de comprar ou vender estes valores, ou em relação ao exercício de seus direitos como titulares desses valores, conforme descrito no art. 2 da ICVM nº 358/02.

⁴⁴ EIZIRIK, Nelson et al. *Mercado de capitais – regime jurídico*. 3. ed., rev. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 485

O Caderno CVM nº 11, que trata do “Uso Indevido de Informação Privilegiada (*Insider Trading*)”, conceitua informação privilegiada como não pública e material, sendo a confidencialidade e a materialidade aspectos de sua natureza.

A confidencialidade evidencia que a informação ainda não é pública. Tendo em vista que não há o que se falar em *insider trading* quando a informação já foi comunicada e o impacto desta já reflete no mercado. Nesse sentido, a CVM adota procedimentos para que essa informação relevante e sigilosa seja divulgada ao mercado, cumprindo a obrigação da divulgação, conforme estabelecido no *caput* e no §4º do art. 3º da ICVM nº 358/02 e nos dispositivos da Lei das Sociedades Anônimas.

Importante frisar que, mesmo após a publicação da informação relevante ao mercado, através do procedimento correto disposto, para considera efetivamente pública, é necessário tempo hábil suficiente para que os investidores possam absorver a informação para tomar as decisões no mercado.

Para garantir a efetiva publicação e disseminação da informação relevante aos investidores, necessário, sempre que possível, divulgá-la em horário que não haja negociação na bolsa de valores ou entidades do mercado de balcão organizado, como dispõem o *caput* do art. 5º e o §2º da ICVM nº 358/02⁴⁵

Em referência à materialidade, está ligada quanto que a informação influencia na negociação dos valores mobiliários, após sua divulgação ao mercado.

⁴⁵ Art. 5º. A divulgação de ato ou fato relevante deverá ocorrer, sempre que possível, antes do início ou após o encerramento dos negócios nas bolsas de valores e entidades do mercado de balcão organizado em que os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação.

(...)

§ 2º. Caso seja imperativo que a divulgação de ato ou fato relevante ocorra durante o horário de negociação, o Diretor de Relações com Investidores poderá, ao comunicar o ato ou fato relevante, solicitar, sempre simultaneamente às bolsas de valores e entidades do mercado de balcão organizado, nacionais e estrangeiras, em que os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação, a suspensão da negociação dos valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação, a suspensão da negociação dos valores de emissão da companhia aberta, ou a eles referenciados, pelo tempo necessário à adequada disseminação da informação relevante.

Os indícios de possibilidade da ocorrência do *insider trading* é quando há negociações atípicas de valores mobiliários antes da divulgação de informação relevante da respectiva companhia.

No Brasil, os casos mais comuns que ensejaram no uso indevido de informação privilegiada foram a ocorrência de: alteração de controle acionário; reorganização societária; e informação financeira não divulgadas pela sociedade anônima.

Portanto, a chance de o sujeito ser investigado pela prática do *insider trading* depende da posição do sujeito no mercado e da sua capacidade de justificar economicamente as operações. Portanto, nota-se que o Brasil não é um país com descaso ao *enforcement*⁴⁶ das normas sobre uso de informação privilegiada.

4.3.1 – Análise da Informação Privilegiada e sua Abrangência

Segundo Laks Eizirik⁴⁷, para ser considerada informação privilegiada, deve cumprir os seguintes requisitos:

- 1) Possuir caráter razoavelmente preciso, isto é, deve referir-se a um fato e não a meros rumores, apresentando o mínimo de materialidade ou objetividade;
- 2) Não estar disponível ao público, reservada e em sigilo entre um círculo restrito de pessoas;
- 3) Ser *price sensitive*, ou seja, ter influência no preço dos valores mobiliários, caso fosse divulgada;
- 4) Referente a valores mobiliários ou aos seus emissores.

⁴⁶ Traduzido para língua portuguesa em “Execução”.

⁴⁷ EIZIRIK, Nelson et al. *Mercado de capitais – regime jurídico*. 3. ed., rev. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.p. 373.

Por sua vez, Jose Marcelo Proença⁴⁸ define informação privilegiada, àquelas pertinentes às matérias relevantes, como por exemplo informações referentes ao lançamento de novos produtos; à campanha publicitária; a um acordo operacional com outra empresa; à entrada de um novo sócio; ou uma fusão.

Para determinar se a informação é ou não privilegiada, necessário analisar seus efeitos nos valores mobiliários quando utilizada pelos *insiders*.

A prática do *insider trading* envolve o uso da informação material privilegiada e não pública para negociações através da utilização da revelação desta à terceiros, prática conhecida como “*tipping*”. Importante frisar que a proibição de negociar valores mobiliários através do uso da informação privilegiada abrange não só mais o administrador da companhia, mas também qualquer um que tenha o conhecimento desta, especialmente os acionistas, conselho fiscal e órgão que desempenha funções técnicas ou consultivas, conforme §1º do art. 13 da ICVM nº 358/02⁴⁹.

Além do §1º do art. 155 da Lei das Sociedades Anônimas, também estabelecer o dever de sigilo ao administrador da companhia aberta, o art. 8º da ICVM 358/02 enfatiza o dever do sigilo para os sujeitos acima elencados, além de ampliar a responsabilidade solidária aos seus subordinados e terceiros de confiança, caso estes descumpram o dever de sigilo.

Insta salientar que, por outro lado, há situações que não caracterizam o uso de informação privilegiada, como nos casos em que os administradores devem compartilhar algumas informações à terceiros como advogados, assessores financeiros e contadores da companhia, ou mediante pedidos judiciais, em cumprimento às suas funções estatutárias ou legais.

⁴⁸ PROENÇA, José Marcelo Martins. *Insider Trading – regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais*, p. 144-145.

⁴⁹ Art. 13. Antes da divulgação ao mercado de ato ou fato relevante ocorrido nos negócios da companhia, é vedada a negociação com valores mobiliários de sua emissão, ou a eles referenciados, pela própria companhia aberta, pelos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas criados por disposição estatutária, ou por quem quer que, em virtude de seu cargo, função ou posição na companhia aberta, sua controladora, suas controladas ou coligadas, tenha conhecimento da informação relativa ao ato ou fato relevante.

§ 1º. A mesma vedação aplica-se a quem quer que tenha conhecimento da 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 de emissão da companhia ou a eles referenciados.

Há ainda os chamados planos individuais de investimentos, previstos no art. 15-A da ICVM nº 358/02⁵⁰, que permitem que todos sujeitos citados no artigo, realizem seus planos regulando suas negociações com ações de emissão da companhia, a partir do conhecimento da informação do ato ou fato relevante. Porém, esses planos terão que ser formalizados por escrito perante o Diretor de Relação com os Investidores antes da realização de qualquer negociação, estabelecendo datas e valores ou quantidades dos negócios a serem realizados pelos participantes, além de prever o prazo mínimo de seis meses para seus efeitos.

Também não podemos deixar de ressaltar a possibilidade quanto à exceção ao dever de imediata divulgação nos casos em que os administradores ou acionistas controladores entenderem que a divulgação colocará em risco os interesses legítimos da companhia, conforme previsto no art. 6º da ICVM nº 358/02. Porém, se fará necessário o requerimento à CVM, para que esta decida se necessário ou não a prestação da informação não divulgada, conforme regras dispostas no art. 7º da Instrução.

Outra exceção à imediata divulgação de informação relevante está relacionada aos negócios não concluídos, para evitar prejuízos à companhia, conforme a seguinte decisão do PAS CVM nº RJ 2006/5928⁵¹, de relatoria do Diretor Pedro Marcílio, julgado em 17 de abril de 2017:

“A caracterização de negócios não concluídos ou não definitivos como fatos relevantes sujeitos à divulgação pode gerar prejuízos à companhia e, por isso, ser prejudicial a seus investidores. Por isso, a Instrução 358/01, da mesma forma que a Instrução 31/84, conforme previsto no art. 157, §5º da Lei 6.404/76, estabeleceu que "os atos ou fatos relevantes podem, excepcionalmente, deixar de ser divulgados se os acionistas controladores ou os administradores entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia" (art. 6º, caput). Essa exceção deixa de valer "na hipótese da informação escapar ao controle ou se ocorrer oscilação atípica na cotação, preço ou quantidade negociada dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados" (art. 6º, § único)”.

⁵⁰ Art. 15-A. Os acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, ou por quem quer que, em virtude de seu cargo, função ou posição na companhia aberta, sua controladora, suas controladas ou coligadas, tenha conhecimento da informação relativa ao ato ou fato relevante, poderão formalizar planos individuais de investimento regulando suas negociações com ações de emissão da companhia.

⁵¹ <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2007/20070417_PAS_RJ2006_5928.pdf>.

Portanto, são essas as situações reconhecidas como exceções ao dever de imediata divulgação da informação privilegiada reconhecidas pela Lei Societária e pela CVM, em razão do possível prejuízo que podem ocasionar à companhia ou aos seus investidores.

4.4 – *Insider Trading* e a Tutela Administrativa

O ilícito administrativo se configura como abuso de informação privilegiada, conforme disposto no art. 155, §1º, 2º e 4º da Lei nº 6.404/76, cujos quais preveem o dever do administrador, quanto ao sigilo sobre as informações não divulgadas ao mercado e de utilizar estas para negociação direta ou indireta de valores mobiliários, além do dever de zelar que estas informações não corram por meio de funcionários ou terceiros de sua confiança; bem como o uso por qualquer pessoa com finalidade de obter vantagem, podendo o ilícito ser praticado por qualquer agente de mercado de capitais (*insider*, investidos ou intermediário) ou por qualquer pessoa.

Se constada a infração, em atenção à isonomia do mercado, a CVM promoverá a propositura do processo administrativo sancionador, podendo resultar nas penalidades descritas no art. 11 da Lei nº 6.385/76, como advertência, multa e suspensão do exercício de cargo de administrador de companhia e inabilitação de alguns cargos mencionados em lei.

4.5 – *Insider Trading* e a Tutela Civil

No âmbito civil, busca-se a reparação dos danos sofridos por quem negociou os títulos com os *insiders*, sem conhecimento sobre a informação privilegiada, seja pessoa física ou jurídica.

Aqui, o bem jurídico protegido é o interesse e patrimônio individual dos ofendidos. Podendo ser pleiteado pelo indivíduo prejudicado, bem como pelo Ministério Público e associações de Investidores, através de Ação Civil Pública, podendo requerer: indenização por perdas e danos, conforme previsto no art. 155 da LSA ou do art. 159 do Código Civil, em face de administradores, conselheiros e diretores, membros de órgãos consultivos e técnicos criados pelo estatuto e conselheiros fiscais, ou qualquer pessoa que se utilizou da informação

privilegiada para negociar os valores; bem como para anular a operação, em face de quem causou-lhes prejuízo, conforme previsto no art. 92 e 94 do Código Civil.

4.6 – *Insider Trading* e a Tutela Penal

Importante salientar que a prática do uso indevido de informações privilegiadas sempre foi censurada pelo ordenamento jurídico. Porém, apenas após a criação da Lei nº 10.303/01, que acrescentou o art. 27-D à Lei 6.385/76 que esta conduta passou a ser criminalizada.

O tipo penal do art. 27-D da Lei 6.385/76, é “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”.

O objeto do crime consiste na vantagem ilícita obtida pelo *insider* ao negociar valores mobiliários, utilizando-se de informações privilegiadas ou relevantes não divulgadas ao público. Vantagem essa que restará convertida na percepção de lucros ou na proteção contra eventuais prejuízos na negociação na bolsa de valores, cuja pena é de reclusão e multa em até três vezes maior do montante da vantagem ilícita.

Porém, por se tratar de um crime ser formal, sem possibilidade de tentativa, e abstrato, bastando provar sua capacidade lesiva, este se concretizar com a mera conduta descrita, restando o *insider* “utilizar” (leia-se “negociar”) a informação privilegiada, independente do resultado, para que configure o crime.

O crime não tem autoria própria, mas caso venha a ser cometido por agentes que tenham o dever de sigilo, a pena é aumentada em 1/3 (um terço), conforme disposto no §2º do art. 27-D da Lei 6.385/76.

O bem jurídico protegido é a soma do bem válido e útil à sociedade com seu valor agregado. Porém, há uma divergência doutrinária quanto ao bem jurídico tutelado no crime de uso indevido de informação privilegiada no mercado de capitais.

Segundo Corsetti⁵², essa divergência se divide substancialmente em duas correntes: a minoritária que defende que o bem jurídico tutelado consiste no adequado funcionamento do mercado de valores por meio da transparência da estrutura do mercado e da igualdade de oportunidades entre os investidores. De outro lado, a posição majoritária defende por sua vez que o bem jurídico protegido é a confiança dos investidores no mercado de valores mobiliários, ao garantir o tratamento igualitário entre os diferentes agentes e impedir que a informação privilegiada seja utilizada para auferir vantagens ilícitas.

A criminalização do *insider trading* aderiu a proteção deste último bem jurídico tutelado mencionado, de ordem econômica e ética, com o objetivo de assegurar a igualdade e assimetria de informação entre os investidores, para que acreditem na lisura do mercado e na igualdade de oportunidades e se sintam seguros e confiantes para investir neste setor.

Portanto, para garantia da ordem econômica, o mercado decidiu por precificar as ações, de acordo com as informações disponíveis sobre ela e sobre a fonte emissora, para que o preço reflita as suas cotações. Assim, a eficiência do mercado estará garantida se as cotações dos valores mobiliários estiverem de acordo com suas informações publicadas.

Quanto à ordem ética, esta visa resguardar o princípio de igualdade de acesso às informações, condenando a “assimetria de informações” em relação ao *insider* e aos restantes dos investidores, de modo que aquele obtenha vantagem sobre estes.

Conclui-se, portanto, que o bem jurídico protegido pelas normas societárias, civis e penais, que sancionam o *insider trading* é um bem supraindividual, com objetivo de proteger a estabilidade e eficiência do mercado de capitais, tutelando o princípio da transparência na divulgação das informações, essenciais para o desenvolvimento adequado do mercado de valores. Além do mais, também podemos considerar bem jurídico protegido, a confiança e o patrimônio dos investidores, que aplicam seus recursos no mercado.

4.6.1 – Sujeito Ativo na Prática do Crime do *Insider Trading*

⁵² CORSETTI, Michelangelo. *Insider trading: Informação privilegiada – O uso indevido no mercado de capitais*. Curitiba: Juruá, 2013 p.102.

O sujeito ativo/agente da prática do crime de *insider trading* é denominado “insider”.

Importante lembrar que havia divisão doutrinária quanto ao crime ser próprio ou comum. Na primeira classificação, exige-se qualidade especial do sujeito que comete o ato, devendo ser alguém com acesso à informação privilegiada, podendo ser acionista controladores, diretores, membros do conselho fiscal e etc, conforme defendido por Algacir Mikalovski⁵³ e também por Nelson Laks Eizirik⁵⁴.

Já quanto à segunda classificação não exige qualificação especial do sujeito para considerar a consumação do ato, tendo em vista que qualquer pessoa poderia ser considerada como sujeito ativo do ato, desde que munido da informação privilegiada para realização das negociações no mercado mobiliário, conforme defendido por Michelangelo Corsetti⁵⁵ e respaldado no *caput* do art. 27-D da Lei 6.385/76, quando menciona acerca da utilização de informação relevante.

Durante muito tempo houve essa divergência doutrinária, que foi finalmente definida a partir da Lei 13.506/2017, que modificou a Lei 6.385/76 e excluiu o trecho “da qual deva manter sigilo” de seu Art. 27-D, abrangendo o agente ativo do crime, e incluiu o §2º, o qual especificou que incorre no mesmo crime do *caput*, com sua pena aumentada, caso tenha dever de sigilo.

Dessa forma, restou definida que o crime de *insider trading* é um crime comum, sendo capaz incorrer nas penas deste, qualquer pessoa que tiver acesso à informação privilegiada e utilizá-la para negociar valores mobiliários, independente de dever legal de sigilo.

4.6.2 – Sujeito Passivo na Prática do Crime *Insider Trading*

Também há divergência doutrinária quanto à definição do sujeito passivo do crime de *insider trading*. A doutrina majoritária considera o Estado como sujeito passivo primário e os

⁵³ MIKALOVSKI, Algacir. *Crimes contra o mercado de capitais: bem jurídico, tipos e investigação*. Curitiba: Juruá, 2014. p. 141.

⁵⁴ EIZIRIK, Nelson Laks. *Aspectos modernos do direito societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 1992. p. 563

⁵⁵ CORSETTI, Michelangelo. *Insider trading: Informação privilegiada – O uso indevido no mercado de capitais*. Curitiba: Juruá, 2013. p. 123.

investidores como sujeitos passivos secundários, cujo bem jurídico tutelado é a confiança do mercado.

Na corrente doutrinária minoritária, o único sujeito passivo levado em consideração são os investidores, sendo o patrimônio destes, o bem jurídico tutelado.

Algacir Mikalovski, por sua vez, faz distinção entre o sujeito passivo “imediate”, que seria o titular do bem jurídico protegido pela lei, ou seja, os investidores lesados e o mercado em geral, e o “mediate”, que seria o Estado destinatário do direito público subjetivo e “responsável pela tutela dos interesses coletivos e supraindividuais”⁵⁶.

Insta salientar que a CVM é o órgão responsável por realizar a regulamentação e fiscalização, além de garantir a tutela dos interesses supraindividuais (prioritários àqueles interesses individuais de cada investidor).

4.7 – *Insider* primário e secundário

A distinção e a classificação entre *insider* primário e secundário é amplamente aceita no direito comparado e no ordenamento pátrio⁵⁷. A diferença entre os *insiders* é essencial quanto ao tratamento no julgamento pela CVM.

A *International Organization of Securities Commissions (IOSCO)*⁵⁸, considera “*insider* primário” aqueles sujeitos que têm acesso à informação privilegiada em razão da posição, cargo ou função e possuem conhecimento especializado para ciência, da relevância desta informação. São sujeitos que ocupam os cargos de acionistas controladores, diretores, demais membros do conselho de administração e conselho fiscal, membros dos órgãos estatutários com poder de gerência ou até subordinados, mesmo que ocupem cargo temporário.

⁵⁶ MIKALOVSKI, Algacir. *Crimes contra o mercado de capitais: bem jurídico, tipos e investigação*, Curitiba: Juruá, 2014.p. 141.

⁵⁷ EIZIRIK, Nelson et al. *Mercado de capitais – regime jurídico*. 3. ed., rev. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 563.

⁵⁸ Organização Mundial das Comissões de Valores Mobiliários (IOSCO), *Insider Trading – How Jurisdictions Regulate It*, mar. 2003, p. 24, disponível em: <<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD145.pdf>>. Acesso em: 09.abr.2020.

Além da definição dos *insiders* primários no art. 8º e no *caput* do art. 13⁵⁹, ambos da Instrução CVM nº 358/02, também foram incluídos os seguintes sujeitos: (i) administradores, conselheiros e diretores da companhia (art. 145 da Lei 6.404/76); (ii) membros de órgãos criados pelo estatuto da companhia com funções técnicas destinadas a aconselhar administradores (art. 160 da lei 6.404/76); (iii) membros do Conselho Fiscal (art. 165 da Lei 6.404/76); (iv) pessoas subordinadas aos que ocupam as funções já mencionadas ou terceiros de confiança (§ 2º do art 155 da Lei 6.404/76) e; (v) acionistas controladores (art. 116-A da Lei 6.404/76 e art. 22, § 1º, V, da Lei 6.385/76).

Por sua vez, os *insiders* secundários ou “de mercado”, estes surgiram junto com o §4º do art. 155 da Lei 6.404/76, alterada pela Lei 10.303/2001, são aqueles que recebem as informações privilegiadas dos *insider* primários. Por isso, também são chamados de *tippees*, derivação da palavra inglesa *tips* (“dicas”), pois recebem “dicas” dos primários ou *tippers* (aqueles que dão as dicas”). Lembrando que os *tippees*, muitas das vezes, não possuem conhecimento suficiente sobre a relevância da informação recebida, não recaindo a presunção relativa de ilicitude quanto à transmissão de informação privilegiada, como aos *insiders* primários, além de não estarem obrigados ao dever de sigilo, como estes, conforme dispõem o §1º do art. 155 da LSA e *caput* do art. 27-D da Lei 6.385/76.

4.8 – Prevenção do *insider Trading*

Além da repressão e penalidades ao ato ilícito, também é necessário que haja atos preventivos, para evitar a ocorrência e a consequência da ilicitude no mercado e aos investidores.

Do lado da CVM, a ação preventiva se encontra na “manifestação de entendimento”, como aduz o art. 13, da Lei 6.385/76, por meio da qual a autarquia pode dar juízos de valor acerca da legalidade ou não da prática do mercado em um caso concreto, conforme melhor exposto por Laks Eizirik:

⁵⁹ É importante destacar também o rol de *insiders* primários do art. 13 da Instrução Normativa CVM 358, quais sejam: “acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, ou por quem quer que, em virtude de seu cargo, função ou posição na companhia aberta, sua controladora, suas controladas ou coligadas, tenha conhecimento da informação relativa ao ato ou fato relevante”.

“A manifestação de entendimento consiste na divulgação, por parte da CVM, de opiniões sobre possível ocorrência de ilegalidade num caso concreto, assim como sobre a existência de violação de regulamento, norma estatutária, contratual ou proveniente de autorregulação. Possui, portanto, cunho eminentemente interpretativo e visa a divulgar aos agentes do mercado o entendimento da Comissão sobre os assuntos de sua competência”⁶⁰.

Tendo em vista a preocupação com a prevenção, foi criado o “Guia Educativo de Prevenção ao *Insider Trading*”, elaborado por várias entidades e organizações do mercado de capitais denominado “Grupo de Trabalho Interagentes (GT Interagentes)”, apresentando as melhores práticas do mercado de valores mobiliários para prevenir o *insider trading*, por meio de práticas de controle de informação relevante dentro das companhias⁶¹.

Insta salientar que a melhor prevenção é a necessidade de controlar as informações relevantes que circulam no interior das companhias, além de conscientizar todos que lidam com as informações e esclarecendo a importância do combate à prática do ato ilícito, bem como os meios para evitar os vazamentos destas.

Além do mais, a própria companhia deve prover orientações aos seus funcionários para que não se utilizem de informações privilegiadas a fim de negociar valores mobiliários no mercado de capitais. Também deve publicar políticas de divulgação de fatos relevantes, fazendo uso dos métodos relativos à prevenção do sigilo das informações, aprovadas pelo Conselho de Administração da companhia e mantê-las junto ao seu website e à CVM, de forma aberta ao público⁶².

Uma das formas de limitar o fluxo de informações privilegiadas e reduzir os receptores não necessários dentro da companhia, é adotar regras e procedimentos internos, que possibilitem a identificação de pessoas que tiveram acesso a informação. Áreas ou departamentos comumente conhecidos como “*Chinese Wall*”⁶³.

⁶⁰ EIZIRIK, Nelson Laks. *Aspectos modernos do direito societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 1992. p. 259.

⁶¹ GTINTEGRANTES. Guia Educativo de Prevenção ao Insider Trading. 2016, p. 22. Disponível em: <http://www.ibri.com.br/Upload/Arquivos/novidades/3830_Guiaeducativo-prevencao-insider-trading.pdf>. Acesso em: 09.abri.2020.

⁶² GTINTEGRANTES. Guia Educativo de Prevenção ao Insider Trading. 2016, p. 24. Disponível em: <http://www.ibri.com.br/Upload/Arquivos/novidades/3830_Guiaeducativo-prevencao-insider-trading.pdf>. Acesso em: 09.abri.2020.

⁶³ O instituto do *chinese wall* se tornou um instrumento vital de prevenção ao *insider trading*, ao ponto da Comissão Valores Mobiliários (CVM) considerar inocentes aqueles que comprovarem de forma cabal o

Dentre as normas preventivas ao *insider trading*, mediante à ampla divulgação das informações da companhia, estão elas:

- 1) A proibição do uso da informação (§1º e §4º, do art. 155 da LSA).
- 2) A vedação de determinadas operações, em caso de conflito de interesses (art. 156, LSA).
- 3) Dever de informar os fatos relevantes societários (§4º, art. 157, LSA)
- 4) A exigência de relatórios esclarecedores da posição acionária de pessoas que ocupam lugares estratégicos na companhia (§1º e §6º, art. 157, LSA)
- 5) A prestação de informações acerca da titularidade dos valores mobiliários detidos na emissão da companhia e da sua negociação no mercado (art. 11, da ICVM 358/08)
- 6) A prestação de informação de determinadas pessoas à companhia sobre a negociação de participação relevante em seu capital social (art. 12, da ICVM 358/02)

Além do mais, para evitar a utilização das informações privilegiadas por pessoas próximas ao emissor, o art. 15 da ICVM 358/02 prevê a possibilidade de a companhia instituir uma política de negociação das ações de sua emissão, pelos acionistas controladores; diretores; membros do conselho de administração do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas.

Contudo, os controladores, administradores e demais funcionários da companhia devem zelar para que seus subordinados e terceiros de confiança também não utilizem a informação privilegiada, conforme disposto no art. 8 da ICVM 358/02⁶⁴

Para aumentar a eficiência da atividade regulatória ao combate ao *insider trading*, a lei brasileira adota o sistema de autorregulação, desempenhada pelas entidades BM&Fovespa e a CETIP, auxiliando a CVM em suas funções.

cumprimento ao *chinese wall*, imposto pela Companhia a qual estão ligados, ao operarem com ações sob investigação da referida Agência Reguladora.

⁶⁴ “Art. 8º Cumpre aos acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, e empregados da companhia, guardar sigilo das informações relativas a ato ou fato relevante às quais tenham acesso privilegiado em razão do cargo ou posição que ocupam, até sua divulgação ao mercado, bem como zelar para que subordinados e terceiros de sua confiança também o façam, respondendo solidariamente com estes na hipótese de descumprimento.”.

As entidades autorreguladoras auxiliam na: 1) definição dos requisitos de divulgação de informações; 2) definição de procedimentos no tratamento de informação sensíveis; 3) definição de restrições de negociação para determinados atores do mercado; 4) limitação da possibilidade de negociação com base na informação privilegiada; e 5) educação aos agentes do mercado.

4.9 – Efeitos Nocivos do *Insider Trading*

A prática do *insider trading* é lesiva aos investidores *outsiders* e ao próprio mercado de capitais, além da alta complexidade de comprovação do ilícito.

A legislação veda a obtenção de vantagem ilícita através da obtenção da informação privilegiada por uma das partes da negociação, que possa influenciar na decisão do investidor quanto à negociação junto aos valores emitidos pela companhia, por motivos econômicos e éticos⁶⁵, além do respeito ao desenvolvimento econômico, fundamento constitucional⁶⁶ tendo em vista a ligação entre mercado de capitais e progresso econômico.

Dessa maneira, é necessário a regulação do mercado de capitais, orientada pelo interesse público, cujo objetivo é oferecer transparência e confiança no tráfico econômico, para atrair os investidores, conforme expõem Eizirik⁶⁷:

“A regulação deve promover a confiança dos investidores nas entidades que emitem publicamente seus valores mobiliários, assim como naquelas que os intermedeiam ou propiciam os locais ou mecanismos de negociações, de custódia, compensação e liquidação das operações. Ou seja, os investidores devem poder acreditar que seus retornos em aplicações no mercado estarão razoavelmente relacionados aos riscos dos investimentos; que as instituições atuantes apresentam integridade financeira; e que as informações

⁶⁵ EIZIRIK, Nelson et al. *Mercado de capitais – regime jurídico*. 3. ed., rev. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 554.

⁶⁶ Art. 170. A ordem econômica, fundada na valorização do trabalho humano e na livre iniciativa, tem por fim assegurar a todos existência digna, conforme os ditames da justiça social, observados os seguintes princípios :I - soberania nacional; II - propriedade privada; III - função social da propriedade; IV – livre concorrência; V - defesa do consumidor; VI - defesa do meio ambiente, inclusive mediante tratamento diferenciado conforme o impacto ambiental dos produtos e serviços e de seus processos de elaboração e prestação; VII – redução das desigualdades regionais e sociais; VIII - busca do pleno emprego; IX - tratamento favorecido para as empresas de pequeno porte constituídas sob as leis brasileiras e que tenham sua sede e administração no País.

⁶⁷ EIZIRIK, Nelson et al. *Mercado de capitais – regime jurídico*. 3. ed., rev. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 20-21.

providas pelas emissoras de valores mobiliários são verazes e fidedignas”

Proença⁶⁸ também argumenta que o combate ao *insider trading* não atinge apenas a defesa da eficiência do mercado e a proteção ao investidor, mas abrange toda a economia de um país dependente do desempenho do mercado de capitais. Logo, a sua proteção é de interesse público e supraindividual, como disposto no ordenamento constitucional, pois ainda que não prejudique ou ofenda diretamente uma pessoa concreta, lesa indiscriminadamente, todos os membros da comunidade econômica, ferindo os interesses difusos⁶⁹.

Os investidores precisam confiar no mercado, para manterem ou realizarem seus aportes de recursos neste, tendo em vista que um mercado eficiente é aquele que os valores mobiliários possuem cotação que reflita as informações divulgadas pela companhia, além da segurança de correrem risco de negociar com integrantes que possuam informações relevantes ainda não divulgadas, correndo apenas os riscos existentes oriundos do próprio investimento, nada além.

Portanto, o próprio mercado de capitais (sua confiabilidade e credibilidade) é o bem prejudicado na prática da infração, configurando o dano moral difuso, já presumido, havendo agressão a bens e valores jurídicos inerentes a coletividade, como os investidores e agentes atuantes, e até mesmo os não investidores, que ficaram descrentes sobre a idoneidade do sistema.

⁶⁸ PROENÇA, José Marcelo Martins. *Insider Trading – regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 272.

⁶⁹ “As características comuns dos interesses difusos e dos interesses coletivos residem no *elemento objetivo* (os bens protegidos) e no *subjetivo* (titularidade). Do ponto de vista do objeto, identifica-se este pela nota da *indivisibilidade*. Isto significa que a lesão ou a satisfação do interesse ou do direito não se pode dar de modo fracionado para um ou para alguns dos interessados, e não para outros. A indivisibilidade indica que entre os cotitulares se forma uma comunhão indivisível, de que participam todos os possíveis interessados, de modo que a lesão de um acarreta a lesão da inteira coletividade, e, reciprocamente, a satisfação de um implica, de modo necessário, a satisfação de todos. Do ponto de vista subjetivo, há sempre a ausência de titulares que sejam exclusivos detentores dos interesses, diversamente do que ocorre com a categoria do ‘direito subjetivo’, em sua dimensão clássica; o que existe, ao contrário, é uma certa indeterminação dos titulares dos interesses, que pode ser maior ou menor, atingindo um grupo mais ou menos indeterminado de indivíduos. Portanto, o que se aponta como fator distintivo entre os interesses difusos e os coletivos *stricto sensu* é, no respectivo elemento subjetivo, a maior ou menor indeterminação deles. Os primeiros, não se fundando em nenhum vínculo jurídico, baseiam-se exclusivamente em dados de fato, genéricos e contingentes, acidentais e mutáveis, como habitar a mesma região, consumir iguais produtos, sujeitar-se a particulares empreendimentos. A indeterminação – ou a dificuldade de determinação – é aqui muito grande, e por isso espalham-se os interesses por todo um grupo social, sem possibilidade de indicação precisa dos titulares (*interesses difusos*). Já nos chamados interesses coletivos *stricto sensu* se vislumbra um vínculo jurídico, uma relação-base, que une os componentes do grupo entre si e que demanda uma certa organização: os entes profissionais, os sindicatos, as associações congregam os titulares dos *interesses coletivos*, permitindo sua identificação”. ZACLIS, Lionel. **Proteção Coletiva dos Investidores no Mercado de Capitais**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2007, p. 68-69).

A própria Constituição da República Federativa do Brasil (CF) estabelece, em seu art. 192º, que “o sistema financeiro nacional, estruturado de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do país e a servir aos interesses da coletividade, em todas as partes que o compõem, abrangendo as cooperativas de crédito, será regulado por leis complementares que disporão, inclusive, sobre a participação do capital estrangeiro nas instituições que o integram”.

Em razão disto, houve a criminalização do *insider trading*, no art. 27-D da Lei nº 6.385/76, para resguardar um dos mais importantes segmentos do sistema financeiro e para o cumprimento da finalidade social do mercado de capitais, descrita no art. 192º da CF, cuja função essencial é o financiamento dos projetos das sociedades que lhe integram, alcançada apenas com a ampla prevenção e repressão ao uso indevido de informações não divulgadas ao público investidor.

4.10 – Consequências Sociais da Prática do *Insider Trading*

Como já vimos, a prática de *insider trading* se dá mediante o uso de informações privilegiadas sobre valores mobiliários por algumas pessoas, ainda não divulgadas publicamente. A partir da decisão de investimentos com o seu uso, o mercado deixa de ser instrumento de investimento e passa a ser de especulação, para auferir vantagem e lucro indevido, em face àqueles que não obtiveram essa informação, gerando insegurança e desigualdade ao acesso de informações, tendo em vista o desequilíbrio entre as posições dos participantes do mercado.

Frente a insegurança, as pessoas deixariam de investir nas empresas emissoras dos títulos, as quais buscam investimento para suas atividades produtivas e conseqüentemente deixaria de circular dinheiro e investimento para as empresas, tornando-as incapazes de seguir com seus negócios, deixando de gerar produtos, serviços e empregos, ocasionando disfunção em todo mercado na economia do país.

Além do mais, o mercado de capitais é importante veículo de captação de investimento internacional, cujo capital estrangeiro traz benefícios ao país, como a melhora da imagem do país; o financiamento de déficits por prazos maiores e com taxa de juros reduzida, através da

entrada de divisas; e maior facilidade para ampliação de produção e investimentos em imobilizado.

Logo, nota-se que desenvolvimento do mercado de capitais influencia toda a economia de um país, razão pela qual sua regulação e proteção é de interesse público.

Porém, para que o investidor internacional, deixe de investir em seu próprio mercado, em busca de riscos menores e maiores lucros, é necessário conferir bom funcionamento e maior segurança aos participantes.

Em razão de tal importância a todo o Estado, conforme exposto por Proença⁷⁰ a “legislação acerca do *insider trading* atém-se, fundamentalmente, à alocação dos direitos da propriedade em informações corporativas e, conseqüentemente, à distribuição da renda derivada de tais informações. O Estado aparece, destarte, criando e protegendo os direitos de propriedade”.

Adicionalmente, Comparato⁷¹ alude que o escopo dessa legislação como se declarou nos debates parlamentares que antecederam o *Securities Act* de 1933, foi equiparar os proprietários de títulos, naquilo que for possível, com os dirigentes das sociedades emissoras e, no que diz respeito à informação disponível, colocar o comprador em igualdade com o vendedor, ou então como afirmou um acórdão, proteger os que ignoram as condições do mercado contra os abusos dos que as conhecem.

Por isso, a CVM, através de um sistema de fiscalização contínuo do *insider trading* e de outras condutas ilegais, mantém a diligente repressão a estes atos que ferem a confiança e o direito de igualdade de informações e de oportunidades de uma imensa gama de investidores.

Insta observar que, a prática de *insider trading*, além de violar diversos dispositivos do ordenamento jurídico brasileiro, como demonstrado, fere frontalmente princípios basilares do

⁷⁰ PROENÇA, José Marcelo Martins. *Insider Trading – regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 210.

⁷¹ COMPARATO, Fabio K. “Insider Trading”: Sugestões para uma moralização do nosso mercado de capitais. *Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 2, 1971, p. 41.

sistema jurídico, como o princípio da isonomia, da equidade, do não enriquecimento sem causa e da boa-fé objetiva.

Torna-se, portanto, necessários os dispositivos legais do ordenamento jurídico brasileiro, que regem a matéria, junto às normas repressivas e preventivas à prática do *insider trading*, como vimos. As normas preventivas, são aquelas que estabelecem o sistema de transparência da informação, ao passo que as normas repressivas se caracterizam por estabelecer sanções de natureza civil, penal ou administrativa à utilização de informação privilegiada no âmbito do mercado de capitais.

CAPÍTULO 5 – ATIVIDADE PUNITIVA À PRÁTICA DO *INSIDER TRADING*

A infração ao uso de informação privilegiada tem sua punição prevista nos três âmbitos, administrativo, civil e penal, permitindo-se que haja a punição nas três esferas concomitantemente, conforme penalidades previstas na Lei nº 6.385/1976, na LSA, bem como no Código Civil, sem que haja a ocorrência do *Bis In Idem*, conforme veremos a seguir.

5.1.1 – Atividade Punitiva na Primeira Instância da Via Administrativa – CVM

O processo administrativo visa punir o ilícito em razão do interesse direto do Estado (interesse da Administração Pública, representada pela CVM) na manutenção de mercado de capitais confiável e transparente. O respectivo ato ilícito está definido nos §1º, §2º e §4º do art. 155, da Lei 6404/76, onde prevê a punição a qualquer um (*insider*, investidor ou intermediário) que utilizar da informação para negociação de valores mobiliários.

Sendo assim, cabe à CVM fiscalizar a atividade de compra e venda de valores mobiliários fora do padrão, apurar e punir as condutas fraudulentas ou ilegais e práticas não equitativas que gerem danos às pessoas no território nacional, independentemente do local, conforme previsto nos incisos V, VI e § 6º, incisos I, II, todos do artigo 9º da Lei 6385/76.

Quando verificada atividade suspeita, a CVM instaura o Processo Administrativo Sancionador (PAS) e um colegiado composto por membros da própria CVM irá apurar os fatos e avaliar os depoimentos, provas e documentos relacionados aos investigados e respectivas operações, sendo permitido, se for o caso, a aplicação de sanções compatíveis com sua natureza administrativa, como advertências, multas pecuniárias e restrições à atuação no mercado de capitais.

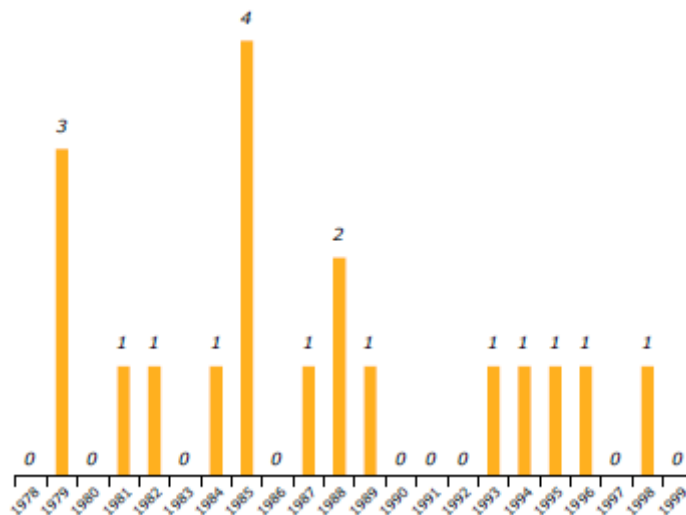
Ou seja, conclui-se, pelo art. 9º, inciso V e caput do art. 11 da Lei nº 6.385/76, que administradores; membros do conselho fiscal; acionistas de companhia aberta; intermediários;

e demais participantes do mercado que infringirem as Leis⁷² e Instruções⁷³ incumbidas de fiscalização pela CVM, estarão sujeitos às sanções disciplinares previstas na referida Lei.

A atividade punitiva ao *insider trading* realizada pela via administrativa sancionadora, passou a ser mais constante na CVM entre 1978 e 1999⁷⁴. Na época foram instaurados 29 inquéritos administrativos, tendo sido arquivados 10 e julgados 19, conforme gráfico 1 abaixo, dos quais houve 19 absolvidos e 23 punidos. As punições foram multa (11 indiciados), advertência (9 indiciados) e inabilitação (3 indiciados):

Gráfico 01

NÚMERO DE CASOS DE *INSIDER TRADING* JULGADOS POR ANO, NO PERÍODO DE 1978-1999



Fonte: Comissão de Valores Mobiliários.

Os inquéritos instaurados nessa época, além da responsabilidade por uso de informação privilegiada, também trataram de outras irregularidades, como a violação de dever de informar fato relevante, do dever de manter sigilo e de zelar por sua manutenção, práticas não equitativas, operações fraudulentas ou manipulações de preços. Dentre as penalidades aplicadas, a de maior

⁷² Art. 155, §§1º e 4º, da Lei nº 6.404/76.

⁷³ Art. 13, *caput* e §§1º a 4º, da Instrução CVM nº 358/02.

⁷⁴ RACHMAN, Nora M. *O princípio do full disclosure no mercado de capitais*. 1999. Dissertação (Mestrado em Direito) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 1999.

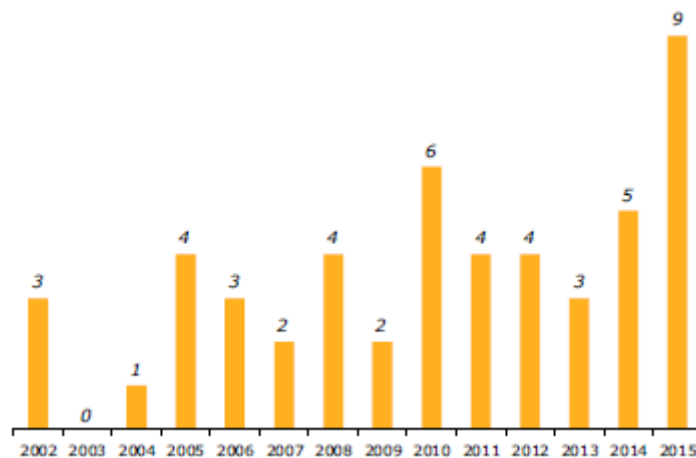
incidência foi a de natureza pecuniária⁷⁵, não sendo esta a prerrogativa deste tipo de irregularidade⁷⁶.

Tais informações foram observadas antes da edição da Lei de S.A, que trouxe a regulamentação a respeito da responsabilidade pelos administradores da companhia.

A partir de 2001 houve maior atividade de regulamentação, monitoramento e punição do mercado de valores mobiliários pela CVM. Consequentemente aumentando a atividade punitiva administrativa, para 7% (50 casos) dos 764 casos julgados referente ao uso de informações privilegiadas entre 2002 a 2015, conforme gráfico 2 abaixo:

Gráfico 02

NÚMERO DE CASOS DE *INSIDER TRADING* JULGADOS POR ANO NA CVM, NO PERÍODO DE 2002-2015.



Fonte: Comissão de Valores Mobiliários.

Dentro os casos julgados, houve 223 de indiciados pela utilização de informação privilegiada, dos quais 59 foram punidos (35%) e 164 absolvidos.

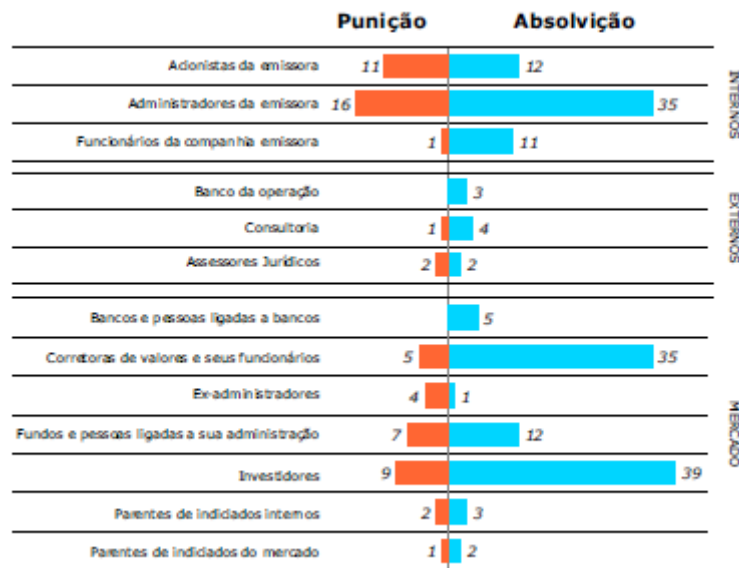
⁷⁵ RACHMAN, Nora M. *O princípio do full disclosure no mercado de capitais*.1999. Dissertação (Mestrado em Direito) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 1999

⁷⁶ Em estatística da CVM apresentada por Nelson Eizirik, que relaciona processos administrativos julgados pela CVM até 31 de agosto de 1996, verifica-se que este tipo de penalidade é a mais comumente aplicada, tendo sido multados 684 indiciados num total de 1.187 penalidades aplicadas por aquela autarquia. EIZIRIK, Nelson. *Reforma das S.A. e do Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro: Renovar, 2. ed., 1998.

O gráfico 3 a seguir detalha os sujeitos que sofrem as aplicações das sanções, de acordo com as categorias de internos, externos e mercado, subdivididas pelos agentes que as compõem:

Gráfico 03

DISTRIBUIÇÃO DAS PUNIÇÕES E ABSOLVIÇÕES PELOS AGENTES, NO PERÍODO DE 2002-2015



Fonte: Comissão de Valores Mobiliários.

Em relação aos internos, o destaque refere-se aos administradores de companhias com 16 condenações. Já no grupo de externos não há punidos, diferente dos assessores jurídicos que tem 50% de punição.

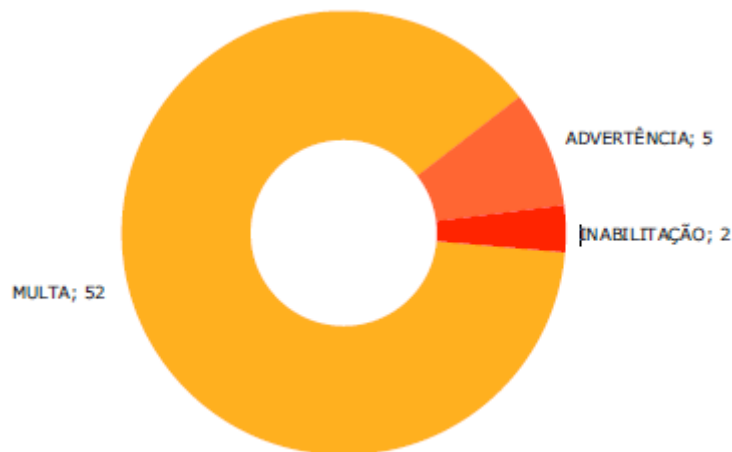
Quanto os sujeitos advindos do mercado, esses estão entre o maior número de indiciados, sendo 125 no total, sendo a maioria absolvidos. Dos 48 investidores indiciados, 39 foram absolvidos; os 40 de corretoras de valores e funcionários, 35 foram absolvidos. Porém, quanto aos ex-administradores, dos 5 indiciados, apenas 1 foi absolvido.

Também é interessante analisar os tipos de penalidades aplicadas pela CVM, de acordo com as possibilidades previstas no art. 11 da Lei nº 6.385/76, que são: advertência, multa, suspensão para o exercício de cargo em companhia aberta, inabilitação temporária, suspensão ou cassação da autorização ou registro para o exercício das atividades de mercado e proibição temporária para a prática de determinadas atividades.

Nota-se no gráfico 4 a seguir, que dos 59 indiciados punidos demonstrados no gráfico anterior, 52 foram multados (88%), 5 advertidos e 2 inabilitados temporariamente, apesar das demais possibilidades de punição trazidas pela lei.

Gráfico 04

DISTRIBUIÇÃO DAS PUNIÇÕES POR *INSIDER TRADING*, POR TIPO, NO PERÍODO DE 2002-2015



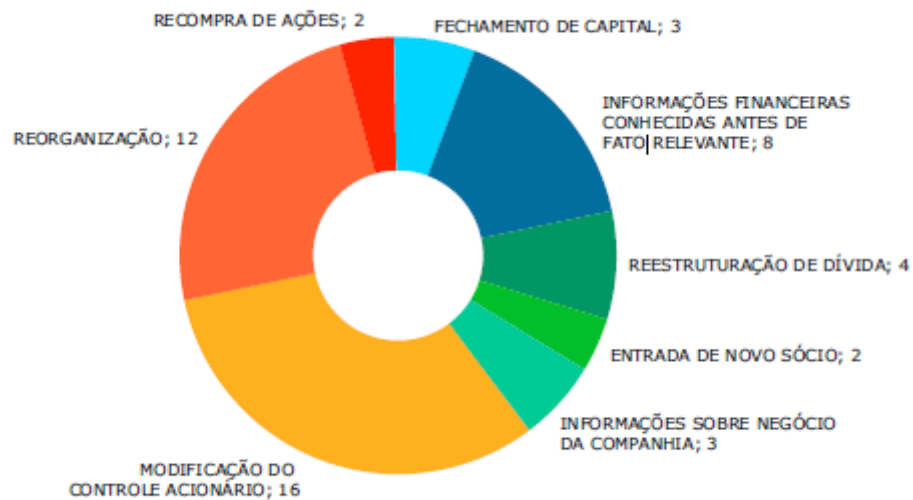
Fonte: Comissão de Valores Mobiliários.

Quanto ao fato gerado da utilização de informação privilegiada de maneira ilícita, houve o estudo de 50 casos por parte do PAS CVM⁷⁷, que permitiu a análise e divisão das categorias de informações cujas quais foram imputadas aos indiciados.

Gráfico 05

INFORMAÇÕES CUJA UTILIZAÇÃO FOI IMPUTADA AOS INDICIADOS, RESULTADOS POR CASO, NO PERÍODO DE 2002-2015

⁷⁷ PAS: processos administrativos sancionadores, tramitados pelo Rito Ordinário e julgados pelo Colegiado da CVM.



Fonte: Comissão de Valores Mobiliários.

Nota-se que a categoria de informação utilizada de forma ilícita refere-se à alteração da estrutura de capital das companhias, pela modificação do controle acionário, reorganização societária, fechamento de capital ou recompra de ações que aparecem em 66% dos casos.

Porém, vale lembrar que as decisões proferidas pelo PAS não são definitivas, podendo ser reanalisadas pelo Conselho de Recurso do Sistema Financeiro Nacional - CRSFN

5.1.2 – Atividade Punitiva na Segunda Instância da Via Administrativa - CRSFN

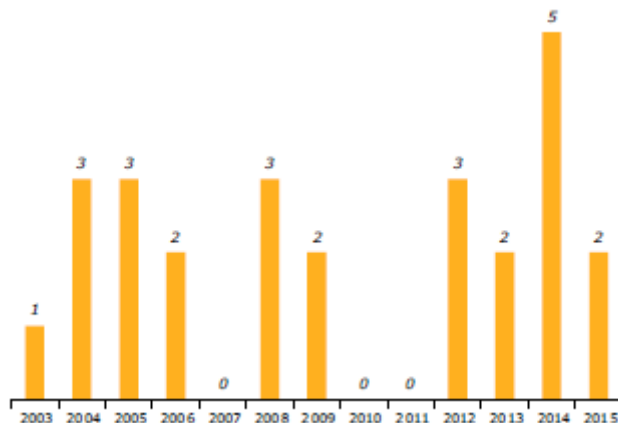
A CRSFN é a última instância administrativa decisória dos ilícitos praticados nos mercados financeiros e de valores mobiliários brasileiro, criada em 1985, como órgão especializado com competência para analisar as decisões do BACEN e da CVM, de punir ou absolver agentes e instituições do mercado de valores imobiliários, sendo suas competências alteradas conforme os anos. Atualmente, é competente para rever as decisões do BACEN, CVM, da Carteira de Comércio Exterior do Banco do Brasil S.A (CACEX) e do Conselho de Atividades Financeiras – COAF.

A segunda instância administrativa, foi criada em 1964, porém, na época, de competência da CMN⁷⁸.

Em pesquisa realizada nas decisões do CRSFN de 2004 a 2009, houve revisão da decisão da CVM em 27% dos casos, sendo 26 julgados sobre o ilícito do uso de informação privilegiada⁷⁹, advindos da PAS da CVM, entre os anos de 2004 a 2015⁸⁰, conforme gráfico 6 a seguir:

Gráfico 06

CASOS DE *INSIDER TRADING* JULGADOS POR ANO NO CRSFN, NO PERÍODO DE 2003-2015



Fonte: Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional.

Comparando o número de casos julgados nos mesmos anos, referentes à informação privilegiada, em primeira e segunda instância, nota-se que a CVM julgou mais casos, conforme demonstrado no gráfico 07 a seguir. Porém, a o nível técnico das decisões e sua competência material são mais abrangentes.

⁷⁸ Conselho Monetário Nacional.

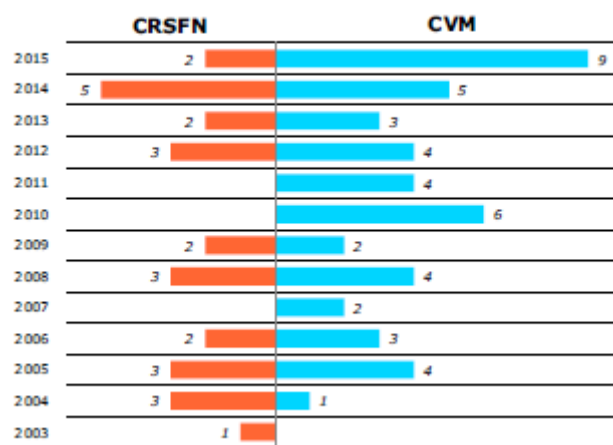
⁷⁹ PALMA, Juliana B.; PRADO, Viviane M. *Estudos Avançados de Mercados de Capitais: Conselho de Recurso do Sistema Financeiro Nacional*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014, p. 133.

⁸⁰ A busca foi realizada no site <http://www.bcb.gov.br/crsfn/ementasacordaos.html> através das seguintes palavras-chave: “insider trading”, “informação privilegiada”, “358/02”.

Dos 26 julgamentos do CRSFN, 11 são recursos de ofício, de casos absolvidos do ilícito em primeira instância⁸¹; 11 casos que tiveram mais de um réu, dentre eles absolvidos e outros condenados, ensejando aos recursos de ofício e voluntários; e os 4 restantes, foram recursos interpostos pelos próprios condenados pela primeira instância.

Gráfico 07

CASOS DE *INSIDER TRADING* JULGADOS POR ANO NO CRSFN E NA CVM, NO PERÍODO DE 2003-2015.



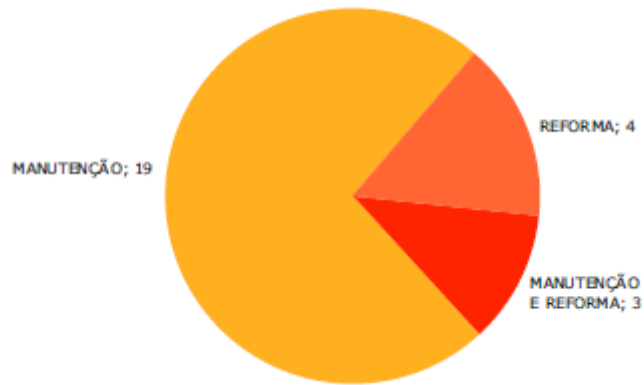
Fonte: Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional e Comissão de Valores Mobiliários.

Além do mais, observa-se que do total de 26 julgados em segunda instância pelo ilícito do uso de informação privilegiada, 19 deles foram confirmando e mantendo a decisão de primeira instância; em 4 houve reforma da decisão da CVM; e em 3, mantiveram as penalidades para alguns dos indiciados em primeira instância e reformaram para outros, conforme demonstrado no gráfico 08 a seguir:

Gráfico 08

RESULTADO DOS JULGADOS DOS CASOS DE *INSIDER TRADING* NO CRSFN, NO PERÍODO DE 2003-2015.

⁸¹ Ressalta-se que o CRSFN não precisa mais julgar recursos de ofício, nos termos do artigo 51 do novo Regimento Interno do Conselho, conforme Portaria no 68 do Ministério da Fazenda.



Fonte: Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional.

Quanto aos casos que ensejaram a reforma da decisão em segunda instância, nota-se (gráfico 09) que o valor da multa apareceu em 2 casos, beneficiando 6 indiciados; houve o abrandamento com a redução do tempo de inabilitação em apenas um caso, beneficiando um indiciado; conversão da multa em absolvição em 2 casos com dois beneficiados; e a conversão da multa em advertência, em 1 caso com 1 indiciado. O agravamento da decisão ocorreu em apenas 1 dos casos, em recurso de ofício, na qual a absolvição foi transformada em multa.

Gráfico 09

FLUXOGRAMA DOS CASOS DE *INSIDER TRADING* JULGADOS NO CRSFN, NO PERÍODO DE 2003-2015.



Fonte: Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional.

Interessante notar a trajetória de aplicação de penalidades na esfera administrativa quanto ao uso indevido de informação privilegiada no mercado brasileiro, bem como o papel efetivo do *enforcement* para elidir o cometimento do ilícito.

5.1.3 – Termo de Compromisso

Além das práticas punitivas, há também, desde 1997, mecanismos para o fim às investigações denominados “Termo de Compromisso”, firmados entre CVM junto aos regulados, suspendendo o procedimento administrativo que apura infração no mercado de valores mobiliários.

Através desse instrumento, após apreciado por seu colegiado, a CVM cessa o andamento do procedimento administrativo e em contrapartida, o regulado acorda em cessar e corrigir a prática irregular, inclusive com indenização aos prejuízos, tanto de forma pecuniária quanto em formato de produção de materiais didáticos e ações que visam notificar o mercado sobre os malefícios de tais condutas.

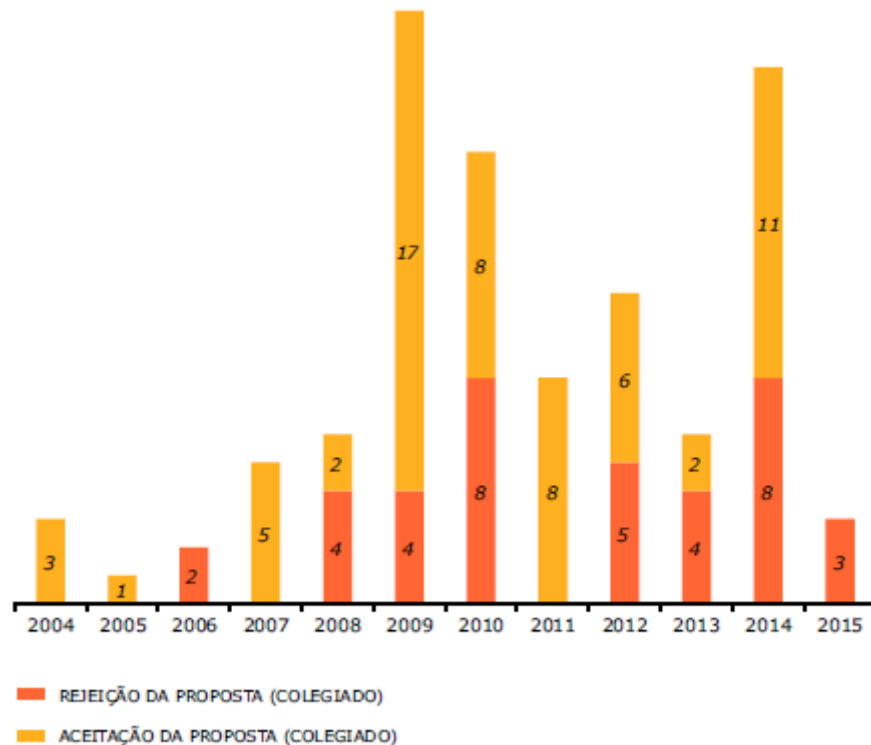
Apesar do instrumento não ter validade como confissão da matéria de fato e nem do reconhecimento da ilicitude pelo regulado, é válido como título extrajudicial, em caso de não cumprimento.

A decisão para celebração do respectivo Termo de Compromisso é do Colegiado da CVM, mediante exclusivo critério e em caso de permissão do interesse público. Não há lei que estabeleça parâmetros para decisão, esta apenas determina que deve ser avaliada a oportunidade e conveniência na celebração do compromisso, além de considerada a natureza e gravidade das infrações, os antecedentes dos acusados e a efetiva possibilidade de punição.

A seguir, conforme gráfico 10, é demonstrado o total de termo de Compromisso aceitos e rejeitados, por ano, na CVM, entre 2004 e 2015, sendo em sua maioria aceitos, com exceção aos anos 2010, 2013, e 2015, demonstrando a relevância dos termos de compromisso, tanto quanto aos processos sancionadores para compreender a atividade punitiva da CVM.

Gráfico 10

TOTAL DE TERMOS DE COMPROMISSO RELATIVOS A PROCESSOS DE *INSIDER TRADING*, ACEITOS E REJEITADOS, POR ANO, NA CVM, NO PERÍODO DE 2004-2015.



Fonte: Scala (2004) e Comissão de Valores Mobiliários.

A obrigação definida nos compromissos foram o paramento de prestação pecuniária, aproximadamente duas vezes o valor do benefício auferido com a realização da operação suspeita. Apesar de, tanto o julgamento de PAS, como o Termo de Compromisso estabelecerem, no geral, duas vezes o valor do ganho, o Termo é mais vantajoso ao regulado, tendo em vista que, apesar do pagamento ocorrer em dez dias, sem qualquer recurso, não há o reconhecimento de culpa e nem a possibilidade de ampla divulgação na mídia de possível condenação via administrativa ou judicial.

5.2 – Atividade Punitiva na Via Judiciária

Além da punição pela via administrativa, a legislação também possibilitava o ressarcimento de prejudicados pelo uso da informação privilegiada por meio do Poder Judiciário, meio, porém, não muito recorrido.

Para Paulo de Sá, os poucos pleitos no Poder Judiciário se explicavam tanto de uma razão cultural, além das Cortes não estarem preparadas para responsabilidade civil por insuficiência de informação, matéria praticamente desconhecida⁸². Já para Eizirik, a baixa procura é pela não adequação dos objetivos da lei e sua aplicação, por dois motivos: 1) pela pouca vivência em questões mais ligadas ao mercado de capitais; e 2) pela inadequação das normas de direito substantivo referentes ao combate ao *insider trading*.

5.2.1 – Poder Judiciário na Esfera Cível - Ações Coletivas para Ressarcimento e Termo de Ajustamento de Conduta (TAC)

A competência na esfera Civil é da Justiça Comum, podendo ser requerida diretamente pelo prejudicado, através da demanda individual ou pelo Ministério Público e Associações de Investidores, por meio de Ação Civil Pública.

O bem jurídico protegido dos titulares individuais é o direito ressarcitório, pela indenização dos danos causados aos terceiros que negociaram títulos mobiliários sem conhecimento da informação privilegiada, conforme §1º e 2º do art. 155 da Lei 6.404/76 (LSA). Constaria, como polo passivo da ação a responsabilidade solidária entre administrador e os terceiros diretos, que obtiveram a informação privilegiada diretamente com aquele (§3º, do art. 155 da LSA), bem como os terceiros que obtiveram a informação de forma indireta, sem relação com o administrador (§4º do art. 155 da LSA, c/c 927 do Código Civil⁸³).

Além do mais, a doutrina⁸⁴ aponta que a própria companhia emissora dos valores mobiliários poderia propor a ação de responsabilidade civil para reaver os danos a ela causado,

⁸² SÁ, Paulo F. *Intervenção do Estado no Domínio Econômico*. Rio de Janeiro: Editora Rio, 1973, p. 23-24.

⁸³ Art.927 do Código Civil (Lei 10.406/02) - define a responsabilidade civil de indenizar os danos causados por ato ilícito.

⁸⁴ SCALZILLI, João Pedro; Spinelli, Luis Felipe. *A Racionalidade Econômica do Combate ao Insider Trading: Assimetria de Informação e Dano ao Mercado*. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro São Paulo: nº 147, ano XLVI, jul-set. 2007. p. 46

caso a negociação com base na informação privilegiada, fosse realizada por seu administrador, conforme previsto nos arts. 158⁸⁵ e 159⁸⁶ da Lei nº 6.404/76.

As ações judiciais coletivas são instrumentos para ressarcimento dos prejuízos ou para indenizações por danos difusos causados ao mercado, aos prejudicados pelo ilícito, conforme já exposto anteriormente. O objetivo deste provimento é reduzir os custos judiciais, proporcionar economia processual e ampliar a tutela jurisdicional a todos àqueles que sofreram o dano.

⁸⁵ Art. 158. 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:

I - dentro de suas atribuições ou poderes, com culpa ou dolo;

II - com violação da lei ou do estatuto.

§ 1º O administrador não é responsável por atos ilícitos de outros administradores, salvo se com eles for convivente, se negligenciar em descobri-los ou se, deles tendo conhecimento, deixar de agir para impedir a sua prática. Exime-se de responsabilidade o administrador dissidente que faça consignar sua divergência em ata de reunião do órgão de administração ou, não sendo possível, dela dê ciência imediata e por escrito ao órgão da administração, no conselho fiscal, se em funcionamento, ou à assembleia-geral.

§ 2º Os administradores são solidariamente responsáveis pelos prejuízos causados em virtude do não cumprimento dos deveres impostos por lei para assegurar o funcionamento normal da companhia, ainda que, pelo estatuto, tais deveres não caibam a todos eles.

§ 3º Nas companhias abertas, a responsabilidade de que trata o § 2º ficará restrita, ressalvado o disposto no § 4º, aos administradores que, por disposição do estatuto, tenham atribuição específica de dar cumprimento àqueles deveres.

§ 4º O administrador que, tendo conhecimento do não cumprimento desses deveres por seu predecessor, ou pelo administrador competente nos termos do § 3º, deixar de comunicar o fato a assembleia-geral, tornar-se-á por ele solidariamente responsável.

§ 5º Responderá solidariamente com o administrador quem, com o fim de obter vantagem para si ou para outrem, concorrer para a prática de ato com violação da lei ou do estatuto.

⁸⁶Art. 159. Compete à companhia, mediante prévia deliberação da assembleia-geral, a ação de responsabilidade civil contra o administrador, pelos prejuízos causados ao seu patrimônio.

§ 1º A deliberação poderá ser tomada em assembleia-geral ordinária e, se prevista na ordem do dia, ou for consequência direta de assunto nela incluído, em assembleia-geral extraordinária.

§ 2º O administrador ou administradores contra os quais deva ser proposta ação ficarão impedidos e deverão ser substituídos na mesma assembleia.

§ 3º Qualquer acionista poderá promover a ação, se não for proposta no prazo de 3 (três) meses da deliberação da assembleia-geral.

§ 4º Se a assembleia deliberar não promover a ação, poderá ela ser proposta por acionistas que representem 5% (cinco por cento), pelo menos, do capital social.

§ 5º Os resultados da ação promovida por acionista deferem-se à companhia, mas esta deverá indenizá-lo, até o limite daqueles resultados, de todas as despesas em que tiver incorrido, inclusive correção monetária e juros dos dispêndios realizados.

§ 6º O juiz poderá reconhecer a exclusão da responsabilidade do administrador, se convencido de que este agiu de boa-fé e visando ao interesse da companhia.

§ 7º A ação prevista neste artigo não exclui a que couber ao acionista ou terceiro diretamente prejudicado por ato de administrador.

Insta salientar que o art. 1º da Lei nº 7.347/85, prevê a possibilidade de ação civil pública de responsabilidade por danos morais e patrimoniais e aos interesses difusos e coletivos, como a credibilidade e confiança do mercado de capitais colocada em risco pela prática do *insider trading*.

A ação civil pública, especificamente para “evitar prejuízos ou obter ressarcimento de danos causados aos titulares de valores mobiliários e aos investidores do mercado”, surgiu apenas com a edição da Lei nº 7.913/1989, conforme dispõem em seu art. 1º⁸⁷.

Dessa forma, poderá haver reparação dos danos causados pelos administradores ou por pessoa que através dele tenha obtido e utilizado a informação privilegiada, através das importâncias decorrentes da condenação, revertidas aos investidores lesados, na proporção do prejuízo, conforme disposto no art. 2º da 7.913/1989.

Na descrição das hipóteses geradoras de prejuízos aos titulares, consta descrito a prática do *insider trading*, da seguinte forma: “compra ou venda de valores mobiliários, por parte dos administradores e acionistas controladores de companhia aberta, utilizando-se de informação relevante, ainda não divulgada para conhecimento do mercado ou a mesma operação realizada por quem a detenha em razão de sua profissão ou função, ou por quem quer que a tenha obtido por intermédio dessas pessoas⁸⁸.

Quanto ao Termo de Ajustamento de Conduta (TAC)⁸⁹, este é celebrado entre CVM e Ministério Público Federal (MPF) de um lado, e indiciados ou réus dos respectivos processos de ação civil pública e administrativos, de outro, pondo fim aos mesmos, abstendo-se de

⁸⁷ Art. 1º Sem prejuízo da ação de indenização do prejudicado, o Ministério Público, de ofício ou por solicitação da Comissão de Valores Mobiliários — CVM, adotará as medidas judiciais necessárias para evitar prejuízos ou obter ressarcimento de danos causados aos titulares de valores mobiliários e aos investidores do mercado, especialmente quando decorrerem de:

I — operação fraudulenta, prática não equitativa, manipulação de preços ou criação de condições artificiais de procura, oferta ou preço de valores mobiliários;

II — compra ou venda de valores mobiliários, por parte dos administradores e acionistas controladores de companhia aberta, utilizando-se de informação relevante, ainda não divulgada para conhecimento do mercado ou a mesma operação realizada por quem a detenha em razão de sua profissão ou função, ou por quem quer que a tenha obtido por intermédio dessas pessoas;

III — omissão de informação relevante por parte de quem estava obrigado a divulgá-la, bem como sua prestação de forma incompleta, falsa ou tendenciosa.

⁸⁸ Art. 1º, II, Lei no 7.913/1989.

⁸⁹

instaurá-los ou ajuizá-las, ressalvando esse efeito à esfera penal⁹⁰, em troca da compensação dos danos e prejuízos causados.

A assinatura do TAC também não considera confissão quanto à matéria de fato, nem o reconhecimento quanto à ilicitude da conduta. Três das quatro TACs realizadas pela CVM e pelo MPF, foram sobre *insider trading*⁹¹, conforme demonstrado no quadro 01 abaixo:

Quadro 01

TACS ENVOLVENDO CASOS DE *INSIDER TRADING*

	TAC/Caso	Obrigação não pecuniária	Critério para estabelecer o valor da obrigação pecuniária	Destino dos valores
1º.	Vailly/Suzano	Não há	Três vezes o valor do ganho	FDID e investidores, contraparte nas operações de compra e venda
2º.	Tenda	Não ocupar cargos de instituições do mercado de capitais por três anos	Sem menção de critério nem apontamento do ganho na operação	FDID
3º.	Petrobras/Ipiranga	Não negociar no mercado, direta ou indiretamente, por três anos	Três vezes o valor do ganho	FDID - Não reconhecimento que existiriam investidores determináveis prejudicados

Interessante observar os pontos destacados das três únicas TACs firmadas. O primeiro é a “obrigação não pecuniária”, ensejando na retirada do sujeito (*insider*) da posição que ocupava quando cometeu o ilícito, seja como investidor, como agente interno dos emissores de valões mobiliários, medida esta que não aparece com frequência em outros instrumentos regulatórios, como nos processos administrativos e nos termos de Compromisso. O segundo

⁹⁰ art. 5º, parágrafo 6º, da Lei de Ação Civil Pública, conforme acréscimo pela Lei no 8.078/1990; art. 11, parágrafo 5º, da Lei no 6.385/1976; art. 7º da Deliberação CVM no 390/2001; e art. 5º, parágrafo 6º, da Lei no 7.347/1985.

⁹¹ Prado, Viviane Muller; Rachman, Nora; Vilela, Renato. *Insider trading: normas, instituições e mecanismos de combate no Brasil* [recurso eletrônico]. São Paulo: FGV Direito SP, 2016. 74 p. – (Coleção acadêmica livre).

ponto refere-se ao “critério para fixação do valor do acordo”, que foi de três vezes o valor do ganho ou da perda evitada, penalidade mais elevada possível. Já a terceira observação, diz respeito à “destinação dos recursos pagos no TAC”, pagos pelos investigados tanto aos investidores, quanto aos Fundos de Defesa de Interesses Difusos.

5.2.2 – Poder Judiciário na Esfera Criminal – Ações Criminais

Apesar de não estar previsto na Lei nº 6.385/76, resta claro que a competência para processar e julgar o crime de *insider trading* é da Justiça Federal, assim como o Ministério Público Federal detém a competência de promover a ação penal, podendo contar com o auxílio da CVM⁹², como assistente de acusação.

Tendo em vista que a respectiva conduta delituosa do art. 27-D da mencionada lei afeta diretamente o interesse da União, em razão da capacidade de gerar lesão ao Sistema Financeiro Nacional e ameaçar a confiabilidade dos investidores no mercado de capitais e a lisura de suas atividades, a Constituição estabelece que a União tem interesse e competência de processar e julgar ação contra o Sistema Financeiro e a ordem econômico-financeira, conforme previsto no inciso VI, do art. 109 da Constituição Federal⁹³.

Portanto, o juízo do local onde se situa a matriz ou filial da corretora de valores da bolsa ou do mercado organizado que realizou a operação de domínio do *insider*, será o foro competente para processar e julgar o caso.

Como visto anteriormente, a criminalização da conduta de uso de informação privilegiada ocorreu em 2001, com a reforma da Lei nº 6.385/1976, através da Lei nº 10.303/2001, mediante a inclusão do art. 27-D.

⁹² A CVM mantém acordos de cooperação, para atuação conjunta e coordenada, com o Ministério Público Federal e a Polícia Federal.

⁹³ Art. 109. Aos juízes federais compete processar e julgar:
[...]

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

Nos termos do art. 12 da mencionada Lei, assim que o inquérito administrativo concluir pela ocorrência de crime de ação pública, a CVM deverá oficiar o MPF, para propositura da ação penal.

Porém, apenas em 2009 houve a primeira denúncia pela conduta criminosa do *insider trading*, pelo Ministério Público Federal de São Paulo, no caso Sadia/Perdigão, quando a Sadia realizou uma oferta pública para aquisição das ações da Perdigão em circulação no mercado, e sem divulgar sobre a operação, negociaram *American Depositary Receipts* – ADRs (certificados de ações da companhia brasileira negociados no mercado americano) da Perdigão, na Bolsa de Nova York (NYSE), em nome de empresa estrangeira localizada em paraíso fiscal (offshore), obtendo grandes lucros e movimentando reguladores dos Estados Unidos - *Securities and Exchange Commission* – SEC e do Brasil – CVM. A sentença aplicou: (i) pena de multa ao Diretor de Relações com os Investidores (DRI) e ao membro do Conselho de Administração, bem como pena privativa de liberdade de um ano e nove meses e de um ano, cinco meses e quinze dias de reclusão, respectivamente, substituídas por prestação de serviço à comunidade e proibição do exercício legal do cargo de administrador e/ou conselho fiscal da companhia aberta pelos mesmos prazos estipulados das reclusões.

Em 2013, o TRF3 reverteu a pena de inabilitação por pena privativa de liberdade, e pagamento de indenização por danos morais coletivos, mantendo a multa anteriormente aplicadas. Posteriormente, o Superior Tribunal de Justiça (STJ) decidiu pela punição do DRI e pela extinção da punição ao membro do Conselho da Administração, devido a prescrição. Em suma o STJ considerou a culpabilidade do DRI agravada, tendo em vista a responsabilidade deste de informar os mercados de atos e fatos relevantes, bem como a realização da operação envolvendo outro mercado, a bolsa estrangeira de Nova York (NYSE), por meio de empresa *offshore*.

O segundo caso trata-se da empresa Randon S.A, que atua no setor de transportes de cargas com sede em Caxias do Sul/RS. O acionista controlador, sua esposa e filho, além de alguns administradores adquiriram ações dois meses antes do anúncio da entrada da empresa norte-americana ArvinMerit como sócia da companhia, valorizando as ações em 120%. Em 2012, houve a suspensão do processo, de acordo com o art. 89 da Lei 9.099/95, mediante pagamento de multas individuais destinadas à CVM, somados à prestação de serviço à

comunidade e comparecimento à justiça, havendo a extinção de punibilidade aos réus, apenas em 2014⁹⁴.

A terceira denúncia ocorreu em 2012, referente ao caso da Mundial, no qual abrange 10 indiciados pela formação de quadrilha e manipulação de mercado, sendo que dois também foram acusadas de *insider trading*. Em decisão recente do TRF4 (2019), ambos foram absolvidos pela prática do uso de informação privilegiada⁹⁵.

Por fim, a quarta denúncia de *insider trading* e manipulação de mercado na negociação da companhia OGX, pelo acionista controlador, além de presidente do conselho de administração da empresa, Eike Batista, que hoje tramita no TRF2, aguardando decisão do Recurso⁹⁶.

5.3 – Non Bis In Idem

O princípio do non bis in idem, decorre dos princípios da legalidade, tipicidade e da razoabilidade, que impede que um mesmo ato ilícito ser apenado mais de uma vez, por ofensa à mesma norma jurídica⁹⁷.

Porém, o mencionado princípio não é absoluto e é limitado pelo princípio da coletividade. Ou seja, o direito individual de não ser punido mais de uma vez pela mesma conduta pode ser limitado pelo ordenamento jurídico quando o ilícito provocar danos à ordem social, patrimonial e administrativa, violando normas de natureza distintas (penal, civil e administrativa), não configurando a ocorrência de bis in idem.

O ato ilícito tratado na presente monografia admite condenação simultânea, pelos diversos sistemas repressivos, como as sanções administrativas, civis e penais

⁹⁴ Juízo Federal da 6ª Vara Criminal de São Paulo. Ação Penal no 0009474-42.2009.4.03.6181. j. 29 out. 2014, publicado no D.O. 04 ago. 2014.

⁹⁵ Juízo Federal da 1ª Vara Criminal de Porto Alegre. Ação Penal no 5067096-18.2012.404.7100. Acórdão em 17.12.2019.

⁹⁶ Juízo Federal da 3ª Vara Criminal do Rio de Janeiro. Apelação Criminal nº 0042650-05.2014.4.02.5101

⁹⁷ Súmula nº 19 do STF: “É inadmissível segunda punição de servidor público, baseada no mesmo processo em que se fundou a primeira”.

Dessa maneira, tendo em vista a independência e autonomia das três instâncias, é permitido o trâmite simultâneo das ações. Porém, em razão da não independência absoluta dessas esferas, a sentença penal poderá gerar efeitos nos âmbitos cível e administrativo, conforme exposto nos arts. 63 e 65 do Código de Processo Penal, que tratam dos efeitos da sentença penal no juízo cível, estendido ao processo administrativo, mediante interpretação extensiva.

Logo, a sentença penal absolutória transitada em julgado produzirá efeitos nas searas administrativa⁹⁸, quando reconhecida a inexistência material do fato ou a negativa de autoria, e na esfera cível⁹⁹ quando reconhecido a autoria e materialidade, para obter reparação de danos sem que haja necessidade da fase de conhecimento

Apesar dos efeitos da coisa julgada penal nas esferas cível e administrativa, o contrário não é verdadeiro. Ou seja, as sentenças prolatadas nas esferas cível e administrativa, não ensejam efeitos na esfera penal, uma vez que a análise do fato é realizada sobre bases distintas, em razão dos diversos bens protegidos¹⁰⁰

Tendo em vista a integração do mercado de valores internacionais, é possível também a punição simultânea por órgãos de regulamentação de mercado em países distintos, na medida em que o ilícito gerasse efeitos danoso aos interesses difusos dos investidores localizados em diferentes Estados, sem ensejar o *bis in idem*, na medida em que cada jurisdição aplicaria as sanções próprias para resguardar os respectivos mercados de valores em razão da inobservância das respectivas normas, com fim de punir os direitos difusos de seus investidores, utilizando-se da Soberania Nacional.

⁹⁸ No mesmo sentido já se posicionou o STF: “*são independentes as instâncias penal e administrativa, só repercutindo aquela nesta quando se manifesta pela inexistência material do fato ou pela negativa de autoria*” (MS 22.438 – Relator Ministro Moreira Alves – j. 20/11/97 – RTJ 166/171).

⁹⁹ No mesmo sentido dispõe o art. 935 do Código Civil: “a responsabilidade civil é independente da criminal, não se podendo questionar mais sobre a existência do fato, ou sobre quem seja o seu autor, quando estas questões se acharem decididas no juízo criminal”.

¹⁰⁰ Bens diversos protegidos: o mercado nas searas penal e administrativa e os interesses particulares do(s) ofendido(s) na instância cível.

CONCLUSÃO

O presente trabalho procurou esclarecer a evolução cronológica da legislação nacional sobre o *insider trading*, que veda a prática desde 1976, através de regras administrativas e legais, bem como a influência norte-americana que ela teve desde o início.

Para isso, abordamos diversas Leis e Instruções, das mais antigas às mais recentes, nacional e norte-americana, para explicitar e comparar a evolução cronológica de ambas e as semelhanças e diferenças ao tratamento do ilícito.

Notamos que a criação da CVM tem influência de sua análoga norte-americana, a SEC, bem como a influência na ampliação do conceito de *insiders* (sujeitos ativos) e no consequente valor da pena de multa aos infratores.

Para maior entendimento sobre o assunto, nos estendemos bastante no conceito e definição da informação privilegiada e toda sua dimensão, bem como especificamos as Leis e Instruções que abrangiam cada esfera tutelada à prevenção e punição da infração (administrativa, civil e penal) e sobre os sujeitos ativos, *insiders* primários e secundários da infração, bem como os sujeitos passivos, podendo ser o patrimônio individual ou o direito supraindividual, como a confiança no mercado, o que traz consequência de grandes dimensões, para nação como um todo e ao próprio Estado.

Por fim, separamos e comentamos a vasta legislação e Instruções nacionais em cada esfera legislativa competente para regular e punir o *insider trading* e demonstramos a evolução cronológica do ato punitivo em cada uma, sendo a esfera administrativa ainda a mais eficaz em quantidade. Demonstrando também, maior importância legislativa e das esferas punitivas quanto ao combate à infração, não havendo a prática do “*bis in idem*”, tendo em vista a dimensão legislativa atingida pela prática.

Conclui-se, portanto, que a preocupação do Brasil com o tema foi prévia, em comparação com muitos outros países, além de constatar a sua influência norte-americana.

As leis da CVM e das sociedades anônimas surgiram em 1976, época em que a atividade punitiva era focada aos *insiders* primários e nas suas obrigações com a companhia.

Após, em 2001, houve a criminalização da prática, mas ainda se limitando à responsabilização dos *insiders* primários, como os administradores e seus subordinador e terceiros, solidariamente.

Apenas em 2017, a redação da legislação estendeu a punição a qualquer pessoa que fizesse o uso das informações privilegiadas, ou seja, aos *insiders* secundários.

A sanção da prática na via administrativa passou a ser mais constante entre 1978 e 1999.

Entre 2001 e 2015, vimos o aumento para 7% dos julgados, onde 35% dos indiciados foram punidos, em sua maioria os administradores e os assessores jurídicos. Já os absolvidos eram maioria agentes do mercado, como investidores e corretoras de valores e funcionários.

Na esfera cível, há a possibilidade de uma demanda individual ou coletiva.

Quanto à esfera criminal, apesar da regulamentação em 2001, a primeira denúncia só ocorreu em 2009, ainda com poucos casos e com a minoria de seus indiciados julgados e punidos à aplicação de multa e prestação de serviços.

Também expomos a possibilidade da punibilidade nas três esferas concomitantemente, sem a configuração do *bis in idem*, em razão da transgressão dos diversos bens protegidos simultaneamente.

O bem protegido na esfera criminal é a ordem econômica e ética, como confiança dos investidores no mercado mediante tratamento igualitário entre si quanto às informações necessárias para negociação isonômica.

Portanto, apesar da vagueza inicial da legislação e das falhas na atividade punitiva, em razão da alta complexidade de comprovação da prática, as leis têm se mostrado mais céleres ao regular a infração de acordo com a evolução do mercado mobiliário, e mais eficaz em sua atividade punitiva, tanto as Instruções da CVM, bem como nas esferas judiciais (civil e penal),

aumentando o *enforcement*, ações necessárias para trazer maior segurança, isonomia e conforto ao investidor, inclusive internacional, para investir no mercado nacional.

BIBLIOGRAFIA

LEÃES, Luís Gastão Paes de Barros. Mercado de capitais e “insider trading”. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1982.

AVOLIO, Luiz Francisco Torquato. A criminalização do *insider trading* no Brasil e seu contributo para o direito penal econômico. Revista dos Tribunais, v. 850, ago. 2006.

NEVES, Heidi Rosa Florêncio. Direito Administrativo Sancionador e o crime de *insider trading*. 2013. 175 f. Tese (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013.

CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei de Sociedades Anônima. 34. ed. São Paulo: Saraiva, 2009. v. 4.

BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. The Modern Corporation & Private Property. New Brunswick (U.S.A) and London (U.K): Transaction Publishers, 1999.

PINHEIRO, Juliano Lima. Mercado de capitais. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2012.

MIKALOVSKI, Algacir. Crimes contra o mercado de capitais: bem jurídico, tipos e investigação, Curitiba: Juruá, 2014.

NEVES, Heidi Rosa Florêncio. Direito Administrativo Sancionador e o crime de *insider trading*. 2013. 175 f. Tese (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013.

COMPARATO, Fabio K. “*Insider Trading*”: Sugestões para uma moralização do nosso mercado de capitais. Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro, n. 2. 1971.

EIZIRIK, Nelson et al. Mercado de capitais – regime jurídico. 3. ed., rev. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

EIZIRIK, Nelson Laks. Aspectos modernos do direito societário. Rio de Janeiro: Renovar, 1992.

EIZIRIK, Nelson. Reforma das S.A. e do Mercado de Capitais. Rio de Janeiro: Renovar, 2. ed., 1998.

EIZIRIK, Nelson. *Insider Trading* e a Responsabilidade de Administrador de Companhia Aberta. Revista de Direito Mercantil Industrial Econômico Financeiro. São Paulo, n. 50, 1983.

CORSETTI, Michelangelo. Insider trading: Informação privilegiada – O uso indevido no mercado de capitais. Curitiba: Juruá, 2013.

CARVALHOSA, Modesto. Comentários à lei de sociedades anônimas, v. 3, 6. ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2014.

ORGANIZAÇÃO MUNDIAL DAS COMISSÕES DE VALORES MOBILIÁRIOS (IOSCO), *Insider Trading – How Jurisdictions Regulate It*, mar. 2003, disponível em:

<<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD145.pdf>>. Acesso em: 09.abr.2020

Banco Central do Brasil (BCB) <<http://www.bcb.gov.br/crsfn/ementasacordaos.html>>. Acesso 15.abr.2020. Palavras-chave: “*insider trading*”, “informação privilegiada”, “358/02”.

BHATTACHARYA, Utpal; DAOUK, Hazem. The world price of insider trading. Kelley School of Business, Indiana University. Disponível em: <https://faculty.fuqua.duke.edu/~charvey/Teaching/BA453_2005/BD_The_world.pdf>. Acesso em: 15.abr. 2020.

RACHMAN, Nora M. O princípio do full disclosure no mercado de capitais.1999. Dissertação (Mestrado em Direito) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 1999.

PALMA, Juliana B.; PRADO, Viviane M. Estudos Avançados de Mercados de Capitais: Conselho de Recurso do Sistema Financeiro Nacional. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014.

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

SÁ, Paulo F. *Intervenção do Estado no Domínio Econômico*. Rio de Janeiro: Editora Rio, 1973

Prado, Viviane Muller; Rachman, Nora; Vilela, Renato. *Insider trading: normas, instituições e mecanismos de combate no Brasil* [recurso eletrônico]. São Paulo: FGV Direito SP, 2016

COORDENADORIA DE TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO (TCC)

TERMO DE AUTENTICIDADE DO TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO

Eu,

Aluno(a), regularmente matriculado(a), no Curso de Direito, na disciplina do TCC da 10ª etapa, matrícula nº 41539915, Período noturno, Turma 10N,

tendo realizado o TCC com o título: “INSIDER TRADING - Histórico legal e sua influência norte-americana, a tipificação do ilícito nas três esferas e seu tríptico sistema jurídico repressor”.

sob a orientação do(a) professor(a): Rodrigo Oliveira Salgado

declaro para os devidos fins que tenho pleno conhecimento das regras metodológicas para confecção do Trabalho de Conclusão de Curso (TCC), informando que o realizei sem plágio de obras literárias ou a utilização de qualquer meio irregular.

Declaro ainda que, estou ciente que caso sejam detectadas irregularidades referentes às citações das fontes e/ou desrespeito às normas técnicas próprias relativas aos direitos autorais de obras utilizadas na confecção do trabalho, serão aplicáveis as sanções legais de natureza civil, penal e administrativa, além da reprovação automática, impedindo a conclusão do curso.

São Paulo, 15 de junho de 2020.

DocuSigned by:
Giulia Paes
DE7698693FB84F0...
Assinatura do discente