

UNIVERSIDADE PRESBITERIANA MACKENZIE
ARUDA BUCAR LOPES RIBEIRO GONÇALVES

ANÁLISE DO DELITO DE INSIDER TRADING NO BRASIL

São Paulo, 20 de maio de 2022

ARUDA BUCAR LOPES RIBEIRO GONÇALVES

ANÁLISE DO DELITO DE INSIDER TRADING NO BRASIL

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à
Universidade Presbiteriana Mackenzie como
parte das exigências para a obtenção do título de
bacharel em Direito. Orientadora: Prof^ª. Dr^ª.
Denise Neves Abade.

Aprovado em____, de____de 2022

Banca examinadora

Prof^ª. Dr^ª. Denise Neves Abade
Universidade Presbiteriana Mackenzie

Prof. Dr. Fernando Maluf
Universidade Presbiteriana Mackenzie

Prof^ª. Dra^a. Daniela Bucci
Universidade de São Paulo

AGRADECIMENTOS

Agradeço à minha mãe, Lysia Bucar, à minha Orientadora, Prof^a Dr^a. Denise Neves Abade, aos meus colegas de faculdade e aos meus chefes durante os estágios em que trabalhei. Poucos foram os outros que me ajudaram.

RESUMO

O presente trabalho visa analisar o artigo 27-D da Lei nº 6.385 de 1976, introduzido pela Lei nº 13.506 de 2017 e sua aplicação no Brasil. O referido artigo preconiza o tipo penal de *insider trading*, isto é, o uso de informações privilegiadas para auferir lucros indevidos no mercado de capitais. Visa-se descobrir os motivos pelos quais a eficácia do mencionado artigo ainda é reduzida no país, ao mesmo tempo em que o Direito Penal nacional é extremamente punitivista. O estudo baseia-se em pesquisas bibliográficas, análise histórica e análise da legislação vigente no Brasil a respeito do tema. Será utilizado um método hipotético-dedutivo, partindo-se de conceitos amplos e atingindo, por meio da análise de um caso prático, uma conclusão final. O estudo demonstra as impropriedades do texto normativo que tipifica o *insider trading*, bem como as dificuldades impostas à sua aplicação por fatores externos ao Direito. Conclui-se a necessidade de uma reforma normativa, visando aproximar o Brasil do resto do mundo no âmbito do combate ao *insider trading* e outras práticas fraudulentas.

Palavras-Chave: Direito Penal Econômico. Insider trading. Informação privilegiada. Lei nº 6.385. Lei nº 13.506. Mercado de Capitais.

ABSTRACT

This study seeks to analyse article 27-D from the Law number 6.385 of 1976, introduced by the Law number 13.506 from 2017, and its application in Brazil. The mentioned article typifies the insider trading delict, that being, the use of privileged information to obtains undeserved profits in the capital markets. We seek to discover the reasons for why the mentioned article has such a low efficacy in the country, at the same time as the national Criminal Law is extremely punitivist. The study bases itself in bibliographic researches, historical analysis and an analysis of the current legislation in force in Brazil, in relation to the theme. We will use a deductive-hypothetical method, beginning from ample concepts and reaching, through the analysis of a practical case, a final conclusion. The study demonstrates the improprieties behind the insider trading legal text, as well as the difficulties imposed on its application by factors that are beyond Law. We conclude the need for a legal reform, seeking to make Brazil close to the rest of the world in regards to combating insider trading and other fraudulent practices.

Key words: Economic Criminal Law. Insider Trading. Privileged information. Law number 6.385. Law number 13.506. Capital Markets

ÍNDICE

INTRODUÇÃO.....	7
CAPÍTULO 1 – Conceito e definição legal de <i>insider trading</i>	8
1.1 – Conceito de <i>insider trading</i> nos Estados Unidos da América.....	8
1.2 – Conceito de <i>insider trading</i> no Brasil.....	9
1.3 – Conceito de informação privilegiada e relevante	13
CAPÍTULO 2 – Tutela penal do <i>insider trading</i> no Brasil	16
2.1 – Da tutela penal e seus efeitos.....	16
2.2 – Da ineficácia do artigo 27-D	20
CAPÍTULO 3 – Aspectos práticos do <i>insider trading</i> no Brasil.....	25
3.1 – Da tutela penal e seus efeitos.....	25
3.2 – As novas tendências de governança na atualidade	35
CONCLUSÃO.....	40
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	41

INTRODUÇÃO

Este trabalho visa analisar a aplicação do delito de *insider trading* no Brasil, tendo sido motivado principalmente para descobrir os motivos por trás de sua até então baixa eficácia no Brasil, o que pode ser aduzido pela existência de apenas uma condenação penal transitada em julgado até a data hodierna¹. Para tal, será utilizado um método hipotético-dedutivo, partindo-se de conceitos amplos, retirados de diversas referências bibliográficas, e atingindo, por meio da análise do caso Sadia e Perdigão, uma conclusão final.

A importância deste estudo se dá pelo fato de a criminalização do *insider trading* ser fundamental para garantir a lisura e o correto funcionamento do mercado de capitais. Para além das questões morais e éticas, que certamente são importantes, a prática de *insider trading* põe em cheque a credibilidade da Bolsa de Valores brasileira e sua capacidade de atrair investimentos, principalmente do exterior, algo fundamental para a economia. Assim, é de suma importância a aplicação de sanções àqueles que incorram em tais práticas, tanto pelas próprias empresas que negociam suas ações publicamente, como pela Comissão de Valores Mobiliários, que fiscaliza o funcionamento do mercado de capitais, como pelo Poder Judiciário, que deve fazer valer as leis vigentes na nação. Este trabalho será delimitado à esfera judicial, eis que nela residem as sanções mais graves previstas por lei a quem pratica *insider trading*, aquelas da esfera penal, as quais são monopólio do Poder Judiciário.

No primeiro capítulo, será definido o conceito de *insider trading*, com base na legislação estadunidense, na legislação brasileira e na doutrina especializada. Além disso, será comentada a definição de outros conceitos importantes, como informação privilegiada e informação relevante. No segundo capítulo, será discorrida a tutela penal do *insider trading*, bem como os motivos para sua baixa eficácia no Brasil. No terceiro capítulo, será analisado o até então único caso de condenação penal transitada em julgado no Brasil por *insider trading*, bem como as medidas que estão sendo tomadas atualmente para preveni-lo. Derradeiramente, serão expostas as conclusões aduzidas com o presente trabalho.

¹ Disponível em: <https://www.istoedinheiro.com.br/crime-de-insider-trading-teve-so-uma-condenacao-penal-em-20-anos/> - Acesso em 10 de maio de 2022 às 16:02.

CAPÍTULO 1

CONCEITO E DEFINIÇÃO LEGAL DE INSIDER TRADING

1.1 – Conceito de *insider trading* nos Estados Unidos da América

Antes de passar ao cerne do presente trabalho, é de suma importância explicar a definição de *insider trading*, que surgiu nos Estados Unidos da América, no contexto do pós-Crise de 1929, quando ocorreu a quebra da Bolsa de Valores de Nova Iorque, tendo sido o mercado de capitais largamente responsabilizado pela sua ocorrência².

Em meio a tal contexto, o Presidente Franklin Delano Roosevelt foi eleito em 1933 com uma agenda reformista, que visava retirar os Estados Unidos da crise financeira em que a nação se encontrava³. Assim, o Governo Estadunidense aprovou um conjunto de medidas legais para regular a Bolsa de Valores e evitar crises similares à de 1929.

No enfoque deste trabalho, é relevante uma dessas medidas, o *Securities Exchange Act of 1934*⁴, que dentre outras inovações, trouxe em sua Seção 10 (b) a vedação expressa a práticas manipulativas de mercado:

“SEC. 10. It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce or of the mails, or of any facility of any national securities exchange—

(b) To use or employ, in connection with the purchase or sale of any security registered on a national securities exchange or any security not so registered, or any securities based swap agreement any manipulative or deceptive device or contrivance in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors.”

A Seção 10 (b) proíbe genericamente toda e qualquer prática que possa ser considerada manipulativa, deceptiva ou fraudulenta, no âmbito do mercado de valores mobiliários estadunidense, devendo ser fiscalizada pela *Securities and Exchange Commission*, órgão criado pela mesma legislação para monitorar o mercado de capitais estadunidense.

² Disponível em: <https://www.loc.gov/classroom-materials/united-states-history-primary-source-timeline/great-depression-and-world-war-ii-1929-1945/americans-react-to-great-depression/> - Acesso em 29 de abril de 2022 às 17:45.

³ Disponível em: <https://www.loc.gov/classroom-materials/united-states-history-primary-source-timeline/great-depression-and-world-war-ii-1929-1945/americans-react-to-great-depression/> - Acesso em 29 de abril de 2022 às 17:49.

⁴ Disponível em: <https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1885/pdf/COMPS-1885.pdf> - Acesso em 28 de abril de 2022 às 19:45.

Mais relevante ainda é a Seção 16 (b) da mesma legislação⁵, que traz a primeira vedação legal ao *insider trading*:

“For the purpose of preventing the unfair use of information which may have been obtained by such beneficial owner, director, or officer by reason of his relationship to the issuer, any profit realized by him from any purchase and sale, or any sale and purchase, of any equity security of such issuer (other than an exempted security) or a security-based swap agreement involving any such equity security within any period of less than six months, unless such security or security-based swap agreement was acquired in good faith in connection with a debt previously contracted, shall inure to and be recoverable by the issuer, irrespective of any intention on the part of such beneficial owner, director, or officer in entering into such transaction of holding the security or security based swap agreement purchased or of not repurchasing the security or security-based swap agreement sold for a period exceeding six months. Suit to recover such profit may be instituted at law or in equity in any court of competent jurisdiction by the issuer, or by the owner of any security of the issuer in the name and in behalf of the issuer if the issuer shall fail or refuse to bring such suit within sixty days after request or shall fail diligently to prosecute the same thereafter; but no such suit shall be brought more than two years after the date such profit was realized. This subsection shall not be construed to cover any transaction where such beneficial owner was not such both at the time of the purchase and sale, or the sale and purchase, of the security or security-based swap agreement involved, or any transaction or transactions which the Commission by rules and regulations may exempt as not comprehended within the purpose of this subsection.”

Ainda incipiente, a Seção 16 (b) veda a obtenção de lucro por parte de proprietário, diretor ou oficial de empresa, que compre e venda ações, em um período inferior a 06 (seis) meses, da mesma companhia na qual trabalha. Em outras palavras, o proprietário, diretor ou oficial poderá possuir ações da empresa onde trabalha, bem como poderá auferir lucro da venda de tais valores mobiliários, porém ele não poderá fazê-lo se tiver comprado ou adquirido tais ações há menos de 06 (seis) meses.

Por fim, o combate ao *insider trading* nos estados Unidos da América foi novamente fortalecido com a edição do *Insider Trading Sanctions Act of 1984*⁶, que, dentre outras inovações, estabeleceu a provisão de multa ao *insider trading*, no montante de até 03 (três) vezes o lucro auferido em negociação ilegal.

1.2 – Conceito de insider trading no Brasil

Passando para o ordenamento jurídico nacional, primeiramente é necessário

⁵ Disponível em: <https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1885/pdf/COMPS-1885.pdf> - Acesso em 28 de abril de 2022 às 19:48.

⁶ Disponível em: <https://www.govinfo.gov/content/pkg/STATUTE-98/pdf/STATUTE-98-Pg1264.pdf> - Acesso em 28 de abril de 2022 às 19:54.

mencionar alguns posicionamentos doutrinários, que ajudam a melhor definir os conceitos criados nos Estados Unidos da América.

Nessa senda, a importância da criminalização do insider trading é magistralmente explicada por BITTENCOURT⁷:

“O funcionamento correto do mercado de capitais pressupõe a comunhão de informações relevantes sobre determinada companhia com todos os seus participantes, daí por que exigir de determinadas pessoas o máximo cuidado e diligência no tratamento desses dados, que podem ter potencial capacidade de influir sobre o processo da livre oferta e demanda de valores mobiliários.”

Quanto à definição doutrinária de insider trading, LOBÃO⁸ conceitua a prática como sendo:

“Insider trading são as transações de ativos financeiros (normalmente ações) realizadas em benefício próprio por agentes que em resultado das funções que desempenham têm um acesso a informação privilegiada capaz de motivar essas transações. Entre esses agentes a figura do gestor é de longe a mais importante, embora se possam incluir igualmente outros trabalhadores da empresa com acesso a tal informação e todos os agentes que dela beneficiam. A informação é privilegiada no sentido de que não é do conhecimento dos investidores em geral. Um bom exemplo de insider trading será o do gestor que, em face do conhecimento privilegiado de que os resultados da sua empresa se situarão acima do esperado pela generalidade dos investidores dos mercados, adquire ações da empresa para si próprio na expectativa de que, quando esses resultados forem divulgados publicamente, o preço das ações aumente e ele possa assim realizar mais-valias.” **(grifou-se)**

Passando para a tipificação legal de *insider trading* no ordenamento nacional, ela surgiu apenas em 1965, 31 (trinta e um) anos após seu surgimento nos Estados Unidos da América.

No Brasil, foi disposta no artigo 3º, inciso X, da Lei nº 4.728/1965, que assevera:

“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.”

Ocorre que tal norma não definiu alguns subconceitos que seriam necessários para sua aplicação, como por exemplo, quais as sanções previstas para aqueles que incorressem em

⁷ BITTENCOURT, Cezar Roberto. Tratado de Direito Penal Econômico: Volume I. São Paulo: Saraiva. 2016. P. 187.

⁸ LOBÃO, Júlio. A Regulação do Mercado de Capitais: Prefácio de Carlos Tavares. Lisboa: Actual. 2018. P. 37.

tal ato, ou mesmo qual a definição precisa de “informação não divulgada ao público”.

De tal sorte, coube à Lei nº 6.404/1976, em seu artigo 155, §1º, adicionar ao arcabouço judicial brasileiro que o administrador de empresa negociada publicamente possui o dever de sigilo sobre informações que ainda não foram divulgadas publicamente ao mercado, bem como estabeleceu a proibição expressa de que tais administradores possam utilizar-se dessas informações para obter lucros com a compra ou venda de papéis. Nesse sentido, *ipsis illiteris*:

“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.”

Outra inovação veio com o §3º da lei supramencionada, que finalmente versou sobre uma punição a quem praticasse *insider trading*:

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

Como depreende-se, o §3º não tipificou quaisquer sanções penais a quem pratica *insider trading*, tendo conferido-lhe um status de ofensa cível, sendo cabível ao lesado pelo ofensor a propositura de ação para cobrança de perdas e danos.

Outro problema com a tipificação da Lei nº 6.404/1976 foi a limitação de seu texto aos agentes que poderiam praticar o delito sob análise. A referida lei mencionava apenas os administradores da empresa, excluindo diversos outros possíveis agentes, como os acionistas controladores e diretores.

Posteriormente, a Instrução nº 31/1984 da Comissão de Valores Mobiliários trouxe leve avanço, adicionando em seu artigo 9º os acionistas controladores como sendo passíveis de praticar *insider trading*.

Eventualmente, em 2001, foi sancionada a Lei nº 10.303, que adicionou à Lei nº 6.385/1976 o artigo 27-D, norma mais importante do presente estudo, por ter finalmente conferido à prática de *insider trading* o status de crime, passível de sanção penal.

Nessa senda, afirmava o artigo 27-D original:

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

Pena – reclusão, de 1 (um) a 5 (cinco) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime.”

Importante salientar o que o artigo mencionado sofreu leve alteração com a Lei nº 13.506/2017, passando a vigorar com o seguinte texto:

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

Pena – reclusão, de 1 (um) a 5 (cinco) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime.”

Depreende-se, portanto, que o artigo 27-D possui como principal objetivo garantir a transparência do mercado de capitais, algo fundamental para oferecer confiança aos *players* institucionais, que aportam vultosas somas na economia brasileira por meio da Bolsa de Valores.

O legislador brasileiro buscou, portanto, proteger a igualdade de todos os operadores econômicos e coibir que determinados sujeitos possam tirar vantagem de informações exclusivas que recebem em decorrência de posições administrativas em empresas publicamente negociadas.

Derradeiramente, também é de bom grado mencionar a definição dada ao delito pela Comissão de Valores Mobiliários⁹, que assevera o seguinte:

“Uso Indevido de Informação Privilegiada: utilizar informação relevante ainda não divulgada ao mercado, de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo, capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiro, com valores mobiliários.”

Não obstante a importância e relevância de todas as conceituações expostas, este trabalho guiar-se-á majoritariamente pela definição legal do delito de *insider trading*, descrita no artigo 27-D da Lei nº 6.385/1976. Contudo, como será exposto no tópico seguinte, tal

⁹ CVM - Comissão de Valores Mobiliários. Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro. 4 ed. Rio de Janeiro: CVM. 2019. P. 54.

artigo deixou importantes lacunas em sua conceituação, como a precisa definição de “informação relevante”.

1.3 – Conceito de informação privilegiada e relevante

Inicialmente, é necessário trazer à baila que as empresas publicamente negociadas não devem operar em total sigilo, isso seria inclusive ruim para o mercado, pois a divulgação de informações, principalmente positivas, atrai compradores para os papéis daquela empresa e beneficia o mercado como um todo, além de ser de suma importância para que todos os investidores sejam capazes de fiscalizar e monitorar o funcionamento da empresa na qual investem.

Nesse sentido, ressonam as palavras de LOBÃO¹⁰:

“O acesso à informação é essencial para que os mercados financeiros funcionem de modo adequado. Em teoria, os investidores necessitam de aceder a informações acerca das empresas para poderem tomar de forma avisada decisões relativas à aquisição ou venda dos ativos financeiros, e os preços desses ativos financeiros mais não são que a consequência dessas decisões. Assim, uma das maiores preocupações dos reguladores passa por assegurar um ambiente onde os agentes de mercado tenham acesso a informação fidedigna e relevante.”

Não sendo outra a opinião de PRADO¹¹:

“Afirma-se, a propósito, que o correto funcionamento do mercado, na formação dos preços, deve ser consequência da normal evolução das contratações. Constitui-se em garantia básica dos direitos dos investidores, que devem concorrer em condições de igualdade de risco, e cuja confiança na transparência do mercado é indispensável à sua manutenção e ao próprio sistema econômico-financeiro.”

A difusão de informações deve ser feita simultaneamente a todos, motivo pelo qual ela geralmente ocorre por meio de “fato relevante”, uma nota publicada pela empresa, a qual todos possuem acesso. Caso contrário, estará sendo violada a isonomia entre os investidores do mercado de capitais

Inclusive, a Instrução nº 358 de 2002, da Comissão de Valores Mobiliários¹², define expressamente o conceito de fato relevante em seu artigo 2º:

¹⁰ LOBÃO, Júlio. A Regulação do Mercado de Capitais: Prefácio de Carlos Tavares. Lisboa: Actual. 2018. P. 16.

¹¹ PRADO, Luiz Regis. Direito Penal Econômico. 9 ed. Rio de Janeiro: Forense. 2021. P. 293.

¹² Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst358.html> - Acesso em 01 de maio de 2022 às 16:44.

“Art. 2º Considera-se relevante, para os efeitos desta Instrução, qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembléia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios (...)”

O artigo 3º da mesma Instrução afirma ainda que a empresa não apenas poderá, mas sim deverá publicar aos investidores a notícia de ocorrência de fato relevante, *ipsis illiteris*:

“Art. 3º Cumpre ao Diretor de Relações com Investidores enviar à CVM, por meio de sistema eletrônico disponível na página da CVM na rede mundial de computadores, e, se for o caso, à bolsa de valores e entidade do mercado de balcão organizado em que os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação, qualquer ato ou fato relevante ocorrido ou relacionado aos seus negócios, bem como zelar por sua ampla e imediata disseminação, simultaneamente em todos os mercados em que tais valores mobiliários sejam admitidos à negociação.”

Assim, restou evidenciado que nem toda informação é privilegiada, e que a não-divulgação de informações relevantes pode configurar inclusive omissão por parte da empresa e de seus diretores ou acionistas. O cerne do problema encontra-se, contudo, não nas informações relevantes, mas sim nas informações privilegiadas, que nada mais são do que informações relevantes que ainda não foram divulgadas ao mercado.

Elas geralmente são acessíveis a diretores, membros de conselhos ou trabalhadores comuns, sujeitos esses que possuem o dever de guardar sigilo, conforme explica o artigo 8º da mesma instrução supramencionada:

“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.”

Tal artigo, apesar de não possuir força penal, é mais uma tentativa de se coibir o insider trading, pois o rol de sujeitos mencionados possui amplo contato com diversas informações da empresa na qual trabalham, de sorte que, caso não existisse qualquer punição prevista, poderiam facilmente disponibilizar tais informações a terceiros, que conseguiriam agir no mercado antes dos demais investidores, violando a isonomia.

O sigilo, contudo, não é eterno. Ele termina no momento em que a referida

informação é divulgada ao mercado como um todo, e então ela não é mais passível de ser utilizada para a prática de *insider trading*, eis que todos possuem acesso à mesma.

Do exposto acima, depreende-se que a caracterização de informação privilegiada depende de diversos, entre eles a situação do agente, que deve ter tido acesso à informação relativa à empresa antes dos demais investidores, por meio de cargo na companhia ou recebimento de informação por via de terceiro; bem como também depende do tempo no qual essa informação foi recebida.

O crime só poderá ser praticado no interim entre o recebimento da informação por privilegiado e sua publicação ao público em geral. Caso o agente possua informação privilegiada, mas não pratique qualquer ato que configure o tipo penal de *insider trading*, ou mesmo que pratique, porém após a divulgação da informação ao público geral, não será possível imputá-lo com o tipo penal sob estudo. Essas e outras questões controvertidas serão objeto de estudo no próximo capítulo, que tratará da tutela penal do *insider trading*.

CAPÍTULO 2

TUTELA PENAL DO INSIDER TRADING NO BRASIL

2.1 – Da tutela penal e seus efeitos

Primeiramente, necessário definir o bem jurídico protegido pelo artigo 27-D da Lei nº 6.385/1976, bem como seu sujeito ativo. Nesse sentido, oportuna a colação do posicionamento de PRADO¹³ a respeito do referido tipo penal:

“Bem jurídico e sujeitos do delito: tutelam-se o correto funcionamento do mercado de valores e a igualdade de oportunidades (bem jurídico transindividual). São destacados como elementos fundamentais da proteção jurídica: regularidade, transparência (princípio da transparência informativa societária), confiança no funcionamento do mercado de capitais, e igualdade de todos os operadores econômicos.

(...)

Quanto ao sujeito ativo do delito, ainda que o tipo legal não faça delimitação explícita, o delito só pode ser praticado por determinadas pessoas. É preciso que o sujeito ativo tenha acesso à informação privilegiada e o dever de sigilo. Isso significa: a previsão do conhecimento e dever de sigilo convertem essa figura típica em delito especial próprio, excluindo do âmbito de responsabilidade penal aqueles que não detêm tais qualidades. Em geral, o conhecimento da informação privilegiada é consequência do exercício de atividade profissional, empresarial ou correlata.”

Bittencourt¹⁴ demonstra opinião similar:

“A norma protege as relações de confiança, transparência e lealdade entre todos os participantes do mercado de capitais, espaço que deve se qualificar pela igualdade de oportunidades oferecida aos investidores. (...)

O crime de uso indevido de informação privilegiada é próprio ao exigir do sujeito ativo a especial qualidade de detentor do dever de sigilo sobre a informação relevante.”

Aduz-se da referida glosa alguns pontos importantes, como o fato de o tipo penal de *insider trading* ser próprio, ou seja, só poder ser praticado por determinadas pessoas que preenchem requisitos estabelecidos no tipo penal.

Sobre os crimes próprios, elabora NUCCI¹⁵:

“São considerados comuns os delitos que podem ser cometidos por qualquer pessoa (ex.: homicídio, roubo, falsificação); **são próprios os crimes que exigem sujeito ativo**

¹³ PRADO, Luiz Regis. Direito Penal Econômico. 9 ed. Rio de Janeiro: Forense. 2021. P. 293-294.

¹⁴ BITTENCOURT, Cezar Roberto. Tratado de Direito Penal Econômico: Volume I. São Paulo: Saraiva. 2016. P. 187-188.

¹⁵ NUCCI, Guilherme de Souza. Manual de Direito Penal, 18 ed. Rio de Janeiro: Forense. 2022. P. 117.

especial ou qualificado, isto é, somente podem ser praticados por determinadas pessoas.” (grifou-se)

MIRABETE¹⁶ também preconiza:

“Os crimes próprios (ou especiais), como já se viu, são aqueles que exigem ser o agente portador de uma capacidade especial (item 3.3.3). O tipo penal limita o círculo do autor, que deve encontrar-se em uma posição jurídica, como funcionário público (arts. 312 ss), médico (art. 269), ou de fato, como mãe da vítima (art. 123), pai ou mãe (art. 246) etc.” (grifou-se)

Restou mais do que evidenciado, portanto, com supedâneo na doutrina mencionada, que o tipo penal de *insider trading* é próprio, eis que apenas determinados sujeitos são capazes de praticá-lo, quais sejam, aqueles que possuem informações privilegiadas.

Nesse ponto, é de suma importância frisar que o artigo 27-D da Lei nº 6.385/1976, após as alterações trazidas pela Lei nº 13.506/2017, não faz mais distinção entre *insider* primário e secundário, o que representa uma avanço na questão da punibilidade do tipo penal sob estudo.

A respeito disso, necessário conceituar ambos os tipos de *insiders*. Para tal, utilizar-se-ão as definições da Comissão de Valores Mobiliários¹⁷, que assevera:

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

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

Em breve síntese, os *insiders* primários são aqueles que recebem informações privilegiadas diretamente, por meio de função administrativa ou cargo similar em empresa publicamente negociada.

¹⁶ MIRABETE, Julio Fabbrini, *et al.* Manual de Direito Penal: Parte Geral: arts 1º a 120 do CP, volume 1. 35 ed. São Paulo: Atlas. 2021. P. 138.

¹⁷ CVM - Comissão de Valores Mobiliários. Uso Indevido de Informação Privilegiada (Insider Trading). 1 ed. Rio de Janeiro: CVM. 2016. P. 21-22.

Enquanto isso, os *insiders* secundários são aqueles que não possuem cargos ou funções administrativas em empresas negociadas em bolsa, mas recebem informações privilegiadas de contatos, que estes sim possuem posições em empresas. A diferença entre ambos, em suma, é apenas na forma de adquirir a informação privilegiada, de sorte que não deveria haver diferenciação nas punições a eles estipuladas.

Entretanto, isso não ocorria no Brasil, pois a Lei nº 10.303/2001, que originalmente criou o artigo 27-D, trazia em seu texto a expressão “*e da qual deva manter sigilo*”, que restringia os possíveis sujeitos ativos do crime de *insider trading* apenas aos *insiders* primários, diminuindo a eficácia do tipo penal estudado.

Felizmente, a Lei nº 13.506/2017 retirou tal restrição, de modo que agora os *insiders* secundários também podem ser sujeitos ativos do delito estudado. Todavia, a lei manteve uma distinção entre o *insider* primário e secundário, sendo ela a agravante do §2º do artigo 27-D, que aumenta em um terço a pena para aqueles agentes que possuem o dever de sigilo, sendo eles os *insiders* primários.

Outrossim, o artigo 27-D prevê, além da pena de reclusão, a imposição de multa em até três vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime. Tal montante nada mais é do que o lucro auferido com a negociação de valores mobiliários motivada por informações privilegiadas. No mais, importante frisar que o artigo 27-D consiste em crime formal, pois seu tipo penal não exige a consumação de um resultado específico, bastando a mera prática da conduta proibida.

Nesse sentido, REALE JÚNIOR¹⁸ preconiza:

“São, portanto, crimes formais, ou de ação, os crimes cujo tipo proibitivo **contenta-se em descrever a conduta, sem mencionar o resultado natural que se liga a esta conduta** por nexo de causalidade. Por esta razão, não há evento destacado da ação nos crimes formais, pois a descrição da proibição incriminada cinge-se à conduta, sendo que o resultado coincide com esta, sem menção, no tipo penal, dos eventuais resultados decorrentes da ação praticada ou omitida.

Nestes casos, o legislador, ao criar a norma incriminadora, só toma em consideração a conduta, “*independentemente dos efeitos que essa poderá ter produzido*”. Basta a simples ação para se efetivar a relevância penal, em consumação antecipada, na hipótese da ação eventualmente ter um resultado destacável que venha a ocorrer mas que é indiferente na economia do tipo penal.”

Quanto à punibilidade da tentativa, ela é amplamente possível no delito de *insider*

¹⁸ REALE JÚNIOR, Miguel. Fundamentos de Direito Penal. 5 ed. Rio de Janeiro: Forense. 2020. P. 199.

trading, como por exemplo em uma situação na qual o agente envia uma ordem de compra de ações, baseado em informações privilegiadas que adquiriu, porém devido a evento externo, a ordem não é executada pela corretora.

Entretanto, insta salientar que o Código Penal brasileiro adota a Teoria da Imputação Objetiva, razão pela qual a modalidade tentada do delito é punida de forma mais branda, conforme explica ESTEFAM¹⁹:

“Pela teoria subjetiva, o crime tentado deve ser punido de modo semelhante ao consumado, pois em ambos houve a intenção de produzir o resultado. Para a teoria objetiva, entretanto, a pena do crime tentado deve ser menor que a do consumado, porquanto naquele a lesão ao bem jurídico foi menor ou, por vezes, inexistente (foi a teoria adotada pelo Código Penal).

De acordo com o art. 14, parágrafo único, pune-se a tentativa com a pena do crime consumado, reduzida de um a dois terços, salvo expressa disposição em contrário (como no caso do art. 352 do CP, que apenas igualmente a consumação e a tentativa).”

No que tange à possibilidade de o crime do artigo 27-D ser praticado de forma culposa, isso é impossível, eis que sua norma regulamentadora não estabeleceu tal possibilidade. Assim, nos moldes do artigo 18 do Código Penal, não é possível haver condenação por *insider trading* culposo, pois inexistente previsão legal para tal.

Aqui, oportuna a colação do posicionamento de ANDREUCCI²⁰:

“O critério para saber se um crime admite a modalidade culposa é a análise da norma penal incriminadora. Quando o Código admite a modalidade culposa, faz referência expressa à culpa. Se não fala na modalidade culposa, é porque não a admite (art. 18, parágrafo único, do CP)

Assim, quando o sujeito pratica o fato culposamente, e o tipo penal não faz menção à modalidade culposa, não há crime, pois não se admite a culpa presumida.”

Quanto à classificação da ação que será proposta pelo *parquet* em face de quem viola o artigo 27-D, ela será uma ação penal pública incondicionada, eis que tal modalidade é a regra adotada pelo artigo 100 do Código Penal, salvo quando houver disposição em contrário, o que inexistente na Lei nº 6385 de 1976.

Derradeiramente, importante destacar que a competência para julgamento do referido artigo é da Justiça Federal, consoante insculpido no artigo 109, inciso IV, da Constituição Federal de 1988, que ordena à Justiça Federal tratar de crimes praticados em detrimento de entidades autárquicas da União.

¹⁹ ESTEFAM, André. Direito Penal: Parte Geral – Arts 1º a 120 – v. 1. 11 ed. São Paulo: SaraivaJur. 2022. P. 341.

²⁰ ANDREUCCI, Ricardo Antonio. Manual de Direito Penal. 14 ed. São Paulo: Saraiva Educação. 2020. P. 116-117.

Isso se dá porque, no caso do artigo 27-D e dos crimes contra o mercado de capitais como um todo, é de responsabilidade da Comissão de Valores Mobiliários, uma autarquia federal, monitorar os valores mobiliários e coibir o *insider trading*, motivo pelo qual a competência para julgar tal crime será da Justiça Federal.

Consonante é a opinião do Ministro Arnaldo Esteves Lima, do Superior Tribunal de Justiça²¹, que sustenta:

“PENAL. CONFLITO DE COMPETÊNCIA. CRIME CONTRA O MERCADO DE CAPITAIS. INTERESSE DA UNIÃO DA HIGIDEZ, CONFIABILIDADE E EQUILÍBRIO DO SISTEMA FINANCEIRO. LEI 6.385/76, ALTERADA PELA LEI 10.303/01. AUSÊNCIA DE PREVISÃO DE COMPETÊNCIA DA JUSTIÇA FEDERAL. APLICAÇÃO, RELEVÂNCIA DA QUESTÃO E INTERESSE DIRETO DA UNIÃO. COMPETÊNCIA FEDERAL.”

Assim, explicada como se dá a tutela penal do artigo 27-D da Lei nº 6.385/1976, passar-se-á à análise das razões por trás de sua baixa eficácia.

2.2 – Da ineficácia do artigo 27-D

Realizados os apontamentos necessários sobre os principais aspectos jurídicos e históricos do *insider trading*, deve-se examinar agora o motivo pelo qual ele possui eficiência tão reduzida no Brasil, existindo apenas uma condenação penal transitada em julgado até o presente momento, como já mencionado.

O primeiro grande óbice enfrentado para combater o *insider trading* vem na necessidade de a Acusação comprovar não apenas que o agente praticou o ato tipificado, mas que ele também estava plenamente ciente de que estava praticando *insider trading*, bem como objetivava auferir lucro a partir de informação privilegiada.

Conforme já mencionado, o delito de *insider trading* não possui modalidade culposa, de sorte que o elemento de dolo específico passa a ser especialmente importante. Nessa esteira, sobre o conceito de dolo, explica GRECO²²:

“(..) é a vontade e consciência dirigidas a realizar a conduta prevista no tipo penal incriminador”

²¹ BRASIL, Superior Tribunal de Justiça. LEXSTJ vol. 241. Julgamento em 27 de maio de 2009. Publicado no Dje em 22 de junho de 2009. P. 283.

²² GRECO, Rogério. Curso de Direito Penal. São Paulo: Impetus. 2013. P. 185.

Quanto às dificuldades trazidas por sua implementação na caracterização do tipo penal de *insider trading*, EIZIRIK; GAAL; PARENTE; HENRIQUES²³, explanam magistralmente:

“O tipo – uso de informação privilegiada – apresenta elemento subjetivo especial, tratando-se, portanto, de dolo específico: o insider deve não só ter consciência da ilicitude, como também desejar o resultado, a vantagem indevida”

Para além do mencionado problema, a coleta de provas capazes de alicerçar uma eventual condenação também se mostra dificultosa. Muitas vezes, existem apenas indícios, que são capazes de fundamentar decisões interlocutórias, porém incapazes de sustentar uma sentença condenatória, como explica LOPES JUNIOR²⁴:

“Os “indícios” são, portanto, concebidos como provas mais fracas, de menor con-fiabilidade e credibilidade, insuficientes para um juízo condenatório, mas suficientes para decretação de medidas incidentais ou decisões interlocutórias, como recebimento da acusação, pronúncia, decretação de medidas cautelares pessoais, de medidas assecuratórias etc. Ao se admitir tais decisões com base em “indícios”, se está consagrando um rebaixamento do standard probatório (de prova além da dúvida ra-zoável) lógico e coerente, pois não se pode ter o mesmo nível de exigência probatória para receber uma acusação do que aquele exigido para uma sentença condenatória.”

Para fundamentar uma condenação penal, há que se exigir um amplo arcabouço probatório, que convença o Magistrado integralmente, por meio de diversos meios probatórios, quais sejam, documentais, testemunhais, periciais, dentre outros.

A Acusação, portanto, em seu dever de influenciar o julgador a condenar, deve munir-se não de sofismas ou meros indícios, mas sim de extensa fundamentação probatória.

No tocante às provas, esclarece MARCÃO²⁵:

“Em sentido estrito, prova é a informação ou o conjunto de informações determinadas, trazidas aos autos em que materializada a persecução penal, por iniciativa do Delegado de Polícia, das partes no processo, pelo juiz ou por terceiros.
Trata-se de uma reconstrução histórica subjetivo-objetiva que tem por escopo demonstrar as razões e a dinâmica do fato passado. (...)
Sem esquecer que, num primeiro momento, a prova produzida na fase de investigação tem por objetivo apurar os fatos e formar a convicção do titular da ação penal (*dominus litis*), destinatário da prova judicial ou judicializada é sempre o juiz, a quem a Constituição Federal incumbe a competência de dizer o direito aplicável na solução de uma controvérsia, atividade levada a efeito, no processo penal, após a colheita e

²³ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais: Regime Jurídico. Rio de Janeiro: Renovar. 2008. P. 534.

²⁴ LOPES JUNIOR, Aury. Direito Processual Penal. São Paulo: Saraiva Educação. 2021. P. 159.

²⁵ MARCÃO, Renato. Curso de Processo Penal. 7 ed. São Paulo: Saraiva Educação. 2021. P. 199.

avaliação das provas disponíveis acerca da imputação contida nos autos. *A finalidade da prova* é demonstrar que algo ocorreu, ou não, de uma ou outra maneira, e assim influenciar na convicção do magistrado a respeito da existência ou inexistência de um fato ou alegação pertinente e relevante para o julgamento da causa, (...).”

Deixando de lado o aspecto puramente jurídico, é importante trazer à baila também as constantes inovações tecnológicas que vêm surgindo no âmbito do mercado de capitais, que vêm tornando a fiscalização das negociações de valores mobiliários cada vez mais complexas e dificultosas.

Como exemplo de tais dificuldades, deve-se mencionar que a movimentação de ativos financeiros vem se tornando paulatinamente menos centralizada em grandes instituições, principalmente com o surgimento dos criptoativos, que permitem a movimentação anônima de vultosas somas de dinheiro, sendo utilizadas para práticas ilegais como a lavagem de dinheiro²⁶.

Em resposta a tais dificuldades, o legislador brasileiro tomou apenas medidas extremamente tímidas, como a aprovação da Lei nº 13.506/17, que expandiu o escopo do artigo 27-D. Por mais que isso signifique certo progresso, o avanço da complexidade das práticas criminosas é infinitamente mais rápido, ao mesmo tempo em que os legisladores, talvez até mesmo voluntariamente, mantêm-se inerte.

Neste ponto, calha mencionar o Projeto de Lei 4401 de 2021²⁷, que visa fortalecer a movimentação de criptoativos no Brasil coibindo práticas ilegais, como a lavagem de dinheiro. Entretanto, até o momento da publicação deste trabalho, tal projeto está tramitando no Senado Federal e não foi promulgado.

Outra inovação que merece destaque é a Resolução 44 de 2021 da Comissão de Valores Mobiliários, que visou aumentar o potencial punitivo do delito de *insider trading*, conforme explica magistralmente SALVADOR NETTO²⁸:

“A CVM, nitidamente para facilitar o incremento repressivo de suas normas, resolveu estabelecer uma série de presunções relativas (art. 13, § 2º, I) de cometimento dessa infração. Por meio dessas presunções é articulado um modelo, que permite a imputação de responsabilidades incompatível com as balizas do sistema criminal.”

Contudo, além de tal Resolução ser válida apenas para a seara administrativa, ela

²⁶ Disponível em: <https://tecnoblog.net/especiais/lavagem-de-dinheiro-em-bitcoin-e-a-arma-dos-hackers-contras-autoridades/> - Acesso em 15 de maio de 2022 às 18:07.

²⁷ Disponível em: <https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=1555470> - Acesso em 15 de maio de 2022 às 18:15.

²⁸ SALVADOR NETTO, Alamiro Velludo; *et al.* O crime de insider trading e a nova resolução CVM 44/2021. Disponível em: <https://www.ibccrim.org.br/publicacoes/edicoes/772> - Acesso em 17 de maio de 2022 às 10:17.

possui diversas impropriedades, que podem vir a torná-la ineficaz, conforme explica SALVADOR NETTO²⁹:

“Ao mesmo tempo, esse potencial de acessoriedade que a Resolução permite deve ser vista com cuidados e reservas. Exatamente por se tratar de um diploma cujas genética e finalidade estão inseridas no âmbito administrativo e disciplinar, muitas de suas disposições apresentam incompatibilidades com os princípios e garantias do sistema criminal. O melhor exemplo disso é o modelo de presunções estabelecido. Se por um lado, a finalidade das presunções é a maior imposição e efetividade de deveres aos sujeitos no mercado de capitais, por outro lado, essas formulações não podem atravessar a fronteira em direção ao Direito Penal, cujo respeito à legalidade impõe a comprovação, por meio de prova lícita, de todos os elementos que compõem o tipo incriminador.”

Assim, em que pesem algumas tentativas, como as supracitadas, o delito de *insider trading* segue esquecido pelo Congresso brasileiro, que deveria ser o órgão responsável por sua tutela penal, e não a CVM. Tal inércia é refletida na ineficiência do artigo 27-D.

Não obstante os fatores mencionados, a ineficácia do tipo penal do artigo 27-D, bem como de outros crimes econômicos, não é explicada apenas por fatores puramente jurídicos. Trata-se, na realidade, do reflexo de algo infinitamente maior, que consiste na enorme desigualdade existente no Brasil, a qual não se restringe à área socioeconômica, impactando também o mundo jurídico, principalmente no que se refere ao Direito Penal.

Nesse diapasão, faz-se necessário contrastar a impunidade dos criminosos que praticam *insider trading* com a notória política criminal punitivista vigente no Brasil, que em fevereiro de 2020 possuía cerca de 773 (setecentos e setenta e três) mil encarcerados³⁰.

Inclusive, o Supremo Tribunal Federal, em análise da Arguição de Descumprimento de Preceito Fundamental nº 347, asseverou que o Brasil vive uma “violação massiva de direitos fundamentais” em seu sistema carcerário, conforme se depreende da seguinte ementa³¹:

“CUSTODIADO – INTEGRIDADE FÍSICA E MORAL – SISTEMA PENITENCIÁRIO – ARGUIÇÃO DE DESCUMPRIMENTO DE PRECEITO FUNDAMENTAL – ADEQUAÇÃO. Cabível é a arguição de descumprimento de

²⁹ SALVADOR NETTO, Alamiro Velludo; *et al.* O crime de insider trading e a nova resolução CVM 44/2021. Disponível em: <https://www.ibccrim.org.br/publicacoes/edicoes/772> - Acesso em 17 de maio de 2022 às 10:19.

³⁰ Disponível em: <https://agenciabrasil.ebc.com.br/geral/noticia/2020-02/brasil-tem-mais-de-773-mil-encarcerados-maioria-no-regime-fechado> - Acesso em 09 de maio de 2022 às 17:09.

³¹ Disponível em: <https://redir.stf.jus.br/paginadorpub/paginador.jsp?docTP=TP&docID=10300665> - Acesso em 09 de maio de 2022 às 17:32.

preceito fundamental considerada a situação degradante das penitenciárias no Brasil. SISTEMA PENITENCIÁRIO NACIONAL – SUPERLOTAÇÃO CARCERÁRIA – CONDIÇÕES DESUMANAS DE CUSTÓDIA – VIOLAÇÃO MASSIVA DE DIREITOS FUNDAMENTAIS – FALHAS ESTRUTURAIS – ESTADO DE COISAS INCONSTITUCIONAL – CONFIGURAÇÃO. Presente quadro de violação massiva e persistente de direitos fundamentais, decorrente de falhas estruturais e falência de políticas públicas e cuja modificação depende de medidas abrangentes de natureza normativa, administrativa e orçamentária, deve o sistema penitenciário nacional ser caracterizado como “estado de coisas inconstitucional.”

Quanto ao perfil social de tais presos, SILVA³² sustenta que são majoritariamente minorias, as quais são duramente oprimidas, *in verbis*:

“A justiça mostra às minorias sua face mais austera, relativizando princípios como o da insignificância penal e até mesmo garantias constitucionais (...). O sistema econômico, quando utiliza a pena como método de controle dos grupos marginalizados, não apenas ocasiona que estes sejam os mais representados entre a população encarcerada, mas, também, dificulta a possibilidade de ressocialização. Ele, então, ao mesmo tempo que compele o vulnerável ao crime, pune-o de forma severa e impede que este tente se reinserir na sociedade, forçando-o, ao etiquetá-lo como criminoso, a permanecer neste meio.”

Não é mera coincidência tamanha discrepância entre o punitivismo brasileiro contra os mais humildes, e a ausência de punição aos que praticam *insider trading*, dentre outros crimes de colarinho branco.

Sobre as dificuldades de punir os criminosos de colarinho branco, escreve COLEMAN³³:

“Além da crônica escassez de recursos e de todas as dificuldades para apresentar provas nas causas contra poderosos réus do colarinho branco, o processo de aplicação das leis sofre também com o problema da corrupção. Uma série de recompensas políticas e econômicas está à espera dos funcionários dispostos a negligenciar suas responsabilidades. Ao mesmo tempo, aqueles que são muito zelosos na aplicação da lei correm o risco de serem dispensados por seus superiores. Para complicar ainda mais a questão, laços de amizade e simpatia e background semelhante costumam fazer com que os agentes responsáveis parem para pensar antes de exigir que todo o peso da lei seja usado contra réus do colarinho branco.”

Restou evidenciado, portanto, que o problema da ineficácia do artigo 27-D, bem como de outros crimes de colarinho branco, é infinitamente mais amplo do que uma dimensão

³² SILVA, Maria Beatriz Batista Feitoza. CRIMINALIZAÇÃO DA POBREZA – CAUSAS E CONSEQUÊNCIAS DO ENCARCERAMENTO EM MASSA DA POPULAÇÃO MAIS POBRE. P. 29-32. Disponível em: <http://intertemas.toledoprudente.edu.br/index.php/Direito/article/view/8266> - Acesso em 09 de maio de 2022 às 17:18.

³³ COLEMAN, James William. A Elite do Crime: Para Entender o Crime de Colarinho Branco. 5 ed. Tradução de Denise R. Sales. Barueri: Manole. 2005. P. 292.

meramente jurídica. Influem em sua ineficácia diversos outros fatores políticos e econômicos, que, somados, dificultam a aplicação da lei contra tais criminosos, ao mesmo tempo em que minorias são duramente oprimidas pela força estatal, a ponto de o principal tribunal da nação declarar um “estado de coisas inconstitucional” no bojo da ADPF nº 347.

CAPÍTULO 3

ASPECTOS PRÁTICOS DO INSIDER TRADING NO BRASIL

3.1 – Análise do caso Sadia e Perdigão no Superior Tribunal de Justiça

Realizada a explanação necessária sobre os aspectos controversos do tipo penal de *insider trading*, passar-se-á agora à análise do único caso de condenação penal transitada em julgado pelo delito do artigo 27-D no Brasil. A análise terá como foco o Recurso Especial que foi interposto ao Superior Tribunal de Justiça.

No ano de 2006, a empresa Sadia S.A. realizou uma oferta pública de aquisição pelas ações da empresa Perdigão S.A.³⁴, mas inicialmente a oferta foi recusada pela Perdigão³⁵, ainda em 2006.

Ocorre, contudo, que passados 03 (três) anos, em 2009, a oferta foi eventualmente aceita pela Perdigão, tendo então ocorrido a fusão das duas empresas³⁶, gerando uma gigante do setor de alimentos.

Nesse ínterim, dois executivos da Sadia, o então Diretor de Finanças e Relações com Investidores, Sr. Luiz Gonzaga Murat Júnior e o então Membro do Conselho de Administração, Sr. Romano Ancelmo Fontana³⁷, munidos de informação privilegiada, que no caso consistia no conhecimento de que a Sadia iria adquirir a Perdigão, resolveram emitir ordens de compra de ações da Perdigão negociadas na Bolsa de Valores de Nova Iorque (American Depositary Receipts – ADRs)³⁸.

Cerca de um mês após a última compra de ações, a compra da Perdigão foi fechada por uma quantia de R\$ 27,88 por ação, valor 21,22% superior à cotação pela qual a ação vinha sendo negociada³⁹.

³⁴ Disponível em: <https://g1.globo.com/jornaldaglobo/0.,MUL889531-16021,00-SADIA+LANCA+OFERTA+PELA+PERDIGAO.html> - Acesso em 11 de maio de 2022 às 18:41.

³⁵ Disponível em: <https://www.gazetadopovo.com.br/economia/perdigao-recusa-formalmente-oferta-de-compra-feita-pela-sadia-a4ljhrtqb4uqq7fds7gbr68e/> - Acesso em 11 de maio de 2022 às 18:44.

³⁶ Disponível em: [https://m.folha.uol.com.br/mercado/2009/05/568000-perdigao-e-sadia-assinam-acordo-de-fusao.shtml#:~:text=Os%20presidentes%2Dexecutivos%20e%20representantes,desta%20ter%C3%A7a%2Dfeira%20\(%C3%ADntegra%20dispon%C3%ADvel](https://m.folha.uol.com.br/mercado/2009/05/568000-perdigao-e-sadia-assinam-acordo-de-fusao.shtml#:~:text=Os%20presidentes%2Dexecutivos%20e%20representantes,desta%20ter%C3%A7a%2Dfeira%20(%C3%ADntegra%20dispon%C3%ADvel) - Acesso em 11 de maio de 2022 às 18:48.

³⁷ Disponível em: <https://www.conjur.com.br/2016-fev-22/stj-profere-primeira-condenacao-insider-trading-brasil> - Acesso em 11 de maio de 2022 às 19:07.

³⁸ Disponível em: <https://www.conjur.com.br/2016-fev-22/stj-profere-primeira-condenacao-insider-trading-brasil> - Acesso em 11 de maio de 2022 às 19:09.

³⁹ Disponível em: <https://www.conjur.com.br/2016-fev-22/stj-profere-primeira-condenacao-insider-trading-brasil> -

Por óbvio, os dois executivos possuíam o dever de manter a confidencialidade sobre as informações relevantes que recebiam em decorrência de suas posições na empresa. Ao utilizarem-se delas para auferir lucro, praticaram o delito tipificado no artigo 27-D da Lei nº 6.385/1976, pois preencheram todos os requisitos do tipo penal do artigo 27-D, visto que os réus possuíam posição administrativa em empresa publicamente negociada, bem como utilizaram-se de informação privilegiada, que não estava disponível a terceiros, e auferiram dolosamente lucro em decorrência dela.

Assim, a Comissão de Valores Mobiliários, por meio dos Processos Sancionadores PAS nº SP2007/0118⁴⁰ e PAS nº SP2007/0117⁴¹, determinou que fossem os executivos suspensos de suas funções por 05 (cinco) anos, bem como que fosse expedido ofício ao Ministério Público Federal, para que deliberasse se iria tomar medidas judiciais contra os executivos.

O *parquet* entendeu por bem apresentar denúncia em face dos investigados, pela prática do crime do artigo 27-D, ensejando processo judicial, o qual resultou em sentença condenatória prolatada pelo Juízo da 6ª Vara Federal da Subseção Judiciária de São Paulo⁴².

Nela, o Sr. Luiz Gonzaga Murat Filho foi sentenciado como incurso nas penas do artigo 27-D da Lei nº 6.385/1976, por duas vezes, c/c art. 71 do Código Penal, a 01 (um) ano e 09 (nove) meses de reclusão, em regime inicial aberto, bem como ao pagamento de multa no valor de R\$ 349.711,53 (trezentos e quarenta e nove mil, setecentos e onze reais e cinquenta e três centavos), com a conseqüente substituição da pena privativa de liberdade por duas reprimendas restritivas de direitos, consistentes em prestação de serviços à comunidade ou a entidades públicas e a proibição do exercício de cargo de administrador ou conselheiro fiscal de companhia aberta pelo prazo de cumprimento da pena⁴³.

Quanto ao Sr. Romano Ancelmo Fontana Filho, este foi sentenciado como incurso nas penas do artigo 27-D da Lei nº 6.385/1976, por quatro vezes, c/c art. 71 do Código Penal, a 01 (um) ano, 05 (cinco) meses e 15 (quinze) dias de reclusão, em regime inicial aberto, bem como ao pagamento de multa no valor de R\$ 374.940,52 (trezentos e setenta e quatro mil,

Acesso em 11 de maio de 2022 às 19:14.

⁴⁰ Disponível em:

http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2008/20080226_PAS_SP20070118.pdf

- Acesso em 11 de maio de 2022 às 19:29.

⁴¹ Disponível em:

https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2008/20080226_PAS_SP20070117.pdf - Acesso em 11 de maio de 2022 às 19:30.

⁴² Processo 2009.61.81.005123-4/SP

⁴³ Processo 2009.61.81.005123-4/SP

novecentos e quarenta reais e cinquenta e dois centavos), com a substituição da pena privativa de liberdade por duas reprimendas restritivas de direitos, consistentes em prestação de serviços à comunidade ou a entidades públicas e a proibição do exercício do cargo de administrador ou conselheiro fiscal de companhia aberta pelo prazo de cumprimento da pena⁴⁴.

Após a interposição de Apelação Criminal⁴⁵, os Ilmos. Desembargadores Federais da 1ª Seção da 5ª Turma do Egrégio Tribunal Regional Federal da 3ª Região deram provimento ao pedido ministerial, e majoraram as penas impostas aos réus, aumentando a pena do Sr. Luiz Gonzaga Murat Filho para 02 (dois) anos, 06 (seis) meses e 10 (dez) dias de reclusão, em regime aberto, e a do Sr. Romano Ancelmo Fontana Filho para 02 (dois) anos e 01 (um) mês de reclusão, em regime aberto⁴⁶.

Os Ilmos. Desembargadores determinaram ainda que o valor da multa que seria paga pelos acusados fosse destinado ao Fundo Penitenciário Nacional (FUNPEN). Derradeiramente, ordenaram que cada um dos condenados indenizasse os prejuízos sofridos à título de dano moral coletivo, no valor mínimo de R\$ 254.335,66 (duzentos e cinquenta e quatro mil, trezentos e trinta e cinco reais, e sessenta e seis centavos) para o Sr. Luiz Gonzaga Murat Filho, e, de R\$ 305.036,36 (trezentos e cinco mil, trinta e seis reais, e trinta e seis centavos) para o Sr. Romano Ancelmo Fontana Filho⁴⁷.

Foi publicada, ao fim do mencionado procedimento, a seguinte ementa:

“PENAL E PROCESSUAL PENAL - CRIME CONTRA O MERCADO DE CAPITAIS - USO INDEVIDO DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA - *INSIDER TRADING* - ART. 27-D DA LEI Nº 6.385/76 - JUSTIÇA FEDERAL - COMPETÊNCIA - AUTORIA, MATERIALIDADE E DOLO - COMPROVAÇÃO - OFENSA AO BEM JURÍDICO TUTELADO NO BRASIL - REPRIMENDAS QUE DEVEM SER MAJORADAS - PENA DE MULTA - FUNDO PENITENCIÁRIO NACIONAL - ARTIGO 72 DO CP - INAPLICABILIDADE - FIXAÇÃO DO DANO MORAL COLETIVO (ART. 387, VI, CPP) - APLICAÇÃO - APELAÇÃO MINISTERIAL PARCIALMENTE PROVIDA - APELAÇÃO DEFENSIVA DESPROVIDA.

1. - A Justiça Federal é competente para processar e julgar o delito de uso indevido de informação privilegiada tendo em vista que artigo 109, VI, da CF, deve ser interpretado sistematicamente com os demais dispositivos constitucionais, bem como extensivamente, em razão do interesse jurídico da União. Por conseguinte, muito embora o termo "mercado de capitais" não estivesse previsto nos dispositivos constitucionais (arts. 21, VIII, e 192), o interesse direto da União reside na higidez do Sistema Financeiro Nacional, mormente no cunho fiscalizatório da União a fim de assegurar a confiança e segurança jurídica no correto funcionamento do mercado de

⁴⁴ Processo 2009.61.81.005123-4/SP

⁴⁵ Apelação Criminal nº 005123-26.2009.4.03.6181/SP.

⁴⁶ Apelação Criminal nº 005123-26.2009.4.03.6181/SP.

⁴⁷ Apelação Criminal nº 005123-26.2009.4.03.6181/SP.

valores mobiliários.

2.- Autoria delitiva comprovada ante o conjunto probatório carreado, apto à demonstração de infringência ao dever de lealdade consubstanciada na utilização de informações privilegiadas ainda não divulgadas ao mercado acionário nas operações referentes à oferta pública de ações, em razão dos cargos ocupados pelos acusados. Materialidade indubitosa ante a prova documental coligida.

3.- Não há falar em ausência de dolo, pois os acusados eram ocupantes de funções de alta relevância na empresa, e por óbvio tinham ciência do dever de lealdade e de sigilo das informações em razão dos cargos que ocupavam, bem como não poderiam utilizar de informações privilegiadas para negociar valores mobiliários no mercado de capitais, valendo-se de intermediários estrangeiros com o intuito de ocultar das autoridades brasileiras as operações negociadas no exterior.

4.- O bem jurídico tutelado no delito em apreço consiste na confiança depositada pelos investidores no mercado a fim de assegurar o correto funcionamento do mercado de capitais. Ademais, a credibilidade das operações do mercado de valores mobiliários se consubstancia na transparência das informações e na divulgação ampla de fato ou ato relevante a fim de garantir a igualdade de condições a todos investidores de operar no mercado de capitais.

5.- Reprimendas que devem ser majoradas, diante da exasperação da pena-base.

6.- Nos termos do artigo 49 do CP, a multa deverá ser revertida ao fundo penitenciário, *in casu*, ao Fundo Penitenciário Nacional (FUNPEN), consoante artigo 2º, V, da Lei Complementar federal 79/94, uma vez que não há previsão expressa na Lei nº 6.385/76 especificando o destino da mencionada pena pecuniária.

7.- Alinho-me ao entendimento explanado por Paulo José da Costa Júnior (Comentários ao Código Penal, pág. 248), no sentido da inaplicabilidade da apontada norma legal (art. 72 do CP) ao crime continuado, pois nessa hipótese "não há concurso de crimes mas crime único e, desta forma, em paralelismo com a pena privativa de liberdade, a unificação deve atingir também a pena de multa".

8. - O artigo 387, IV, do CPP deve ser aplicado, *in casu*, sem haver cogitar-se em ferimento a quaisquer preceitos constitucionais ou legais, porquanto trata-se de norma de direito processual (e não material), aplicável, pois, de imediato, nos termos do previsto no artigo 2º do Código de Processo Penal. O dispositivo legal em comento possui caráter reparatório, pois visa a compensar os danos causados pelos acusados. Não se trata de nenhuma novidade, pois o artigo 91 do CP já disciplinava a reparação civil. Na verdade, o art. 387, IV, do CPP, com redação modificada pela Lei nº 11.719/08, surgiu tão-somente para assegurar maior eficácia ao que determinava o artigo 91 do CP.

9. - O dano moral coletivo está expressamente previsto tanto no Código de Defesa do Consumidor (L. 8.078/90, art. 6º, VI e VII) quanto na Lei de Ação Civil Pública (L. 7.347/85, art. 1º, IV). Ainda, compete ressaltar, a existência da Lei nº 7.913, de 07.12.1989 que instituiu a ação civil pública de responsabilidade por danos causados aos investidores no mercado de valores mobiliários.

10. - Muito embora o interesse tutelado no caso vertente não se refira aos interesses dos consumidores, nada impede a utilização das disposições contidas no Código de Defesa do Consumidor, tendo em vista que quaisquer espécies de interesses coletivos serão abrangidas pela sobredita legislação.

11. - A par disso, tanto o Código de Defesa do Consumidor quanto a Lei de Ação Civil Pública constituem um microsistema jurídico que tutela interesses coletivos ou difusos. Dessa forma, torna-se plenamente cabível a reparação de danos morais coletivos na ação cível pública prevista na Lei nº 7.913/89.

12. - Segundo o autor Leonardo Roscoe Bessa (Dano moral coletivo, *in* Revista de Direito do Consumidor nº 59/2006), a disciplina do dano moral coletivo não está restrita apenas ao modelo teórico da responsabilidade civil privada de órbita individual. No entanto, prossegue o autor que "em face da exagerada simplicidade com que o tema foi tratado legalmente, a par da ausência de modelo teórico próprio e sedimentado para atender aos conflitos transindividuais, faz-se necessário construir soluções que vão se utilizar, a um só tempo, de algumas noções extraídas da responsabilidade civil, bem como de perspectiva própria do direito penal".

13. - Assim, no caso vertente, em que estão em discussão danos aos interesses do

conjunto de investidores do mercado de valores mobiliários, a tutela efetiva do referido direito coletivo se sobressai no aspecto preventivo da lesão, em homenagem aos princípios da prevenção e precaução. Desse modo, o dano moral coletivo se aproxima do direito penal, sobretudo pelo seu aspecto preventivo, ou seja, de prevenir nova lesão a direitos transindividuais.

14. - O dano moral coletivo reveste-se também de caráter punitivo pela qual sempre esteve presente também nas relações privadas individuais, v.g., *astreintes* e cláusula penal compensatória. Assim, o caráter dúplice do dano moral individual consiste na indenização e na punição que também se aplicam ao dano moral coletivo.

15. - Enfim, o dano moral coletivo constitui-se de uma função punitiva em decorrência de violação de direitos metaindividuais, sendo devidos, portanto, no caso em tela, prescindindo-se de uma afetação do estado anímico (dor psíquica) individual ou coletiva que possa ocorrer.

16. - *In casu*, além do *insider* ter praticado a conduta delitiva prevista no art. 27-D da Lei nº 6.385/76, ele violou, da mesma forma, as disposições contidas nos artigos 153 e 155 da Lei nº 6.404/76, bem como no art. 1º, I e II, da Lei nº 7.913/89.

17. - Com relação ao *quantum* a ser fixado a título de "valor mínimo para reparação dos danos causados pela infração", um dos parâmetros a ser utilizado, será o montante que desestimule o infrator para a prática de conduta delitiva. Ademais, utilizarei os parâmetros previstos na Lei nº 6.385/76, que disciplina o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários, tendo em vista que a referida lei estabeleceu a previsão de multas administrativas no artigo 11, bem como especificou a tutela do bem jurídico protegido pela norma penal.

18. - Há de se ressaltar que o *quantum* fixado para cada um dos réus foi a título de valor mínimo para reparação dos danos causados pelo delito, sendo que nada impede o ajuizamento de eventual ação de natureza coletiva no juízo cível.

19. - A despeito das previsões contidas nos artigos 13 da Lei nº 7.347/85 e art. 2º, § 2º, da Lei nº 7.913/89, os valores serão destinados à Comissão de Valores Mobiliários (CVM) que, conforme especificado na sentença, deverão ser utilizados na promoção de eventos educativos, bem como na edição de material informativo acerca da conscientização dos investidores sobre os malefícios da prática do delito de *insider trading*.

20. - Preliminar rejeitada. Improvimento do recurso defensivo. Parcial provimento da apelação ministerial.”

Inconformados, os réus decidiram interpor Recurso Especial⁴⁸ perante o Ilustre Superior Tribunal de Justiça, o qual foi distribuído à 5ª Turma⁴⁹. Em seu voto⁵⁰, o Ministro Relator Gurgel de Faria primeiramente declara extinta a punibilidade estatal em relação ao delito supostamente praticado pelo Sr. Romano Ancelmo Fontana Filho, por decorrência da prescrição da pretensão punitiva, com supedâneo no artigo 110, §1º, do Código Penal.

Em suas palavras, afirma o Ministro⁵¹:

⁴⁸ Recurso Especial nº 1569171/SP.

⁴⁹ Disponível em:

<https://processo.stj.jus.br/processo/pesquisa/?tipoPesquisa=tipoPesquisaNumeroRegistro&termo=201401067916&totalRegistrosPorPagina=40&aplicacao=processos.ea> - Acesso em 14 de maio de 2022 às 11:07.

⁵⁰ Disponível em:

<https://www.stj.jus.br/websecstj/cgi/revista/REJ.cgi/ATC?seq=55981169&tipo=51&nreg=201401067916&SeqCgrmaSessao=&CodOrgaoJgdr=&dt=20160225&formato=PDF&salvar=false> - Acesso em 14 de maio de 2022 às 11:13.

⁵¹ Disponível em:

<https://www.stj.jus.br/websecstj/cgi/revista/REJ.cgi/ATC?seq=55981169&tipo=51&nreg=201401067916&SeqCgrmaSessao=&CodOrgaoJgdr=&dt=20160225&formato=PDF&salvar=false> - Acesso em 14 de maio de 2022 às

“Assim, forçoso reconhecer a ocorrência da prescrição quanto ao recorrente Romano Ancelmo Fontana Filho (condenado à pena de 1 ano e 8 meses – excluído o aumento da continuidade delitiva), visto que já transcorreram mais de 4 (quatro) anos da data da publicação da sentença condenatória, que se deu em 16/02/2011 (fl. 1.213), operando-se, assim, a prescrição da pretensão punitiva, nos termos do art. 109, V, c/c o art. 110, § 1º, ambos do Código Penal.”

Por conseguinte, a parte restante do voto passou a tratar apenas do Sr. Luiz Gonzaga Murat Filho. Nesse sentido, o Ilmo. Ministro primeiro rebateu a tese alegada pela Defesa, de que a conduta do acusado não estaria encaixada no tipo penal descrito pelo artigo 27-D⁵².

O Ilmo. Ministro afirmou que, ao contrário do asseverado pela Defesa, as reuniões participadas pelo Sr. Luiz Gonzaga Murat Filho lhe renderam informações relevantes, sobre as quais ele possuía o dever de guardar segredo, em decorrência do cargo administrativo que ocupava. Sendo assim, aduziu-se que o réu praticou negociações com base em informações privilegiadas, incorrendo portanto na conduta incriminada pelo artigo 27-D⁵³.

Nessa senda, oportuna a colação das palavras do Eminentíssimo Ministro Relator⁵⁴:

“Ora, não me parece crível que a reunião ocorrida no dia 07/04/2006, na qual estiveram presentes pessoas de alto escalão de duas empresas – BANCO ABN AMRO S.A. e SADIA S.A. – possa ser qualificada, conforme pretende o recorrente, como simples "encontro informal", principalmente se as testemunhas que participaram da reunião deixaram claro que o tema em pauta já indicava a possibilidade de realização da oferta hostil (compra feita diretamente aos acionistas, sem que o grupo controlador da sociedade alvo da oferta tenha manifestado interesse ou concordância em alienar o referido controle), ocasião em que tomaram conhecimento do projeto.”

Subsequentemente, conclui o Ilmo. Ministro, fazendo ainda menção à importância da criminalização do delito de *insider trading*⁵⁵:

11:22.

⁵² Disponível em:

<https://www.stj.jus.br/websecstj/cgi/revista/REJ.cgi/ATC?seq=55981169&tipo=51&nreg=201401067916&SeqCgrmaSessao=&CodOrgaoJgdr=&dt=20160225&formato=PDF&salvar=false> - Acesso em 14 de maio de 2022 às

11:31.

⁵³ Disponível em:

<https://www.stj.jus.br/websecstj/cgi/revista/REJ.cgi/ATC?seq=55981169&tipo=51&nreg=201401067916&SeqCgrmaSessao=&CodOrgaoJgdr=&dt=20160225&formato=PDF&salvar=false> - Acesso em 14 de maio de 2022 às

11:35.

⁵⁴ Disponível em:

<https://www.stj.jus.br/websecstj/cgi/revista/REJ.cgi/ATC?seq=55981169&tipo=51&nreg=201401067916&SeqCgrmaSessao=&CodOrgaoJgdr=&dt=20160225&formato=PDF&salvar=false> - Acesso em 14 de maio de 2022 às

11:37.

⁵⁵ Disponível em:

<https://www.stj.jus.br/websecstj/cgi/revista/REJ.cgi/ATC?seq=55981169&tipo=51&nreg=201401067916&SeqCgrmaSessao=&CodOrgaoJgdr=&dt=20160225&formato=PDF&salvar=false> - Acesso em 14 de maio de 2022 às

11:42.

“Assim, forçoso reconhecer que a conduta do recorrente se subsume à norma prevista no art. 27-D da Lei n. 6.385/1976, que foi editada justamente para assegurar a todos os investidores o direito à equidade da informação, condição inerente à garantia de confiabilidade do mercado de capitais, sem a qual ele perde a sua essência, notadamente a de atrair recursos para as grandes companhias.”

Por meio das cristalinas explicações colacionadas acima, restou evidenciado que a conduta praticada pelo Sr. Luiz Gonzaga Murat Filho está corretamente prevista na hipótese do artigo 27-D, constituindo exemplo paradigmático do delito de *insider trading*.

Posteriormente, o Ministro Relator passou a tratar da dosimetria da pena aplicada ao acusado, que alegou a proibição da *reformatio in pejus* no Direito Penal brasileiro, o que teria sido descumprido pelo douto juízo de 2º grau⁵⁶, ao majorar sua pena em relação ao édito condenatório de 1º instância⁵⁷.

O Ilmo. Ministro também afasta tal argumento⁵⁸, pois a proibição da *reformatio in pejus* ocorre apenas em casos nos quais a Defesa é a única recorrente. Em situações nas quais o *parquet* também recorre da sentença aplicada, o aumento de pena é amplamente possível, caso contrário não haveria sentido algum ao Ministério Público recorrer de sentença condenatória.

Nessa senda, assevera o Ministro Gurgel de Faria⁵⁹:

“Ora, não prospera a aventada contrariedade ao art. 617 do Código de Processo Penal. Com efeito, o dispositivo tido por violado trata da proibição de alterar ou agregar novos fundamentos para justificar o agravamento da pena quando somente a defesa houver recorrido, não estabelecendo, pois, nenhuma ressalva nas hipóteses em que o Ministério Público também recorre com o objetivo de aumentar a reprimenda, no caso, sob o argumento de que a sanção final não se revelou suficiente à reprovação e à prevenção do crime.

Assim, tendo o *Parquet* se insurgido contra o critério de cálculo utilizado pelo Juiz sentenciante, na primeira fase da dosimetria, não há nenhum obstáculo ao agravamento da sanção imposta. A uma, porque os motivos adotados pelo magistrado a quo não vincula o Juízo ad quem, a duas, o papel de liderança do recorrente em todo o processo de tentativa de aquisição da Perdigão e o seu dever de lealdade, em razão do cargo que ocupava, foram invocados na sentença, ao se referir à culpabilidade elevada do acusado.”

⁵⁶ Apelação Criminal nº 005123-26.2009.4.03.6181/SP.

⁵⁷ Processo 2009.61.81.005123-4/SP

⁵⁸ Disponível em:

<https://www.stj.jus.br/websecstj/cgi/revista/REJ.cgi/ATC?seq=55981169&tipo=51&nreg=201401067916&SeqCgrmaSessao=&CodOrgaoJgdr=&dt=20160225&formato=PDF&salvar=false> - Acesso em 14 de maio de 2022 às 11:45.

⁵⁹ Disponível em:

<https://www.stj.jus.br/websecstj/cgi/revista/REJ.cgi/ATC?seq=55981169&tipo=51&nreg=201401067916&SeqCgrmaSessao=&CodOrgaoJgdr=&dt=20160225&formato=PDF&salvar=false> - Acesso em 14 de maio de 2022 às 11:49.

Sanada tal questão, tratar-se-á de outro importante argumento trazido pela determinada Defesa, a suposta aplicação de multa em quantia superior ao preconizado pelos artigos 49 e seguintes do Código Penal.

Quanto a isso, o Ministro Relator afirmou⁶⁰ que as limitações dos mencionados artigos não se aplicam à hipótese de cometimento de *insider trading*, eis que o artigo 27-D da Lei nº 6.385/1976 possui sua pena de multa regulamentada pelo artigo 27-F da mesma lei.

Aqui, declara o Ministro Gurgel de Faria⁶¹:

“O art. 27-F da mesma Lei, por sua vez, dispõe que "as multas cominadas para os crimes previstos nos arts. 27-C e 27-D deverão ser aplicadas em razão do dano provocado ou da vantagem ilícita auferida pelo agente". Como se vê, o legislador atrelou o cálculo da pena de multa ao dano provocado ou à eventual vantagem obtida pelo agente, não adotando, por conseguinte, o sistema de cominação de multa prevista pelo Código Penal (art. 49 e seguintes do CP), sendo certo, contudo, que a sua cominação deve obedecer ao princípio da proporcionalidade.”

Nessa esteira, importante frisar que o artigo 27-F da Lei nº 6.385/1976 difere-se do artigo 49 do Código Penal justamente porque ordena que o *insider trader* pague multa proporcional aos lucros auferidos com a operação irregular, constituindo importante diferenciação feita pelo legislador.

Outrossim, a Defesa também arguiu que fosse afastada a obrigação imposta ao acusado de realizar pagamento por dano moral coletivo, eis que tal possibilidade surgiu apenas com alterações trazidas pela Lei nº 11.719 de 2008, posterior à conduta praticada, a qual ocorreu em 2006, devendo portanto ter vedada sua retroatividade *in pejus* à Defesa, com fulcro no artigo 5º, inciso XL, da Constituição Federal⁶².

Nesse ponto, o Ilmo. Ministro conferiu razão ao réu, afastando a aplicação dos danos morais coletivos, em decorrência dos argumentos acima expostos. Tendo afirmado o Relator⁶³:

⁶⁰ Disponível em:

<https://www.stj.jus.br/websecstj/cgi/revista/REJ.cgi/ATC?seq=55981169&tipo=51&nreg=201401067916&SeqCgrmaSessao=&CodOrgaoJgdr=&dt=20160225&formato=PDF&salvar=false> - Acesso em 14 de maio de 2022 às 12:02.

⁶¹ Disponível em:

<https://www.stj.jus.br/websecstj/cgi/revista/REJ.cgi/ATC?seq=55981169&tipo=51&nreg=201401067916&SeqCgrmaSessao=&CodOrgaoJgdr=&dt=20160225&formato=PDF&salvar=false> - Acesso em 14 de maio de 2022 às 12:09.

⁶² Disponível em:

<https://www.stj.jus.br/websecstj/cgi/revista/REJ.cgi/ATC?seq=55981169&tipo=51&nreg=201401067916&SeqCgrmaSessao=&CodOrgaoJgdr=&dt=20160225&formato=PDF&salvar=false> - Acesso em 14 de maio de 2022 às 12:15.

⁶³ Disponível em:

“A despeito de a redação do art. 387, IV, do Código de Processo Penal, conferida pela Lei n. 11.719/2008, estabelecer que o juiz, ao proferir sentença condenatória "fixará valor mínimo para reparação dos danos causados pela infração, considerando os prejuízos sofridos pelo ofendido", a referida norma, por possuir caráter processual e penal, não pode ser aplicada à espécie, em face do preceito constitucional previsto no art. 5º, XL, da CF/88, que veda a retroatividade da lei penal *in pejus*.”

Analisados todos os argumentos da Defesa, o Eminentíssimo Ministro Relator Gurgel de Faria proferiu seu voto, extinguindo a punibilidade do réu Sr. Romano Ancelmo Fontana Filho e dando parcial provimento ao Recurso Especial do acusado Sr. Luiz Gonzaga Murat Junior, afastando a incidência de danos morais coletivos.

O voto do Relator foi acompanhado pela 5ª Turma de forma unânime, decorrendo na publicação de acórdão⁶⁴ com a seguinte ementa:

“PENAL E PROCESSUAL. CRIME CONTRA O MERCADO DE CAPITAIS. ART. 27-D DA LEI N. 6.385/1976. USO INDEVIDO DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA – INSIDER TRADING . ALEGAÇÃO DE ATIPICIDADE DA CONDUTA. NÃO ACOLHIMENTO. DOSIMETRIA DA PENA. PENA-BASE. AUMENTO. CULPABILIDADE EXACERBADA. FUNDAMENTO IDÔNEO. PENA DE MULTA. APLICAÇÃO CORRETA. DANOS MORAIS. NÃO CABIMENTO. CRIME COMETIDO ANTES DA VIGÊNCIA DA LEI N. 11.719/2008. IRRETROATIVIDADE.

1. Não mais subsistem a utilidade e o interesse recursais em relação ao segundo recorrente, em face da superveniência da prescrição da pretensão punitiva, nos termos do art. 109, V, c/c o art. 110, § 1º, ambos do Código Penal.
2. Quanto ao recurso do primeiro recorrente, cinge-se a controvérsia à análise da qualificação jurídica dada aos fatos delineados pelas instâncias ordinárias, notadamente se a conduta praticada pelo agente se subsume ao tipo previsto no art. 27-D da Lei n. 6.385/1976, e ao exame da dosimetria da pena, não sendo o caso de incidência da Súmula 7 do STJ.
3. A responsabilidade penal pelo uso indevido de informação privilegiada, ou seja, o chamado Insider Trading – expressão originária do ordenamento jurídico norte-americano – ocorreu com o advento da Lei n. 10.303/2001, que acrescentou o artigo 27-D à Lei n. 6.385/76, não existindo, ainda, no Brasil, um posicionamento jurisprudencial pacífico acerca da conduta descrita no aludido dispositivo, tampouco consenso doutrinário a respeito do tema.
4. A teor do disposto nos arts. 3º e 6º da Instrução Normativa n. 358/2002 da Comissão de Valores Mobiliários e no art. 157, § 4º, da Lei n. 6.404/1976, quando o insider detiver informações relevantes sobre sua companhia deverá comunicá-las ao mercado de capitais tão logo seja possível, ou, no caso em que não puder fazê-lo, por entender que sua revelação colocará em risco interesses da empresa, deverá abster-se de negociar com os valores mobiliários referentes às informações privilegiadas, enquanto não forem divulgadas.
5. Com efeito, para a configuração do crime em questão, as "informações" apenas terão

<https://www.stj.jus.br/websecstj/cgi/revista/REJ.cgi/ATC?seq=55981169&tipo=51&nreg=201401067916&SeqCgrmaSessao=&CodOrgaoJgdr=&dt=20160225&formato=PDF&salvar=false> - Acesso em 14 de maio de 2022 às 12:17.

⁶⁴ Disponível em:

<https://www.stj.jus.br/websecstj/cgi/revista/REJ.cgi/ATC?seq=55461605&tipo=5&nreg=201401067916&SeqCgrmaSessao=&CodOrgaoJgdr=&dt=20160225&formato=PDF&salvar=false> - Acesso em 14 de maio de 2022 às 12:25.

relevância para esfera penal se a sua utilização ocorrer antes de serem divulgadas no mercado de capitais. A legislação penal brasileira, entretanto, não explicitou o que venha a ser informação economicamente relevante, fazendo com que o intérprete recorra a outras leis ou atos normativos para saber o alcance da norma incriminadora.

6. Em termos gerais, os arts. 155, § 1º, da Lei n. 6.404/1976 e 2º da Instrução n. 358/2002 da CVM definem o que vem a ser informação relevante, assim como a doutrina pátria, que leciona ser idônea qualquer informação capaz de "influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado", gerando "apetência pela compra ou venda de ativos", de modo a "influenciar a evolução da cotação" (CASTELLAR, João Carlos. *Insider Trading e os novos crimes corporativos*, Rio de Janeiro: Editora Lúmen Júris, 2008, p. 112/113).

7. No caso concreto, não há controvérsia quanto às datas em que as operações ocorreram e nem quanto ao fato de que o acusado participou das discussões e tratativas visando à elaboração da oferta pública de aquisição de ações da Perdigão S.A., obtendo, no ano de 2006, informações confidenciais de sua companhia – Sadia S.A. – as quais, no exercício de sua profissão, tinha o dever de manter em sigilo.

8. Ainda que a informação em comento se refira a operações, na época, em negociação, ou seja, não concluídas, os estudos de viabilidade de aquisição das ações da Perdigão já se encontravam em estágio avançado, conforme decisão proferida no procedimento administrativo realizado na CVM, destacada no acórdão recorrido.

9. Diante do quadro delineado na origem, constata-se que a conduta do recorrente se subsume à norma prevista no art. 27-D da Lei n. 6.385/76, que foi editada justamente para assegurar a todos os investidores o direito à equidade da informação, condição inerente à garantia de confiabilidade do mercado de capitais, sem a qual ele perde a sua essência, notadamente a de atrair recursos para as grandes companhias.

10. Quanto à dosimetria da pena, não prospera a aventada contrariedade ao art. 617 do Código de Processo Penal, que trata da proibição de alterar ou agregar novos fundamentos para justificar o agravamento da pena quando somente a defesa houver recorrido, não se aplicando nas hipóteses em que o Ministério Público também recorre com o objetivo de aumentar a reprimenda, sob o argumento de que a sanção final não se revelou suficiente à reprovação e à prevenção do crime.

11. O cargo exercido pelo recorrente na época dos fatos – Diretor de Finanças e Relações com Investidores da Sadia S.A. – constitui fundamento idôneo para justificar o aumento da pena-base, "diante da sua posição de destaque na empresa e de liderança no processo de tentativa de aquisição da Perdigão", conforme destacou o acórdão recorrido.

12. Pena de multa aplicada de forma fundamentada, em R\$ 349.711,53 (trezentos e quarenta e nove mil, setecentos e onze reais e cinquenta e três centavos), nos termos dos arts. 27-D e 27-F da Lei n. 6.385/1976 e do art. 71 do Código Penal, com o objetivo de desestimular a conduta ilícita e resguardar a confiança do mercado mobiliário.

13. Apesar de a redação do art. 387, IV, do Código de Processo Penal, conferida pela Lei n. 11.719/2008, estabelecer que o juiz, ao proferir sentença condenatória, "fixará valor mínimo para reparação dos danos causados pela infração, considerando os prejuízos sofridos pelo ofendido", a referida norma, por possuir caráter processual e penal, não pode ser aplicada à espécie, em face do preceito constitucional previsto no art. 5º, XL, da CF/88, que veda a retroatividade da lei penal *in pejus*.

14. *Recurso especial do segundo recorrente prejudicado, em razão do reconhecimento da prescrição da pretensão punitiva; recurso especial do primeiro recorrente parcialmente provido para afastar da condenação a imposição de valor mínimo para a reparação a título de danos morais coletivos.*"

Restou amplamente discorrido, portanto, o caso paradigmático de *insider trading* no Brasil. Tal processo demonstra que é amplamente possível a responsabilização penal daqueles que praticam o delito do artigo 27-D da Lei nº 11.719 de 2008, e que o Judiciário brasileiro está amplamente preparado para fazê-lo, como depreende-se do brilhante voto do

Eminente Ministro Gurgel de Faria, o qual foi trazido à baila neste capítulo.

3.2 – As novas tendências de governança na atualidade

O presente trabalho teve como enfoque uma perspectiva histórica do *insider trading*, mas é de suma importância analisar também suas perspectivas atuais e futuras, principalmente no tocante às medidas que vêm sendo tomadas pelas próprias empresas para coibir práticas fraudulentas.

Primeiramente, é importante tratar das mudanças ocorridas na forma como são vistas e definidas as empresas, principalmente as grandes corporações de capital aberto. No século XX principalmente, tais companhias eram vistas como entidades obscuras e pouco transparentes, conforme explicam VIEIRA e MENDES⁶⁵:

“Durante muito tempo os acionistas brasileiros, institucionais ou não, posicionaram-se fora da gestão da empresa, o que induzia a uma administração pouco transparente e que muitas vezes não objetivava a maximização dos resultados da empresa ao longo prazo. Imbuir os acionistas brasileiros do espírito de propriedade que sua ação representa é uma tarefa importante que pode ser fortalecida com boas práticas de governança.”

Essa visão, contudo, vem sendo paulatinamente alterada. Hodiernamente, o mercado de capitais vem se fortalecendo no Brasil, principalmente no que se refere à confiança dos investidores sobre as empresas, conforme explicam BARROS *et al.*⁶⁶:

“O tradicional preconceito em relação ao mercado de capitais no Brasil vem sendo substituído por uma visão mais moderna que valoriza sua importância como fonte de financiamento da economia e, conseqüentemente, vê no seu desenvolvimento condição *sine qua non* para a retomada do crescimento sustentado.”

Um dos principais fatores para a melhora na reputação do mercado de capitais no Brasil foi o desenvolvimento de práticas de governança corporativa nas empresas. Tais práticas visam proteger os interesses dos acionistas minoritários e coibir abusos que possam vir a ser praticados pelos controladores, como a prática do *insider trading*.

Não sendo outra a definição dada pela CVM⁶⁷:

⁶⁵ VIEIRA, Solange Paiva; MENDES, André Gustavo Salcedo Teixeira. Governança Corporativa: Uma Análise de sua Evolução e Impactos no Mercado de Capitais Brasileiro. Rio de Janeiro: Revista do BNDES, v. 11, n. 22. 2004. P. 104.

⁶⁶ BARROS, José Roberto Mendonça; *et al.* Desafios e oportunidades para o mercado de capitais brasileiro. Estudo para o desenvolvimento do mercado de capitais. São Paulo: BOVEPA. 2000. P. 07.

⁶⁷ Disponível em: <http://www.gecompany.com.br/gecompany/wp-content/uploads/2019/02/cartilhaCVM1.pdf> - Acesso em 16 de maio de 2022 às 10:50.

“Governança corporativa é o conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital.”

Não obstante, também é fundamental tratar da progressiva adoção de práticas de *compliance* pelas empresas de capital aberto brasileiras. Isso se deu principalmente após a aprovação da Lei nº 12.846 de 2013 pelo Congresso Nacional, que ficou conhecida como Lei Anticorrupção. Tal dispositivo passou a responsabilizar as empresas que eventualmente viessem a causar danos e prejuízos à Administração Pública, tornando-as passíveis de serem responsabilizadas por más práticas de gestão.

Sobre a importância da Lei Anticorrupção para a adoção de práticas de *compliance* no Brasil, MENDES e CARVALHO⁶⁸ explicam magistralmente:

“O tradicional preconceito em relação ao mercado de capitais no Brasil vem sendo substituído por uma visão mais moderna que valoriza sua importância como fonte de financiamento da economia e, conseqüentemente, vê no seu desenvolvimento condição *sine qua non* para a retomada do crescimento sustentado. Em junho de 2013, foi aprovada pelo Congresso Nacional a Lei 12.846/2013, conhecida também como Lei Anticorrupção (LAC). Seu art. 7º, que cita os agora já famosos “programas de integridade”, em conjunto com o grande aumento do número de investigações pelas autoridades, provocou uma revolução no cenário brasileiro em termos de programas de *compliance*.

Os efeitos da Lei Anticorrupção são reais e perceptíveis, extrapolando o debate meramente político-jurídico. Ainda que programas de *compliance* já existissem antes da Lei Anticorrupção, foi ela que deu a eles novo significado e impulsionou diversas áreas a se preocuparem com o tema. É exatamente esse o caso da defesa da concorrência. Ainda que fosse verdade que muitas empresas, especialmente as multinacionais, tivessem programas de *compliance* com enfoque concorrencial há anos, foi a partir da entrada em vigor da Lei Anticorrupção que essa pauta ganhou força no Brasil.”

Quanto à definição de *compliance* em si, ela é corretamente conceituada por VERÍSSIMO⁶⁹:

“O *compliance* tem objetivos tanto preventivos como reativos. Visa a prevenção de infrações legais em geral assim como a prevenção dos riscos legais e reputacionais aos quais a empresa está sujeita, na hipótese de que essas infrações se concretizem. Além disso, impõe à empresa o dever de apurar as condutas ilícitas em geral, assim como as que violam as normas da empresa, além de adotar medidas corretivas e entregar os resultados de investigações internas às autoridades, quando for o caso.”

Depreende-se, portanto, que o *compliance* nada mais é do que o incentivo a boas

⁶⁸ MENDES, Francisco Schertel; CARVALHO, Vinicius Marques de. *Compliance: concorrência e combate à corrupção*. São Paulo: Trevisan Editora. 2017. P. 26.

⁶⁹ VERÍSSIMO, Carla. *Compliance: incentivo à adoção de medidas anticorrupção*. São Paulo: Saraiva. 2017. P. 91.

práticas de prevenção e responsabilização a agentes que pratiquem ou possam vir a praticar atos danosos à reputação de uma empresa. Busca-se, portanto, a garantia de boas práticas de gestão e autorregulação. Esses mecanismos podem ser bastante útil na prevenção ao *insider trading*, pois atualmente, para além do Estado, as próprias empresas vêm atuando como entidades de fiscalização e monitoramento a práticas potencialmente danosas.

As práticas supramencionadas constituem o pilar do movimento *ESG* (*Environmental, Social and Governance*), que incentiva a adoção de medidas de boa governança por parte das empresas de capital aberto, com enfoque também nos aspectos ambientais e sociais.

Aqui, importante mencionar a explanação de CARVALHO, *et al.*⁷⁰:

“O conceito de capitalismo da forma como se vinha pregando desde os anos 1970 com base na teoria liberal preconizada por Milton Friedman passa a ser repensado, e, assim, as organizações são postas em teste. As empresas que possuem um propósito maior (para além da maximização do lucro para os acionistas) visando o desenvolvimento de negócios economicamente sustentáveis, ambiental e socialmente responsáveis, agregado a um sistema de governança corporativa e compliance robusto e maduro, muito provavelmente terão maiores chances de atravessar barreiras, sobreviver a essas mudanças e se tornar perenes.

O papel da governança corporativa e do seu sistema de conformidade (compliance) e monitoramento, desenhado em torno do respectivo código de conduta da organização, continua relevante nessa jornada transformacional, uma vez que toda mudança traz consigo riscos agregados que podem advir de iniciativas tecnológicas disruptivas, ameaças de cyber segurança, busca por negócios que gerem alto impacto e sejam sustentáveis, dentre outros, que devem ser considerados na tomada de decisões no processo de adaptação da empresa a esta nova realidade.

Mais ainda, a responsabilidade dos agentes de governança corporativa (indivíduos e órgãos societários envolvidos no sistema de governança corporativa, tais quais: sócios, diretoria, conselho de administração etc.) está cada vez mais em evidência diante de temas relacionados às questões ambientais, sociais e de ética na condução dos negócios.”

Depreende-se, portanto, que a própria definição de capitalismo vem sendo alterada, com a adoção cada vez maior de práticas de boa governança e autorregulação, que valorizam a própria empresa e garantem uma transparência cada vez maior a grandes companhias publicamente negociadas, tornando-as atrativas a investidores, ao mesmo tempo em que protegem os interesses dos acionistas minoritários.

A importância dessas medidas ganhou especial força após a decisão da Corte Europeia de Direitos Humanos em sede do caso “Grand Stevens e outros v. Itália”⁷¹, que

⁷⁰ CARVALHO, André Castro. Manual de Compliance. Rio de Janeiro: Forense. 2017. P. 69.

⁷¹ Disponível em: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/fr/MEMO_14_78 - Acesso em 17 de maio de 2022 às 10:30.

analisou o abuso de informações privilegiadas e manipulações de mercado. Tal caso não é o enfoque do presente trabalho, mas é importante trazer à baila que ele trouxe grandes inovações, por considerar que medidas administrativas podem ter natureza penal, e serem objeto de proteções e garantias específicas.

Por conseguinte, práticas manipulativas e fraudulentas como o *insider trading* vêm sendo cada vez mais combatidas pelas grandes empresas de capital aberto, o que representa um enorme avanço, pois fortalece-se a prevenção e a repressão de atividades potencialmente danosas, não apenas às empresas, mas ao mercado como um todo.

CONCLUSÃO

Após a pesquisa bibliográfica realizada, foram extraídas as seguintes conclusões:

O delito de *insider trading* no Brasil está mal tipificado, restando ausentes na legislação conceitos importantes, como o de informação privilegiada e informação relevante. Isso se reflete em sua baixa eficácia no país, tendo havido apenas uma condenação penal transitada em julgado até o presente momento pelo delito de *insider trading*.

Não obstante, existem fatores alheios ao Direito que influem para a baixa eficácia do estudado tipo penal, bem como de outros crimes de colarinho branco. O Brasil é extremamente punitivista, mas tal política criminal aparenta não atingir os delitos tipicamente praticados por pessoas com maior poderio econômico. Isso não é mera coincidência.

Em 2017, o legislador brasileiro tentou realizar algumas reformas, visando ampliar o rol de possíveis autores do delito sob estudo, de modo a ampliar sua efetividade. As reformas legais, contudo, não têm acompanhado o ritmo das inovações tecnológicas, mostrando-se inefetivas.

A Comissão de Valores Mobiliários também demonstrou ter interesse em ampliar a efetividade penal de *insider trading*, porém tal órgão não possui competência penal, devendo ater-se à esfera administrativa.

O caso Sadia e Perdigão foi paradigmático no Brasil, mas desde então não ocorreram outras condenações transitadas em julgado pela prática do delito tipificado no artigo 27-D da Lei nº 6.385/1976.

As tendências e práticas de boa governança, como o *compliance* e o movimento *ESG*, vêm ganhando força no Brasil e no mundo, mostrando-se eficazes ferramentas na autorregulação das empresas.

Contudo, ainda urge uma reforma normativa no Brasil, que deve buscar tornar a legislação referente ao artigo 27-D mais completa e precisa, bem como melhor estabelecer as funções da Comissão de Valores Mobiliários, e criar meios eficazes de se monitorar transações suspeitas, principalmente no que se refere às novas inovações tecnológicas que vêm surgindo no mundo financeiro.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ANDREUCCI, Ricardo Antonio. Manual de Direito Penal. 14 ed. São Paulo: Saraiva Educação. 2020.

BARROS, José Roberto Mendonça; *et al.* Desafios e oportunidades para o mercado de capitais brasileiro. Estudo para o desenvolvimento do mercado de capitais. São Paulo: BOVEPA. 2000.

BITTENCOURT, Cezar Roberto. Tratado de Direito Penal Econômico: Volume I. São Paulo: Saraiva. 2016.

BRASIL, Superior Tribunal de Justiça. LEXSTJ vol. 241. Julgamento em 27 de maio de 2009. Publicado no Dje em 22 de junho de 2009.

CARVALHO, André Castro. Manual de Compliance. Rio de Janeiro: Forense. 2017.

COLEMAN, James William. A Elite do Crime: Para Entender o Crime de Colarinho Branco. 5 ed. Tradução de Denise R. Sales. Barueri: Manole. 2005.

CVM - Comissão de Valores Mobiliários. Uso Indevido de Informação Privilegiada (Insider Trading). 1 ed. Rio de Janeiro: CVM. 2016.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais: Regime Jurídico. Rio de Janeiro: Renovar. 2008.

ESTEFAM, André. Direito Penal: Parte Geral – Arts 1º a 120 – v. 1. 11 ed. São Paulo: SaraivaJur. 2022.

GRECO, Rogério. Curso de Direito Penal. São Paulo: Impetus. 2013.

LOBÃO, Júlio. A Regulação do Mercado de Capitais: Prefácio de Carlos Tavares. Lisboa: Actual. 2018.

LOPES JUNIOR, Aury. Direito Processual Penal. São Paulo: Saraiva Educação. 2021.

MARCÃO, Renato. Curso de Processo Penal. 7 ed. São Paulo: Saraiva Educação. 2021.

MENDES, Francisco Schertel; CARVALHO, Vinicius Marques de. Compliance: concorrência e combate à corrupção. São Paulo: Trevisan Editora. 2017.

MIRABETE, Julio Fabbrini, *et al.* Manual de Direito Penal: Parte Geral: arts 1º a 120 do CP,

volume 1. 35 ed. São Paulo: Atlas. 2021.

NUCCI, Guilherme de Souza. Manual de Direito Penal. 18 ed. Rio de Janeiro: Forense. 2022.

PRADO, Luiz Regis. Direito Penal Econômico. 9 ed. Rio de Janeiro: Forense. 2021.

REALE JÚNIOR, Miguel. Fundamentos de Direito Penal. 5 ed. Rio de Janeiro: Forense. 2020.

SALVADOR NETTO, Alamiro Velludo; *et al.* O crime de insider trading e a nova resolução CVM 44/2021. Disponível em: <https://www.ibccrim.org.br/publicacoes/edicoes/772> - Acesso em 17 de maio de 2022 às 10:17.

SILVA, Maria Beatriz Batista Feitoza. CRIMINALIZAÇÃO DA POBREZA – CAUSAS E CONSEQUÊNCIAS DO ENCARCERAMENTO EM MASSA DA POPULAÇÃO MAIS POBRE. Disponível em: <http://intertemas.toledoprudente.edu.br/index.php/Direito/article/view/8266> - Acesso em 09 de maio de 2022 às 17:18.

VERÍSSIMO, Carla. Compliance: incentivo à adoção de medidas anticorrupção. São Paulo: Saraiva. 2017.

VIEIRA, Solange Paiva; MENDES, André Gustavo Salcedo Teixeira. Governança Corporativa: Uma Análise de sua Evolução e Impactos no Mercado de Capitais Brasileiro. Rio de Janeiro: Revista do BNDES, v. 11, n. 22. 2004.

Consulta de Sites:

1 – ISTO É. Disponível em: <https://www.istoedinheiro.com.br/crime-de-insider-trading-teve-so-uma-condenacao-penal-em-20-anos/> - Acesso em 10 de maio de 2022 às 16:02.

2 – UNITED STATES GOVERNMENT. Disponível em: <https://www.loc.gov/classroom-materials/united-states-history-primary-source-timeline/great-depression-and-world-war-ii-1929-1945/americans-react-to-great-depression/> - Acesso em 29 de abril de 2022 às 17:45.

3 – UNITED STATES GOVERNMENT. Disponível em: <https://www.loc.gov/classroom-materials/united-states-history-primary-source-timeline/great-depression-and-world-war-ii-1929-1945/americans-react-to-great-depression/> - Acesso em 29 de abril de 2022 às 17:49.

4 – UNITED STATES GOVERNMENT. Disponível em: <https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1885/pdf/COMPS-1885.pdf> - Acesso em 28 de

abril de 2022 às 19:45.

5 – UNITED STATES GOVERNMENT. Disponível em: <https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1885/pdf/COMPS-1885.pdf> - Acesso em 28 de abril de 2022 às 19:48.

6 – UNITED STATES GOVERNMENT. Disponível em: <https://www.govinfo.gov/content/pkg/STATUTE-98/pdf/STATUTE-98-Pg1264.pdf> - Acesso em 28 de abril de 2022 às 19:54.

7 – BRASIL. CVM. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst358.html> - Acesso em 01 de maio de 2022 às 16:44.

8 – TECNOBLOG. Disponível em: <https://tecnoblog.net/especiais/lavagem-de-dinheiro-em-bitcoin-e-a-arma-dos-hackers-contr-a-autoridades/> - Acesso em 15 de maio de 2022 às 18:07.

9 – AGÊNCIA BRASIL. Disponível em: <https://agenciabrasil.ebc.com.br/geral/noticia/2020-02/brasil-tem-mais-de-773-mil-encarcerados-maioria-no-regime-fechado> - Acesso em 09 de maio de 2022 às 17:09.

10 – BRASIL. STF. Disponível em: <https://redir.stf.jus.br/paginadorpub/paginador.jsp?docTP=TP&docID=10300665> - Acesso em 09 de maio de 2022 às 17:32.

11 – G1. GLOBO. Disponível em: <https://g1.globo.com/jornaldaglobo/0,,MUL889531-16021,00-SADIA+LANCA+OFERTA+PELA+PERDIGAO.html> - Acesso em 11 de maio de 2022 às 18:41.

12 – GAZETA DO POVO. Disponível em: <https://www.gazetadopovo.com.br/economia/perdigao-recusa-formalmente-oferta-de-compra-feita-pela-sadia-a4ljhrtqb4uqq7fds7gbr68e/> - Acesso em 11 de maio de 2022 às 18:44.

13 – FOLHA DE SÃO PAULO. Disponível em: [https://m.folha.uol.com.br/mercado/2009/05/568000-perdigao-e-sadia-assinam-acordo-de-fusao.shtml#:~:text=Os%20presidentes%2Dexecutivos%20e%20representantes,desta%20ter%C3%A7a%2Dfeira%20\(%C3%ADntegra%20dispon%C3%ADvel](https://m.folha.uol.com.br/mercado/2009/05/568000-perdigao-e-sadia-assinam-acordo-de-fusao.shtml#:~:text=Os%20presidentes%2Dexecutivos%20e%20representantes,desta%20ter%C3%A7a%2Dfeira%20(%C3%ADntegra%20dispon%C3%ADvel) - Acesso em 11 de maio de 2022 às 18:48.

14 – CONJUR. Disponível em: <https://www.conjur.com.br/2016-fev-22/stj-profere-primeira-condenacao-insider-trading-brasil> - Acesso em 11 de maio de 2022 às 19:07.

15 – CONJUR. Disponível em: <https://www.conjur.com.br/2016-fev-22/stj-profere-primeira-condenacao-insider-trading-brasil> - Acesso em 11 de maio de 2022 às 19:09.

16 – CONJUR. Disponível em: <https://www.conjur.com.br/2016-fev-22/stj-profere-primeira>

[condenacao-insider-trading-brasil](#) - Acesso em 11 de maio de 2022 às 19:14.

17 – BRASIL. CVM. Disponível em:
http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2008/20080226_PAS_SP20070118.pdf - Acesso em 11 de maio de 2022 às 19:29.

18 – BRASIL. CVM. Disponível em:
https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2008/20080226_PAS_SP20070117.pdf - Acesso em 11 de maio de 2022 às 19:30.

19 – BRASIL. STJ. Disponível em:
<https://processo.stj.jus.br/processo/pesquisa/?tipoPesquisa=tipoPesquisaNumeroRegistro&termo=201401067916&totalRegistrosPorPagina=40&aplicacao=processos.ea> - Acesso em 14 de maio de 2022 às 11:07.

20 – BRASIL. STJ. Disponível em:
<https://www.stj.jus.br/websecstj/cgi/revista/REJ.cgi/ATC?seq=55981169&tipo=51&nreg=201401067916&SeqCgrmaSessao=&CodOrgaoJgdr=&dt=20160225&formato=PDF&salvar=false> - Acesso em 14 de maio de 2022 às 11:13.

21 – BRASIL. STJ. Disponível em:
<https://www.stj.jus.br/websecstj/cgi/revista/REJ.cgi/ATC?seq=55981169&tipo=51&nreg=201401067916&SeqCgrmaSessao=&CodOrgaoJgdr=&dt=20160225&formato=PDF&salvar=false> - Acesso em 14 de maio de 2022 às 11:22.

22 – BRASIL. STJ. Disponível em:
<https://www.stj.jus.br/websecstj/cgi/revista/REJ.cgi/ATC?seq=55981169&tipo=51&nreg=201401067916&SeqCgrmaSessao=&CodOrgaoJgdr=&dt=20160225&formato=PDF&salvar=false> - Acesso em 14 de maio de 2022 às 11:31.

23 – BRASIL. STJ. Disponível em:
<https://www.stj.jus.br/websecstj/cgi/revista/REJ.cgi/ATC?seq=55981169&tipo=51&nreg=201401067916&SeqCgrmaSessao=&CodOrgaoJgdr=&dt=20160225&formato=PDF&salvar=false> - Acesso em 14 de maio de 2022 às 11:35.

24 – BRASIL. STJ. Disponível em:
<https://www.stj.jus.br/websecstj/cgi/revista/REJ.cgi/ATC?seq=55981169&tipo=51&nreg=201401067916&SeqCgrmaSessao=&CodOrgaoJgdr=&dt=20160225&formato=PDF&salvar=false> - Acesso em 14 de maio de 2022 às 11:37.

25 – BRASIL. STJ. Disponível em:
<https://www.stj.jus.br/websecstj/cgi/revista/REJ.cgi/ATC?seq=55981169&tipo=51&nreg=201401067916&SeqCgrmaSessao=&CodOrgaoJgdr=&dt=20160225&formato=PDF&salvar=false> - Acesso em 14 de maio de 2022 às 11:42.

- 26 – BRASIL. STJ. Disponível em: <https://www.stj.jus.br/websecstj/cgi/revista/REJ.cgi/ATC?seq=55981169&tipo=51&nreg=201401067916&SeqCgrmaSessao=&CodOrgaoJgdr=&dt=20160225&formato=PDF&salvar=false> - Acesso em 14 de maio de 2022 às 11:45.
- 27 – BRASIL. STJ. Disponível em: <https://www.stj.jus.br/websecstj/cgi/revista/REJ.cgi/ATC?seq=55981169&tipo=51&nreg=201401067916&SeqCgrmaSessao=&CodOrgaoJgdr=&dt=20160225&formato=PDF&salvar=false> - Acesso em 14 de maio de 2022 às 11:49.
- 28 – BRASIL. STJ. Disponível em: <https://www.stj.jus.br/websecstj/cgi/revista/REJ.cgi/ATC?seq=55981169&tipo=51&nreg=201401067916&SeqCgrmaSessao=&CodOrgaoJgdr=&dt=20160225&formato=PDF&salvar=false> - Acesso em 14 de maio de 2022 às 12:02.
- 29 – BRASIL. STJ. Disponível em: <https://www.stj.jus.br/websecstj/cgi/revista/REJ.cgi/ATC?seq=55981169&tipo=51&nreg=201401067916&SeqCgrmaSessao=&CodOrgaoJgdr=&dt=20160225&formato=PDF&salvar=false> - Acesso em 14 de maio de 2022 às 12:09.
- 30 – BRASIL. STJ. Disponível em: <https://www.stj.jus.br/websecstj/cgi/revista/REJ.cgi/ATC?seq=55981169&tipo=51&nreg=201401067916&SeqCgrmaSessao=&CodOrgaoJgdr=&dt=20160225&formato=PDF&salvar=false> - Acesso em 14 de maio de 2022 às 12:15.
- 31 – BRASIL. STJ. Disponível em: <https://www.stj.jus.br/websecstj/cgi/revista/REJ.cgi/ATC?seq=55981169&tipo=51&nreg=201401067916&SeqCgrmaSessao=&CodOrgaoJgdr=&dt=20160225&formato=PDF&salvar=false> - Acesso em 14 de maio de 2022 às 12:17.
- 32 – BRASIL. STJ. Disponível em: <https://www.stj.jus.br/websecstj/cgi/revista/REJ.cgi/ATC?seq=55981169&tipo=51&nreg=201401067916&SeqCgrmaSessao=&CodOrgaoJgdr=&dt=20160225&formato=PDF&salvar=false> - Acesso em 14 de maio de 2022 às 12:25.
- 33 – BRASIL. CVM. Disponível em: <http://www.gecompany.com.br/gecompany/wp-content/uploads/2019/02/cartilhaCVM1.pdf> - Acesso em 16 de maio de 2022 às 10:50.
- 34 – EUROPEAN COMMISSION. Disponível em: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/fr/MEMO_14_78 - Acesso em 17 de maio de 2022 às 10:30.



TERMO DE AUTENTICIDADE DO TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO

Eu, Aruda Bucar Lopes Ribeiro Gonçalves
discente regularmente matriculado(a) na disciplina TCC II, da 10ª etapa do curso de Direito,
matrícula nº (inserir TIA), período (inserir período), turma (inserir turma), tendo realizado o
TCC com o título: Análise do Delito de Insider Trading no Brasil
sob a orientação do(a) Professor(a) Denise Neves Abade
declaro para os devidos fins que tenho pleno conhecimento das regras metodológicas para
confeção 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 confeção do trabalho, serão aplicáveis as sanções legais de
natureza civil, penal e administrativa, além da reprovação automática, impedindo a conclusão
do curso.

São Paulo, 20 de maio de 2022.

Aruda Bucar Lopes Ribeiro Gonçalves

Assinatura do discente