

**UNIVERSIDADE PRESBITERIANA MACKENZIE**  
**CAMPUS HIGIENÓPOLIS**  
**FACULDADE DE DIREITO**

**MAURÍCIO FREIRE DE CARVALHO MEYER**

**OS ASPECTOS PENAIS E ECONÔMICOS DO *INSIDER TRADING* NO BRASIL**

São Paulo

2023

**MAURÍCIO FREIRE DE CARVALHO MEYER**

**OS ASPECTOS PENAIS E ECONÔMICOS DO *INSIDER TRADING* NO BRASIL**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à  
Universidade Presbiteriana Mackenzie como  
parte das exigências para obtenção do título de  
bacharel em Direito. Orientador: Prof. Dr.  
Everton Luiz Zanella.

Aprovado em:

**BANCA EXAMINADORA**

---

Prof. Dr. Everton Luiz Zanella

Universidade Presbiteriana Mackenzie

---

Examinador 2

Universidade \_\_\_\_\_

---

Examinador 3

Universidade \_\_\_\_\_

## **AGRADECIMENTOS**

O caminho da graduação é percorrido ao lado e com o apoio de muitos, com isso, se fazem necessários os devidos agradecimentos.

Gostaria de estender meus agradecimentos a todos os professores que contribuíram para a minha formação acadêmica e ampliaram meu conhecimento ao longo da minha jornada acadêmica.

Em especial, gostaria de agradecer ao meu orientador, Professor Everton Luiz Zanella, tanto por suas incríveis aulas e conhecimento compartilhado durante a graduação, assim como por ter acolhido e acompanhado o desenvolvimento do Trabalho de Conclusão de Curso.

Além disso, expresso minha gratidão a todos os colegas e amigos que apoiaram e incentivaram durante esta etapa desafiadora, a convivência diária e momentos compartilhados com pessoas tão autênticas e esforçadas fez todo o meu período na universidade ser único e especial.

Também agradeço aos meus pais, por proporcionarem a oportunidade de estudar em uma instituição tão renomada, mesmo longe de casa, sempre demonstraram apoio e carinho incondicional, compreensão e encorajamento dos meus objetivos, sem os quais este trabalho não seria possível.

Obrigado!

## RESUMO

O presente Trabalho de Conclusão de Curso visa explorar os aspectos penais e econômicos do crime de *insider trading* no Brasil, abordando desde seu conceito e histórico legal até as consequências e impactos no Mercado de Valores Mobiliários. Com o objetivo de descobrir o motivo dessa prática ainda vigorar no mercado sem muitas incidências na esfera penal, possuindo apenas uma condenação penal transitada em julgado desde a sua criminalização em 2001. O presente trabalho será predominantemente baseado revisão da literatura sobre o tema em questão, com análise doutrinária, jurisprudencial e outras publicações relevantes. Além desses, também será analisada a legislação e da regulamentação vigente no Brasil que abrange o uso indevido de informação privilegiada. A pesquisa utilizará um método hipotético-dedutivo, com análise de conceitos amplos e os principais aspectos controversos acerca das implicações penais e econômicas do delito de *insider trading* no ordenamento jurídico brasileiro, como é efetuada as sanções desse delito nas vias administrativas e na esfera criminal, assim como o estudo de seus aspectos práticos, mediante estudo de caso e identificação das principais problemáticas, visando alcançar uma conclusão acerca dos ajustes necessários a norma penal para melhorar sua eficácia.

Palavras-Chave: *insider trading*, informação privilegiada. Comissão de Valores Mobiliários, Mercado de Capitais.

## **ABSTRACT**

The present Final Course Paper aims to explore the legal and economic aspects of insider trading in Brazil, addressing from its concept and legal history to the consequences and impacts on the Stock Market. The objective is to discover why this practice persists in the market with few instances in the penal sphere, having had only one final criminal conviction since its criminalization in 2001. This paper will be predominantly based on a review of literature on the subject, with doctrinal, jurisprudential analysis, and other relevant publications. In addition, the legislation and current regulations in Brazil covering the misuse of privileged information will be analyzed. The research will use a hypothetical-deductive method, with an analysis of broad concepts and the main controversial aspects concerning the penal and economic implications of the crime of insider trading in the Brazilian legal system, how the sanctions of this offense are carried out in administrative paths and in the criminal sphere, as well as the study of its practical aspects, through a case study and identification of the main problematic issues, aiming to reach a conclusion regarding the necessary adjustments to the penal norm to enhance its effectiveness.

**Keywords:** insider trading, privileged information, Comissão de Valores Mobiliários, Capital Market.

## SUMÁRIO

INTRODUÇÃO .....	1
<b>1 CAPÍTULO 1 – CONCEITO E HISTÓRICO DO <i>INSIDER TRADING</i></b> .....	3
1.1 – Conceito de <i>insider trading</i> .....	3
1.2 – Conceito de informação privilegiada .....	5
1.3 – Breve histórico do surgimento e desenvolvimento do <i>insider trading</i> .....	7
<b>2 CAPÍTULO 2 – ASPECTOS PENAIS DO <i>INSIDER TRADING</i> NO BRASIL</b> .....	16
2.1 – Da Tutela Penal do delito de <i>insider trading</i> .....	16
2.2 – Consumação do Delito: Crime Material x Formal .....	17
2.3 – Dos Sujeitos Ativos do Crime de <i>insider trading</i> .....	18
2.4 – Das provas em relação ao delito de <i>insider trading</i> .....	21
2.5 – Autoridade responsável pelo julgamento do crime de uso indevido de informação privilegiada.....	25
<b>3 CAPÍTULO 3 – ASPECTOS ECONÔMICOS DO <i>INSIDER TRADING</i> NO BRASIL</b> .....	28
3.1 – Impactos do <i>insider trading</i> no Mercado de Valores Mobiliários.....	28
3.2 – Regulação do mercado e o papel da Comissão de Valores Mobiliários .....	31
<b>4 CAPÍTULO 4 – MEDIDAS SANCIONATÓRIAS NAS VIAS ADMINISTRATIVAS E NA VIA JUDICIAL PENAL</b> .....	34
4.1 – Medidas Sancionatórias nas vias Administrativas .....	34
4.1.1 – Medida sancionatória na primeira instância da via administrativa – Comissão de Valores Mobiliários.....	34
4.1.2 – Medida sancionatória na segunda instância da via administrativa – Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional.....	36
4.2 – Medida sancionatória na via Judicial Penal – Ação Penal .....	38
4.3 – Non Bis In Idem .....	39

<b>5</b>	<b>CAPÍTULO 5 – ESTUDO DOS ASPECTOS PRÁTICOS DO <i>INSIDER TRADING</i></b>	
	<b>NO ORDENAMENTO JURÍDICO BRASILEIRO</b> .....	<b>41</b>
<b>5.1</b>	<b>– Análise do caso concreto: Sadia e Perdigão</b> .....	<b>41</b>
<b>5.2</b>	<b>– Das problemáticas na condenação penal da conduta de <i>insider trading</i></b> .....	<b>54</b>
	<b>CONCLUSÃO</b> .....	<b>58</b>
	<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS:</b> .....	<b>61</b>

## INTRODUÇÃO

O presente Trabalho de Conclusão de Curso visa analisar os aspectos penais e econômicos do crime do uso indevido de informação privilegiada no ordenamento jurídico brasileiro, com o objetivo de descobrir o motivo dessa prática ainda vigorar no mercado sem muitas incidências na esfera penal, possuindo apenas uma condenação penal transitada em julgado desde a sua criminalização em 2001.

O presente trabalho será predominantemente baseado em pesquisas bibliográficas e documentais a respeito do tema. Sendo realizada uma revisão da literatura sobre o tema em questão, com análise doutrinária, jurisprudencial e outras publicações relevantes. Além desses, também será analisada a legislação e da regulamentação vigente no Brasil que abrange o uso indevido de informação privilegiada. A pesquisa utilizará um método hipotético-dedutivo, com análise de conceitos amplos e os principais aspectos controversos acerca das implicações penais e econômicas do delito de *insider trading* no ordenamento jurídico brasileiro, como é efetuada as sanções desse delito nas vias administrativas e na esfera criminal, assim como o estudo de seus aspectos práticos, mediante estudo de caso e identificação das principais problemáticas, visando alcançar uma conclusão acerca da temática.

No primeiro capítulo, será explorado o aspecto conceitual da prática de *insider trading*, expondo como se caracteriza essa conduta, as razões de ordem econômica e ética da restrição do uso de informações privilegiadas pelos *insiders* e breve exposição dos principais agentes dessa conduta. Ainda no primeiro capítulo, será definido o conceito de informação privilegiada e estabelecida uma breve análise histórica acerca da regulamentação e legislação acerca do *insider trading* no Brasil.

No segundo capítulo, será realizada uma ampla análise dos aspectos penais do crime do uso indevido de informação privilegiada no ordenamento brasileiro, sendo realizada uma análise dos principais conceitos e controvérsias acerca da Tutela Penal do delito, da consumação do crime, dos seus sujeitos ativos e passivos, como é realizado o aspecto probatório dessa infração e qual é o juízo competente para o seu julgamento.

No terceiro capítulo, será realizada uma análise dos aspectos econômicos do *insider trading* no Brasil, sendo discutidos os seus principais impactos no Mercado de Valores Mobiliários e a importância da proibição da prática do uso indevido de informações privilegiadas para estabilidade do mercado. Ainda, nesse capítulo será descrita como é efetuada a regulação do Mercado de Capitais e a função da Comissão de Valores Mobiliários nesse processo.



No quarto capítulo serão analisadas como é efetuada a punição do uso indevido de informação privilegiada na via administrativa, na primeira instância, pela Comissão de Valores Mobiliários, na segunda instância, pelo Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, e como é efetuada a condenação na via penal. Ademais, será realizada uma discussão acerca do *non bis in idem*, considerando que há a possibilidade de sanção da conduta de *insider trading* em múltiplas instâncias ao mesmo tempo.

No quinto e último capítulo, será analisado os aspetos práticos do *insider trading* no ordenamento jurídico brasileiro, sendo realizada uma análise aprofundada do caso “Sadia e Perdigão”, notório marco jurisprudencial acerca do crime de uso indevido de informação privilegiada, sendo o primeiro caso de condenação penal transitada em julgado pelo delito tipificado no artigo 27-D da Lei nº 6.385/1976 desde sua criminalização pela Lei 10.303 em 2001. Ainda, será analisado no quinto capítulo as principais dificuldades apresentadas ao condenar a prática de *insider trading* na esfera penal, discorrendo acerca da dificuldade comprobatória do delito e ineficácia da legislação penal vigente. Ao final, serão expostas as conclusões acerca dos aspectos analisados.

## CAPÍTULO 1 - CONCEITO E HISTÓRICO DO *INSIDER TRADING*

### 1.1 – Conceito de *insider trading*

No Mercado de Capitais<sup>1</sup>, as informações divulgadas sobre atos ou fatos relevantes pelas empresas emissoras de títulos mobiliários são parte integral de seu funcionamento, pois os seus acionistas e demais participantes do mercado, se baseiam nas informações divulgadas publicamente para guiar as suas negociações.

No entanto, existem indivíduos que detêm acesso privilegiado às atividades da empresa emissora e podem se aproveitar de informações relevantes que ainda não foram divulgadas ao público. Esses indivíduos visam auferir vantagens indevidas para si mesmos ou para terceiros, comprando ou vendendo valores mobiliários antes que seu valor após a divulgação de informação relevante pela empresa possa ser refletido, gerando lucros significativos. Essa prática é conhecida como "*insider trading*" ou uso indevido de informação privilegiada.

O *insider trading*, em suma, consiste na utilização indevida de informações sobre ato ou fato relevante de empresas inseridas no mercado de capitais por parte do agente que, em decorrência das suas funções profissionais, têm acesso a essas informações privilegiadas, utilizando-as antes de serem publicamente veiculadas no mercado e favorecendo determinadas transações em seu próprio benefício ou de terceiros.

Quanto ao conceito de *insider trading*, define EIZIRIK<sup>2</sup>:

“(...) consiste na utilização de informações relevantes sobre valores mobiliários, por parte de pessoas que, por força de sua atividade profissional, estão “por dentro” dos negócios da emissora, para transacionar com os valores mobiliários antes que tais informações sejam de conhecimento público.”

Ainda neste sentido, LOBÃO<sup>3</sup> define a prática de *insider trading* da seguinte forma:

“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

---

<sup>1</sup> Para os fins deste trabalho, as expressões “Mercado de Capitais” e “Mercado de Valores Mobiliários” serão usadas como sinônimos.

<sup>2</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Arádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais: Regime Jurídico. Rio de Janeiro: Renovar. 2011. p. 554.

<sup>3</sup> LOBÃO, Júlio. A Regulação do Mercado de Capitais: Prefácio de Carlos Tavares. Lisboa: Actual. 2018. p.37.

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.”

A prática do *insider trading* interfere nos princípios basilares do Mercado de Valores Mobiliários, ferindo princípios tanto de cunho ético e econômico, motivos esses que justificam o seu combate tanto pelas entidades fiscalizadoras do mercado quanto pelo ordenamento jurídico.

Como bem nos assegura EIZIRIK, as razões de cunho econômico estão atreladas a eficiência na determinação dos preços dos Valores Mobiliários negociados no Mercado de Capitais. A eficiência de mercado é alcançada quando os preços das ações refletem todas as informações disponíveis sobre as empresas e sobre seus títulos negociados. Quanto mais rapidamente os preços das ações reagem às novas informações, teoricamente, mais eficiente é o mercado. Além disso, o segundo princípio de ordem ética é a ampla divulgação de informações, devendo elas estarem disponíveis a todos ao mesmo tempo, sem permitir que os *insiders* as utilizem para obter vantagens em seu benefício antes de sua divulgação.<sup>4</sup>

Quanto as razões de cunho ético para sua para a restrição do *insider trading*, ainda conforme EIZIRIK, essas se baseiam no princípio da igualdade de acesso às informações, também conhecido como *market egalitarianism* (igualitarismo de mercado). De ofício, há um desequilíbrio total entre a posição dos *insiders* e a dos demais participantes do mercado, sendo eticamente condenável obter lucros por meio do uso de informações confidenciais às quais os *insiders* têm acesso, e que sabem que não estão disponíveis ao público em geral. Por isso, a legislação em vários países busca evitar que os *insiders* obtenham vantagens devido à inerente assimetria de informações, de forma que eles sempre têm acesso a informações privilegiadas antes dos investidores do mercado.<sup>5</sup>

Aos agentes que praticam o uso privilegiado de informações para fins de violar a isonomia entre os investidores do Mercado de Capitais é atribuída a denominação inglesa de *corporate insiders* (*insiders* corporativos) ou, como conhecidos de maneira geral, *insiders*, indivíduos os quais tem conhecimento de decisões administrativas e demais assuntos internos das sociedades de capital aberto. Dentre os diversos tipos de sujeitos que se encaixam na descrição *insiders*, para fins de entendimento aprofundado do tema analisado no presente trabalho, três categorias possuem notoriedade, tendo em vista o entendimento preconizado por

---

<sup>4</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Arádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais: Regime Jurídico. Rio de Janeiro: Renovar. 2011. p. 554.

<sup>5</sup> Ibid. p. 555.

AUGUSTO: (i) *corporate insiders* ou *insiders* primários, são pessoas com relações de confiança com a sociedade e seus acionistas, grupo constituído por administradores, empregados e a alta direção da companhia; (ii) *temporary insiders* (*insiders* temporários), indivíduos os quais ganham acesso a informações privilegiadas referentes à sociedade sob a prerrogativa de relação esporádica e ocasional com a sociedade, sendo esses advogados, auditores, consultores contábeis e analistas; (iii) *traders* ou *tipees*, conhecidos também como *insiders* secundários, além das outras categorias descritas, constituem indivíduos que recebem de forma direta ou indireta informações privilegiadas, realizando assim, negociação de valores mobiliários com base nessas informações.<sup>6</sup>

## 1.2 – Conceito de informação privilegiada

Primeiramente, para que uma análise aprofundada do tema abordado no presente trabalho seja possível, é necessário que seja esclarecida a definição dos termos “informação privilegiada” ou “ato ou fato relevante”. Em suma, a informação privilegiada constitui qualquer informação relevante e confidencial relativa a uma ou mais entidades emittentes de Valores Mobiliários, sejam por seus acionistas controladores, deliberações em assembleias gerais assim como nos seus demais órgãos societários, ou qualquer outro ato ou fato relevante que, caso divulgado, tem a capacidade de influenciar de maneira significativa a cotação dos Valores Mobiliários.

Nessa senda, a Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”)<sup>7</sup> em sua Instrução nº 358 de 2002, descreve o conceito de ato ou fato relevante, *in verbis*:

“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 que possa influir de modo ponderável:

I - na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados;

II - na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários;

III - na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados. Parágrafo único. Observada a definição do caput, são exemplos de ato ou fato potencialmente relevante, dentre outros, os seguintes:

I - assinatura de acordo ou contrato de transferência do controle acionário da companhia, ainda que sob condição suspensiva ou resolutiva;

<sup>6</sup> AUGUSTO, Ana Micaela Pedrosa. *Insider trading: perspectiva sobre o enquadramento jurídico-societário no ordenamento português*. In: O direito, v. 136, n. 4, 2004. p. 1009.

<sup>7</sup>BRASIL. CVM. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst358.html> - Acesso em 30 de abril de 2023 às 20:00.

- II - mudança no controle da companhia, inclusive através de celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas;
- III - celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas em que a companhia seja parte ou interveniente, ou que tenha sido averbado no livro próprio da companhia;
- IV - ingresso ou saída de sócio que mantenha, com a companhia, contrato ou colaboração operacional, financeira, tecnológica ou administrativa;
- V - autorização para negociação dos valores mobiliários de emissão da companhia em qualquer mercado, nacional ou estrangeiro;
- VI - decisão de promover o cancelamento de registro da companhia aberta;
- VII - incorporação, fusão ou cisão envolvendo a companhia ou empresas ligadas; VIII - transformação ou dissolução da companhia;
- IX - mudança na composição do patrimônio da companhia;
- X - mudança de critérios contábeis;
- XI - renegociação de dívidas;
- XII - aprovação de plano de outorga de opção de compra de ações;
- XIII - alteração nos direitos e vantagens dos valores mobiliários emitidos pela companhia;
- XIV - desdobramento ou grupamento de ações ou atribuição de bonificação;
- XV - aquisição de valores mobiliários de emissão da companhia para permanência em tesouraria ou cancelamento, e alienação de valores mobiliários assim adquiridos;
- XVI - lucro ou prejuízo da companhia e a atribuição de proventos em dinheiro;
- XVII - celebração ou extinção de contrato, ou o insucesso na sua realização, quando a expectativa de concretização for de conhecimento público;
- XVIII - aprovação, alteração ou desistência de projeto ou atraso em sua implantação;
- XIX - início, retomada ou paralisação da fabricação ou comercialização de produto ou da prestação de serviço;
- XX - descoberta, mudança ou desenvolvimento de tecnologia ou de recursos da companhia;
- XXI - modificação de projeções divulgadas pela companhia;
- XXII - pedido de recuperação judicial ou extrajudicial, requerimento de falência ou propositura de ação judicial, de procedimento administrativo ou arbitral que possa vir a afetar a situação econômico-financeira da companhia.”

Ademais, o Caderno nº 11<sup>8</sup> da CVM que discerne acerca do “Uso Indevido de Informação Privilegiada (*Insider Trading*)”, define como informação privilegiada as informações que não são públicas e que são materiais, ou seja, informações munidas de confidencialidade e materialidade. Nesse sentido, a confidencialidade das informações é necessária para configuração do *insider trading*, de forma que após publicada a informação relevante e já tendo influenciado o mercado não há possibilidade de configuração da conduta delituosa. No que tange a materialidade, refere-se a quanto a informação pode influir de forma significativa na cotação dos Valores Mobiliários.

Nesse sentido, EIZIRIK<sup>9</sup> descreve magistralmente as propriedades inerentes da informação privilegiada:

---

<sup>8</sup> BRASIL. CVM. Uso Indevido de Informação Privilegiada (*Insider Trading*). Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2016. p. 8-12 (Cadernos CVM, 11). Disponível em: [https://irp.cdn-website.com/2c71f58f/files/uploaded/Insider\\_CVM-Caderno-11.pdf](https://irp.cdn-website.com/2c71f58f/files/uploaded/Insider_CVM-Caderno-11.pdf) - Acesso em 30 de abril de 2023 às 21:00.

<sup>9</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais: Regime Jurídico. Rio de Janeiro: Renovar. 2011. P. 560 e 561.

“(i) caráter razoável preciso, ou seja, relacionada a fatos e não boatos, apresentando, pois, um mínimo de materialidade; (ii) não está disponível para o público; (iii) é tido como *price sensitive*, isto é, poderia, caso divulgada, afetar a cotação dos títulos; e (iv) refere-se a valores mobiliários ou a seus emissores.”

Aos administradores das sociedades anônimas é atribuído o dever de sigilo em relação a qualquer informação privilegiada que ainda não tenha sido veiculada publicamente aos demais participantes do mercado, ainda, é conferido a eles o dever de zelar para que os seus subordinados não comprometam a confidencialidade das informações para auferir de vantagem indevida, em observância a redação do artigo 155, §1º e §2º da Lei 6.404/76 (“Lei das S.A.”). Ademais, como medida repressiva ao uso indevido das informações privilegiadas, a Lei prevê que os administradores têm o dever de declarar o número de ações, opções de compra de ações e debêntures conversíveis em ações, de emissão da companhia e de sociedades controladas ou do mesmo grupo, de que seja titular, nos termos do artigo 157, caput da Lei das S.A. Esse dever é regido pelo princípio de *full and fair disclosure*, ou total e justa transparência de informações.

Esse princípio rege que o mercado necessita de um nível de transparência, entre as companhias emissoras de títulos de valores mobiliários e os investidores para que este possa funcionar de maneira estável, devendo as companhias divulgarem de forma ampla, honesta e eficiente sobre quaisquer atos ou fatos relevantes que possam influir no mercado. Com isso, conforme observado por EIZIRIK, a doutrina e a legislação brasileira, seguindo o modelo norte-americano, consagraram um padrão normativo prevendo coibir exploração das informações relevantes ainda não comunicadas ao mercado pelos *insiders* das Companhias. Esse mecanismo é conhecido como “*disclosure or refrain from trading*”, no qual o administrador da Companhia aberta, em decorrência do seu dever com relação a própria Companhia, seus acionistas e investidores, deve então divulgar o fato ou ato relevante ou abster-se de utilizar a informação para obter vantagem indevida.<sup>10</sup>

### **1.3 – Breve histórico do surgimento e desenvolvimento do *insider trading***

A regulamentação do *insider trading* foi originada nos Estados Unidos após a quebra da bolsa de Nova Iorque em 1929, evento que foi responsável por originar a intervenção do Estado nas relações econômicas, incluindo o mercado de capitais, a fim de restaurar a confiança dos

---

<sup>10</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais: Regime Jurídico. Rio de Janeiro: Renovar. 2011. p. 557.

investidores que sofreram perdas desastrosas com as práticas de mercado que eram características desse período.<sup>11</sup>

No âmbito desse evento, os Estados Unidos visaram implementar diversos métodos de regular e fiscalizar o mercado, com o fim de estabelecer que companhias emissoras de valores mobiliários praticassem de forma transparente, total e honesta a divulgação de informações de cunho relevante aos seus investidores, bem como estabelecer um ambiente igualitário e justo entre os compradores e do vendedores no mercado, protegendo os que não possuem conhecimento das condições de mercado contra abusos por parte daqueles que são conhecedores das suas particularidades. Com isso, no auge da grande depressão, o congresso americano aprovou *Securities Exchange Act of 1933*, e logo no ano seguinte, o congresso aprovou o *Securities Exchange Act of 1934*<sup>12</sup>, o qual trouxe em sua Seção 10 (b) expressa vedação as práticas relacionadas à fraude em valores mobiliários, *in verbis*:

“Seção 10. É ilegal para qualquer pessoa, direta ou indiretamente, por meio de qualquer meio ou instrumento de comércio interestadual ou dos correios, ou de qualquer instalação de qualquer bolsa de valores nacional: (b) Utilizar ou empregar, em conexão com a compra ou venda de qualquer valor mobiliário registrado em uma bolsa de valores nacional ou qualquer valor mobiliário não registrado, ou qualquer acordo de *swap* baseado em valores mobiliários, qualquer dispositivo manipulativo ou enganoso em contravenção a tais regras e regulamentos que a Comissão possa prescrever como necessários ou apropriados no interesse público ou para a proteção dos investidores (tradução nossa).”<sup>13</sup>

Ademais, na importante Seção 16 (b) do mesmo ato, foi estabelecida a primeira norma legal que visou coibir o uso indevido de informação confidencial por acionistas, diretores e executivos administradores, como disposto a seguir:

“Com o objetivo de prevenir o uso injusto de informações que possam ter sido obtidas por tal acionista controlador, diretor ou executivo em virtude de sua relação com a empresa emissora, qualquer lucro obtido por ele a partir de qualquer compra e venda, ou qualquer venda e compra, de qualquer título patrimonial dessa empresa emissora (exceto um título isento) ou de um acordo de *swap* baseado em valores mobiliários que envolva tal título patrimonial, dentro de um período inferior a seis meses, a menos que tal título ou acordo de *swap* baseado em valores mobiliários tenha sido adquirido de boa-fé em conexão com uma dívida previamente contraída, deverá reverter em benefício da empresa emissora e ser passível de recuperação por ela,

<sup>11</sup> Disponível em: <https://www.investor.gov/introduction-investing/investing-basics/role-sec#:~:text=Congress%20Created%20the%20SEC,the%20Securities%20Act%20of%201933>. - Acesso em 27 de outubro de 2023 às 20:00.

<sup>12</sup> Disponível em: <https://www.investor.gov/introduction-investing/investing-basics/role-sec#:~:text=Congress%20Created%20the%20SEC,the%20Securities%20Act%20of%201933>. - Acesso em 27 de outubro de 2023 às 20:00.

<sup>13</sup> Disponível em: <https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1885/pdf/COMPS-1885.pdf> - Acesso em 02 de maio de 2023 às 20:00.

independentemente de qualquer intenção por parte desse acionista controlador, diretor ou executivo de manter o título patrimonial ou o acordo de *swap* baseado em valores mobiliários adquirido, ou de não recomprar o título patrimonial ou o acordo de *swap* baseado em valores mobiliários vendido, por um período superior a seis meses. Ação para recuperar tais lucros poderá ser intentada judicialmente ou em equidade em qualquer tribunal de jurisdição competente pela empresa emissora, ou pelo detentor de qualquer título da empresa emissora em nome e em benefício da empresa emissora, se esta não apresentar tal ação dentro de sessenta dias após o pedido ou deixar de diligenciar a ação posteriormente; no entanto, nenhuma ação desse tipo poderá ser intentada mais de dois anos após a data em que tal lucro tenha sido realizado. Esta subseção não deverá ser interpretada de forma a abranger qualquer transação em que tal acionista controlador não fosse tal, tanto no momento da compra e venda, ou da venda e compra, do título ou do acordo de *swap* baseado em valores mobiliários envolvido, ou qualquer transação ou transações que a Comissão possa isentar por meio de regras e regulamentos, por não estarem abrangidas pelo propósito desta subseção. (tradução nossa)”<sup>14</sup>

Nessa seção, qualquer lucro obtido pelos diretores, acionistas majoritários e administradores da companhia emissora de títulos mobiliários, em virtude de sua relação com a empresa emissora, em período inferior a 06 (seis) meses, deve ser retornado em benefício da empresa sendo passível de recuperação por ela. Essa seção foi a fundação para o início do combate ao *insider trading*, por tratar-se da primeira vedação do uso de informação de cunho relevante e confidencial por *insiders* da companhia para auferir lucros injustas mediante a compra e venda, e vice-versa, de títulos mobiliários com base nessas informações.

No que tange ao ordenamento jurídico brasileiro, o primeiro dispositivo que visou combater a prática do *insider trading* passou a vigorar com o artigo 3º, inciso X da Lei 4.728/1965<sup>15</sup>. Com esse dispositivo, o Banco Central do Brasil ficou responsável por fiscalizar o uso das informações privilegiadas ainda não divulgadas ao público, por pessoas que em decorrência dos cargos que exerciam, tinham acesso a informações relevantes e sigilosas. No entanto, o combate ao *insider trading* mediante o dispositivo supracitado não havia quaisquer resultados efetivos, visto que não havia nenhum mecanismo para a fiscalização, repressão ou punição da prática, não apresentando sequer caracterização de ato ilícito administrativo ou a configuração do *insider trading* como crime.

Posteriormente, com o advento da Lei das S.A., em seu artigo 155, §1º e §2º, foi imposto o dever de sigilo em relação a qualquer informação privilegiada que ainda não tenha sido veiculada publicamente aos demais participantes do mercado, ainda, foi conferido a aos administradores das companhias o dever de zelar para que os seus subordinados não

---

<sup>14</sup> Disponível em: <https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1885/pdf/COMPS-1885.pdf>. Acesso em 02 de maio de 2023 às 20:00.

<sup>15</sup> “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”.



comprometam a confidencialidade das informações para auferir de vantagem indevida. Além disso, no §3º do art. 155 da mesma Lei, foi conferido a pessoa que for lesada devido a negociação de valores mobiliários realizada mediante uso de informação privilegiada não divulgada no mercado por administradores e seus subordinados, o direito a propor ação por perdas e danos na via judicial cível. O referido artigo e seus parágrafos, 1º, 2º e 3º passaram a vigorar com a seguinte redação:

“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.

§2º O administrador deve zelar para que a violação do disposto no §1º não possa ocorrer através de subordinados ou terceiros de sua confiança.

§3º A pessoa prejudicada em compra e venda de valores mobiliários contratada com infração no disposto dos §1º e 2º, tem direito de haver do infrator indenização por perdas e danos, a menos que ao contratar já conhecesse da informação.”

No entanto, essa norma apenas objetivou a responsabilização dos administradores da companhia, dos seus subordinados e seus terceiros de confiança, excluindo outros indivíduos que se caracterizariam como *insiders* da companhia, mais notavelmente acionistas controladores. Essa brecha foi parcialmente sanada com o advento do artigo 9º da Instrução nº 31 da CVM em 1984<sup>16</sup>, que conferiu o dever de sigilo sobre informações sobre ato ou fato relevante até a sua divulgação ao mercado aos administradores e aos acionistas controladores da companhia, conforme disposto a seguir:

“Art. 9º - Cumpre aos administradores e acionistas controladores guardar sigilo as informações relativas a ato ou fato relevante às quais tenham acesso privilegiado em razão do cargo ou posição que ocupam, até sua comunicação e divulgação ao mercado.”

Contudo, a conduta do *insider trading* ainda não contava com nenhuma norma penal para sua criminalização no ordenamento brasileiro, não sendo tipificado especificamente no Código Penal, nem sequer tendo previsão na Lei nº 1.521. de 26 de dezembro de 1951, conhecida de modo geral como Lei dos Crimes Contra a Economia Popular. Apesar da falta de

<sup>16</sup>

BRASIL.

CVM.

Disponível

em:

<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst031.html#:~:text=Disp%C3%B5e%20acerca%20da%20divulga%C3%A7%C3%A3o%20e%20relevante%20relativo%20%C3%A0s%20companhias%20abertas.&text=VIDE%20Nota%20Explicativa%2028%2F84>. Acesso em 09 de junho de 2023.

tipificação específica do ordenamento, a conduta do *insider trading* poderia ser genericamente qualificada como estelionato, conforme descrito no art. 171 do Código Penal “Obter, para si ou para outrem, vantagem ilícita, em prejuízo alheio, induzindo ou mantendo alguém em erro, mediante artifício, ardil, ou qualquer outro meio fraudulento”. Nesse sentido, relata PARENTE<sup>17</sup>:

“A despeito da quase total ausência de análise da tipificação penal do “*insider trading*”, um só caminho, a nosso ver, se oferece para tentar-se tal: sua qualificação como crime de estelionato, que é um crime que abrange enorme gama de situações. Como estelionato, seria objeto de consideração o art. 171 do Código Penal, que dispõe ser crime o “ato de obter, para si ou para outrem, vantagem ilícita, em prejuízo alheio, induzindo ou mantendo alguém em erro, mediante artifício, ardil, ou qualquer outro meio fraudulento”. Bento de Faria, citado por José Antonio Pereira Ribeiro em “Fraude e Estelionato”, ao comentar o citado dispositivo, entende que o delito se configura pela ocorrência dos seguintes requisitos a) que haja a obtenção ilegítima de uma vantagem, seja ou não econômica, visto como o objeto do delito é o conjunto de bens jurídicos suscetíveis de serem compreendidos no conceito genérico de propriedade; b) que tal ocorra mediante o uso de qualquer artifício ou ardil, com a possibilidade de induzir o sujeito passivo a erro ou engano; c) que a prestação feita por esse ao sujeito ativo seja voluntária, embora a consequência venha do engano; d) que a manobra fraudulenta tenha influência sobre a determinação da vítima; e e) que o sujeito passivo tenha sofrido qualquer prejuízo. Do exposto, verifica-se que no ‘*insider trading*’ existem todos esses requisitos”

Contudo, o advento da Lei nº 10.303 em 2001, fora adicionado à Lei nº 6.385/1976 o artigo 27-D, que finalmente conferiu a criminalização da prática de manipulação de mercado e do uso indevido de informação relevante e privilegiada, *ad litteram*:

“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.”

Ainda, a Lei nº 10.303/01 acrescentou um novo parágrafo que trouxe uma importante inovação ao artigo 155 da Lei das S.A., preenchendo a lacuna jurídica que limitava a prática a apenas os administradores da companhia e passando abranger qualquer pessoa a que tenha tido acesso a informação relevante ainda não divulgada ao mercado:

---

<sup>17</sup> PARENTE, Norma Jonssen. Aspectos Jurídicos do “*insider trading*”. Superintendência Jurídica da Comissão de Valores Mobiliários, jun. 1978. p. 12-13. Disponível em: [https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/acao\\_informacao/serieshistoricas/estudos/anexos/Aspectos-Juridicos-do-insider-trading-NJP.pdf](https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/acao_informacao/serieshistoricas/estudos/anexos/Aspectos-Juridicos-do-insider-trading-NJP.pdf). Acesso em: 06 jul. 2023 às 17:31.

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

Em sequência, a Instrução CVM 358 de 2002 (“ICVM 358/02”)<sup>18</sup> trouxe alterações a regulamentação da divulgação de informações relevantes no Mercado de Valores Mobiliários, dispondo em seu art. 8 o dever de sigilo para os indivíduos os quais tenham acesso privilegiado a informações de ato ou fato relevante em razão de suas funções na empresa emissora de títulos de valores mobiliários, até sua divulgação ao mercado, assim como zelar para que seus subordinados e terceiros de confiança também zelem pela confidencialidade de informações relevantes até sua devida publicação ao mercado, conforme citado abaixo:

“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.”

Não apenas, o principal destaque da ICVM 358/02 foi o art. 13, no qual dispõe acerca da vedação do uso indevido de informação privilegiada por parte dos *insiders* relacionados à companhia, assim como quaisquer outros que tenham conhecimento de informação referente a ato ou fato relevante, sabendo que ainda não divulgada ao mercado, nos seguintes termos:

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

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

§2º Sem prejuízo do disposto no parágrafo anterior, a vedação do caput se aplica também aos administradores que se afastem da administração da companhia antes da

18

BRASIL.

CVM.

Disponível

em:

<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst358.html#:~:text=Disp%C3%B5e%20sobre%20a%20divulga%C3%A7%C3%A3o%20e,para%20a%20negocia%C3%A7%C3%A3o%20de%20a%C3%A7%C3%B5es> –

Acesso em: 20 de maio de 2023

divulgação pública de negócio ou fato iniciado durante seu período de gestão, e se estenderá pelo prazo de seis meses após o seu afastamento.

§3º A vedação do caput também prevalecerá: I – se existir a intenção de promover incorporação, cisão total ou parcial, fusão, transformação ou reorganização societária; e II – em relação aos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores e membros do conselho de administração, sempre que estiver em curso a aquisição ou a alienação de ações de emissão da companhia pela própria companhia, suas controladas, coligadas ou outra sociedade sob controle comum, ou se houver sido outorgada opção ou mandato para o mesmo fim.

•§3º incisos I e II, com redação dada pela Instrução CVM no 369, de 11 de junho de 2002.

§4º Também é vedada a negociação pelas pessoas mencionadas no caput no período de 15 (quinze) dias que anteceder a divulgação das informações trimestrais (ITR) e anuais (DFP) da companhia, ressalvado o disposto no § 2º do art. 15-A.

• §4º com redação dada pela Instrução CVM nº 568, de 17 de setembro de 2015.

§5º As vedações previstas no caput e nos §§ 1º, 2º, e 3º, inciso I, deixarão de vigorar tão logo a companhia divulgue o fato relevante ao mercado, salvo se a negociação com as ações puder interferir nas condições dos referidos negócios, em prejuízo dos acionistas da companhia ou dela própria.

•§5º com redação dada pela Instrução CVM no 369, de 11 de junho de 2002.

§6º A vedação prevista no caput não se aplica à aquisição de ações que se encontrem em tesouraria, através de negociação privada, decorrente do exercício de opção de compra de acordo com plano de outorga de opção de compra de ações aprovado em assembleia geral, ou quando se tratar de outorga de ações a administradores, empregados ou prestadores de serviços como parte de remuneração previamente aprovada em assembleia geral.

§7º As vedações previstas no caput e nos §§ 1º a 3º não se aplicam às negociações realizadas pela própria companhia aberta, pelos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, de acordo com os procedimentos previstos no art. 15-A.

•§§ 6º e 7º com redação dada pela Instrução CVM nº 568, de 17 de setembro de 2015.”

Além disso, o artigo 27-D da Lei nº 6.385/1976 sofreu alterações com a Lei nº 13.506/2017, passando a vigorar com a seguinte redação:

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

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

§ 1º Incorre na mesma pena quem repassa informação sigilosa relativa a fato relevante a que tenha tido acesso em razão de cargo ou posição que ocupe em emissor de valores mobiliários ou em razão de relação comercial, profissional ou de confiança com o emissor.

§ 2º A pena é aumentada em 1/3 (um terço) se o agente comete o crime previsto no caput deste artigo valendo-se de informação relevante de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo.”

Por fim, é relevante destacar a mais recente inovação regulatória referente ao delito de uso indevido de informação privilegiada, tratando-se da Resolução 44 de 2021 da CVM<sup>19</sup>, que proporcionou uma atualização das disposições acerca da definição de ato ou fato relevante, do dever de guardar sigilo e do uso indevido de informação privilegiada, em seus artigos 2º, 8º e 13º, respectivamente. Com a seguinte redação:

Art. 2º Considera-se relevante, para os efeitos desta Resolução, qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembleia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável

I – na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados;

II – na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários; ou

III – na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados. Parágrafo único. Observada a definição do caput, são exemplos de ato ou fato potencialmente relevante, dentre outros, os seguintes:

I – assinatura de acordo ou contrato de transferência do controle acionário da companhia, ainda que sob condição suspensiva ou resolutiva;

II – mudança no controle da companhia, inclusive por meio de celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas;

III – celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas em que a companhia seja parte ou interveniente, ou que tenha sido averbado no livro próprio da companhia;

IV – ingresso ou saída de sócio que mantenha, com a companhia, contrato ou colaboração operacional, financeira, tecnológica ou administrativa;

V – autorização para negociação dos valores mobiliários de emissão da companhia em qualquer mercado, nacional ou estrangeiro;

VI – decisão de promover o cancelamento de registro da companhia aberta;

VII – incorporação, fusão ou cisão envolvendo a companhia ou empresas ligadas;

VIII – transformação ou dissolução da companhia;

IX – mudança na composição do patrimônio da companhia;

X – mudança de critérios contábeis;

XI – renegociação de dívidas;

XII – aprovação de plano de outorga de opção de compra de ações;

XIII – alteração nos direitos e vantagens dos valores mobiliários emitidos pela companhia;

XIV – desdobramento ou grupamento de ações ou atribuição de bonificação;

XV – aquisição de valores mobiliários de emissão da companhia para permanência em tesouraria ou cancelamento, e alienação de valores mobiliários assim adquiridos;

XVI – lucro ou prejuízo da companhia e a atribuição de proventos em dinheiro;

XVII – celebração ou extinção de contrato, ou o insucesso na sua realização, quando a expectativa de concretização for de conhecimento público;

XVIII – aprovação, alteração ou desistência de projeto ou atraso em sua implantação;

XIX – início, retomada ou paralisação da fabricação ou comercialização de produto ou da prestação de serviço;

XX – descoberta, mudança ou desenvolvimento de tecnologia ou de recursos da companhia;

<sup>19</sup> BRASIL. CVM. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol044.html>. Acesso em 12 de junho de 2023 às 20:31.

XXI – modificação de projeções divulgadas pela companhia; e XXII – pedido de recuperação judicial ou extrajudicial, requerimento de falência ou propositura de ação judicial, de procedimento administrativo ou arbitral que possa vir a afetar a situação econômico-financeira da companhia.

(...)

Art. 8º Os acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, e empregados da companhia, devem 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.

(...)

Art. 13. É vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, mediante negociação de valores mobiliários. § 1º Para fins da caracterização do ilícito de que trata o caput, presume-se que:

I – a pessoa que negociou valores mobiliários dispondo de informação relevante ainda não divulgada fez uso de tal informação na referida negociação;

II – acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração e do conselho fiscal, e a própria companhia, em relação aos negócios com valores mobiliários de própria emissão, têm acesso a toda informação relevante ainda não divulgada;

III – as pessoas listadas no inciso II, bem como aqueles que tenham relação comercial, profissional ou de confiança com a companhia, ao terem tido acesso a informação relevante ainda não divulgada sabem que se trata de informação privilegiada;

IV – o administrador que se afasta da companhia dispondo de informação relevante e ainda não divulgada se vale de tal informação caso negocie valores mobiliários emitidos pela companhia no período de 3 (três) meses contados do seu desligamento;

V – são relevantes, a partir do momento em que iniciados estudos ou análises relativos à matéria, as informações acerca de operações de incorporação, cisão total ou parcial, fusão, transformação, ou qualquer forma de reorganização societária ou combinação de negócios, mudança no controle da companhia, inclusive por meio de celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas, decisão de promover o cancelamento de registro da companhia aberta ou mudança do ambiente ou segmento de negociação das ações de sua emissão; e

VI – são relevantes as informações acerca de pedido de recuperação judicial ou extrajudicial e de falência efetuados pela própria companhia, a partir do momento em que iniciados estudos ou análises relativos a tal pedido.

§ 2º As presunções previstas no § 1º:

I – são relativas e devem ser analisadas em conjunto com outros elementos que indiquem se o ilícito previsto no caput foi ou não, de fato, praticado; e

II – podem, se for o caso, ser utilizadas de forma combinada.

§ 3º As presunções previstas no § 1º não se aplicam:

I – aos casos de aquisição, por meio de negociação privada, de ações que se encontrem em tesouraria, decorrente do exercício de opção de compra de acordo com plano de outorga de opção de compra de ações aprovado em assembleia geral, ou quando se tratar de outorga de ações a administradores, empregados ou prestadores de serviços como parte de remuneração previamente aprovada em assembleia geral; e

II – às negociações envolvendo valores mobiliários de renda fixa, quando realizadas mediante operações com compromissos conjugados de recompra pelo vendedor e de revenda pelo comprador, para liquidação em data preestabelecida, anterior ou igual à do vencimento dos títulos objeto da operação, realizadas com rentabilidade ou parâmetros de remuneração predefinidos.

§ 4º A proibição de que trata o caput não se aplica a subscrições de novos valores mobiliários emitidos pela companhia, sem prejuízo da incidência das regras que dispõem sobre a divulgação de informações no contexto da emissão e oferta desses valores mobiliários.”

## CAPÍTULO 2 - ASPECTOS PENAIS DO *INSIDER TRADING* NO BRASIL

### 2.1 – Da Tutela Penal do delito de *insider trading*

De início, faz-se mister definir os bens jurídicos protegidos pela norma do artigo 27-D da Lei 6.385/1976 que criminaliza a conduta do uso indevido de informações privilegiadas e suas alterações introduzidas pelo advento da Lei nº 10.303/2001 e da Lei nº 13.506/2017. Assim, podemos definir bens jurídicos conforme respaldado pelo entendimento de ROXIN, que compreende os bens jurídicos como sendo “circunstâncias reais dadas ou finalidades necessárias para uma vida segura e livre, que garanta todos os direitos humanos e civis de cada um na sociedade ou para funcionamento de um sistema estatal que se baseia nestes objetivos”<sup>20</sup>. Com isso, segundo MIKALOVSKI<sup>21</sup>, os principais objetos tutelados dessa tipificação consistem na proteção as relações de confiança, transparência e lealdade entre todos os participantes do mercado de capitais, local onde deve se qualificar pela igualdade de oportunidades de negociações entre os investidores, sendo fundamental para a proteção do processo de livre formação de preços dos valores imobiliários.

Nesse sentido, BITENCOURT<sup>22</sup> preconiza:

“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. Nessa perspectiva, é fundamental criar uma área de tutela ao processo de livre formação dos preços dos valores mobiliários. Já se demonstrou que uma das formas de proteção desse fenômeno realiza-se por intermédio do crime de manipulação do mercado, eis que a manipulação dos preços e da demanda de uma ação em razão da execução de operações simuladas ou fraudulentas abala o seu regular funcionamento. Aqui, os interesses tutelados são rigorosamente os mesmos. 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.”

O tipo penal tutelado pelo art. 27-D da Lei 6.385/1976 pune especificamente o ato de utilizar informação relevante como dado para auferir vantagem própria ou em nome de terceiros mediante negociação de valores mobiliários, interferindo no devido funcionamento do mercado de valores mobiliários. Esse tipo penal apresenta elemento subjetivo especial, exigindo a

<sup>20</sup> ROXIN, Claus. A proteção de bens jurídicos como função do direito penal, Org. Trad. André Luís Callegari e Nereu José Giacomolli – 2. ed. Porto Alegre: Livraria do Advogado Editora, 2009. p. 18-19.

<sup>21</sup> MIKALOVSKI, Algacir. Crimes Contra o Mercado de Capitais – Bem Jurídico, Tipos e Investigação, Curitiba, Editora Juruá. 2014. p. 141.

<sup>22</sup> BITENCOURT, Cezar Roberto. Tratado de Direito Penal Econômico, volume I. São Paulo: Saraiva. 2016. *E-book* Kindle. p. 334-335.

comprovação de dolo específico para sua configuração, devendo o agente agir de livre e consciente vontade, utilizando informação relevante ainda não divulgada ao mercado, tendo pleno conhecimento de que deve manter sigilo acerca dessas informações relevantes, e visando obter, para si ou para outrem, vantagem indevida.

O objetivo final da conduta criminosa do uso indevido de informação privilegiada consiste no *insider* obter vantagem ilícita ao negociar valores mobiliários, ao utilizar informações relevantes antes de sua devida divulgação ao público. Essa vantagem pode se caracterizar através de lucros ou proteção contra possíveis perdas no mercado de ações. Conforme preconizado pelo artigo 27-D caput, Lei 6.385/1976, essa conduta possui sanções penais cumulativas, incluindo a possibilidade de pena de reclusão e multa, esta última podendo chegar a até três vezes o montante da vantagem ilícita.

Portanto, o bem jurídico protegido pela norma penal do artigo 27-D da Lei 6.385/1976 consiste na preservação da integridade e lisura do mercado de valores mobiliários, assegurando a preservação das relações de confiança, transparência e lealdade entre seus participantes, e que todos os investidores desfrutem de igualdade de oportunidades na negociação de valores mobiliários. Além disso, a criminalização da prática de *insider trading* visa proteger o processo de livre formação de preços dos valores mobiliários, garantindo que as informações relevantes sejam divulgadas de maneira adequada e que o mercado funcione de acordo com as regras estabelecidas.

## **2.2 – Consumação do Delito: Crime Material x Formal**

Quanto ao crime de uso indevido de informação privilegiada, a doutrina diverge quanto a classificação como material ou formal. Para EIZIRIK<sup>23</sup> o crime é material, de forma que o momento da consumação do delito é o da conquista da vantagem indevida, obtida com a utilização da informação privilegiada, admitindo a possibilidade de tentativa.

No mesmo sentido, CASTELLAR<sup>24</sup> também considera que o crime tem natureza material, conforme disposto a seguir:

“Trata-se de delito material, pois o resultado dependerá da vantagem que o agente venha a perceber com a negociação da informação relevante no mercado. (...) somente estará configurado o delito descrito no artigo 27-D do CP se o agente efetivamente

---

<sup>23</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais: Regime Jurídico. Rio de Janeiro: Renovar. 2011. p. 565.

<sup>24</sup> CASTELLAR, José Carlos. Insider Trading e os novos crimes corporativos. (uso indevido de informação privilegiada, manipulação de Mercado e exercício irregular de cargo, profissão, atividade ou função). Rio de Janeiro: Editora Lumen Juris. 2008. p. 119.



obtiver a vantagem indevida (ou deixar de obtê-la por circunstância alheia a sua vontade) (...).”

No entanto, o entendimento majoritário dos doutrinadores no ordenamento brasileiro caracteriza o crime como formal, sendo concretizada a conduta criminosa mediante o uso da informação privilegiada para a negociação de valores mobiliários, com a intenção de obter vantagem ilícita, independente se referida vantagem é obtida ou não.

Nesse sentido, é relevante destacar o posicionamento de BITENCOURT<sup>25</sup> acerca da temática:

“O crime seria de resultado apenas se o tipo penal descrevesse evento proibido, ou seja, se punisse, por exemplo, a conduta de obter vantagem indevida ou a de causar dano a terceiros mediante utilização da informação. O dolo é de resultado, mas o tipo penal não o descreve, e, portanto, não exige sua superveniência. Há, contudo, uma sutil distinção entre o crime de manipulação do mercado e de uso indevido de informação privilegiada, pois no primeiro, embora exista também o especial fim de agir diretamente ligado ao resultado (fim de obter vantagem indevida ou lucro, para si ou para outrem, ou causar dano a terceiros), o tipo penal não exige a comprovação de que as operações simuladas ou fraudulentas tenham, no caso concreto, essa capacidade. No uso de informação privilegiada, o tipo reclama a demonstração da necessária aptidão dos elementos (capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida), exigindo uma maior reflexão do intérprete. A descrição dessa capacidade de propiciar a vantagem indevida poderia sugerir que a hipótese revela um tipo de perigo concreto em razão da exigência de que a informação seja concretamente apta a gerar a vantagem indevida, punindo-se a mera utilização nessas circunstâncias. No entanto, bem analisado o tipo penal, deve-se destacar que, na categoria dos crimes de perigo concreto, o preceito deve descrever o perigo a ser criado pela conduta.”

Nesta senda, o doutrinador PRADO também se manifesta acerca da formalidade da consumação do delito “É também delito de mera atividade, que se consuma com a utilização de informação privilegiada em negociações de valores mobiliários.”<sup>26</sup>

Esse entendimento é atrelado ao próprio funcionamento do mercado, onde é necessário tempo para que as informações relevantes sejam divulgadas aos investidores e possam gerar mudanças no mercado de capitais. Assim, com a utilização da informação privilegiada antes de sua divulgação ao mercado estaria indo contra as regras do mercado, danificando a confiança dos investidores no mercado e o princípio de igualdade de acesso a informações.

### 2.3 – Dos Sujeitos Ativos do Crime de *insider trading*

O delito de uso indevido de informação privilegiada no mercado de valores mobiliários, apresenta uma dinâmica complexa que envolve vários sujeitos ativos e passivos no contexto do

<sup>25</sup> BITENCOURT, Cezar Roberto. Tratado de Direito Penal Econômico, volume I. São Paulo: Saraiva. 2016. *E-book* Kindle. p. 348-349.

<sup>26</sup> PRADO, Luiz Regis. Direito Penal Econômico 9. Ed. Rio de Janeiro: Forense. 2021. *E-book* Kindle. p. 296.

ordenamento jurídico brasileiro. Com isso, é basilar definir quais são efetivamente os sujeitos necessários para a conduta em análise no presente trabalho.

O sujeito ativo da prática do crime de uso indevido de informação privilegiada é o chamado "*insider*". Nos termos do art. 27-D introduzido à Lei nº 6.385/1976 com o advento da Lei nº 10.303/01, o sujeito ativo da prática de *insider trading* consiste na pessoa que tem acesso a informações confidenciais sobre uma empresa emitente de valores mobiliários e seja detentora do dever de sigilo sobre as informações relevantes. *insiders* podem ser diretores, administradores, membros do conselho fiscal, acionistas controladores, funcionários-chave, consultores e qualquer outro profissional que tenha acesso a dados sensíveis em que ainda não foram divulgados ao mercado, e sendo detentores do dever de manter sigilo sobre informações relevantes.

Neste mesmo sentido é o entendimento do exímio doutrinador PRADO<sup>27</sup>:

“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.”

Conforme a referida Lei, a conduta do uso indevido de informação privilegiada constitui crime próprio, conforme definição do doutrinador NUCCI<sup>28</sup>, em decorrência de sua redação exigir sujeito ativo especial ou qualificado para sua configuração, somente podendo ser praticado por determinadas pessoas, aquelas que sejam detentoras de informações relevantes e tenham o dever de sigilo.

Quanto a figura do sujeito ativo, é importante fazer distinção entre ambos os tipos de *insiders*: os “*insiders* primários”, ou institucionais, e os “*insiders* secundários” ou *tippers*. Nesse sentido, é relevante a definição dos referidos tipos de *insiders* conforme elaborado pelo doutrinador EIZIRIK<sup>29</sup>:

“Os “*insiders* primários” ou “institucionais” são aqueles que detêm acesso a informação privilegiada em razão de sua condição de acionistas controladores, pelo fato de ocuparem cargo de administração ou ainda no exercício de uma função, mesmo pública, de uma profissão ou de um ofício, ainda que temporário, que lhes permita o

<sup>27</sup> PRADO, Luiz Regis. Direito Penal Econômico 9. Ed. Rio de Janeiro: Forense. 2021. *E-book* Kindle. p. 293-294.

<sup>28</sup> NUCCI, Guilherme de Souza. Manual de Direito Penal. 18 ed. Rio de Janeiro: Forense. 2022. p. 117.

<sup>29</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais: Regime Jurídico. Rio de Janeiro: Renovar. 2011. p. 563.

acesso direto a uma informação privilegiada. São pessoas que recebem, diretamente, a informação privilegiada de sua fonte e tem o conhecimento especializado suficiente para saber que tal informação é relevante.

Já os “*insiders* secundários” (*tippees*) são aqueles que recebem a informação privilegiada, direta ou indiretamente, dos “*insiders* primários” e não estão obrigados ao dever de sigilo e nem necessariamente sabem que se trata de uma informação relevante.”

Nesta senda, também discorrem sobre o tema SANTOS, OSÓRIO e WELLISCH<sup>30</sup>:

“Nesse ponto já é possível perceber a diferença entre os *insiders* primários e os denominados *insiders* secundários. Aqueles são os que possuem acesso direto a informação relevante sigilosa, tais como administradores da companhia, acionistas controladores, auditores ou advogados contratados pela sociedade. Os *insiders* secundários, por seu turno, são aqueles que tomam conhecimento da informação privilegiada por meio – direto ou indireto – dos *insiders* considerados primários e podem ser, por exemplo, amigos, parentes ou até os próprios intermediários.”

Em suma, os *insiders* primários (*corporate insiders*) são aquelas pessoas que possuem acesso direto a informação privilegiada, em decorrência da sua condição, posição ou cargo na companhia, e possuem discernimento o suficiente para saber que tal informação é relevante. A figura dos *insiders* primários é composta pelos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária da companhia, conforme disposto pelo art. 13º, caput da Instrução nº 358/2002 da CVM<sup>31</sup>. Por seu turno, o *insiders* secundários são indivíduos que não possuem cargos relacionados a companhia, mas recebem dos *insiders* primários *tips* (“dicas”) acerca de informações privilegiadas elencadas a companhia que os *insiders* primários estão inseridos. Por isso, os *insiders* secundários também são conhecidos pela doutrina como *tippees*.

No entanto, com as alterações a redação do art. 27-D da Lei nº 6.385/1976 trazidas pela Lei nº 13.506/2017, deixou-se de identificar os autores do crime como *insiders* primários e secundários. Isso porque a Lei nº 13.506/2017 retirou a expressão “e da qual deva manter sigilo”, presente no texto original da Lei nº 10.303/2001 que introduziu o art. 27-D, o qual limitava o sujeito ativo do crime do uso de indevido de informações privilegiadas aos *insiders*

<sup>30</sup> SANTOS, Alexandre Pinheiro dos; OSÓRIO, Fábio Medina; WELLISCH, Julya Sotto Mayor. Mercado de Capitais: regime sancionador. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 152.

<sup>31</sup> “Art. 13. Antes da divulgação ao mercado de ato ou fato relevante ocorrido nos negócios da companhia, é vedada a negociação com valores mobiliários de sua emissão, ou a eles referenciados, pela própria companhia aberta, pelos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, ou por quem quer que, em virtude de seu cargo, função ou posição na companhia aberta, sua controladora, suas controladas ou coligadas, tenha conhecimento da informação relativa ao ato ou fato relevante.”

primários. Assim, com essa alteração, passaram-se os *insiders* secundários a também configurar o polo ativo do delito estudado, o que configurou uma melhora na eficácia da Lei para a repressão da conduta de *insider trading*.

Ainda, é mister salientar que, conforme já abordado no presente trabalho, a Lei 10.303/2017 também reformou o art. 155 da Lei das S.A., adicionando o §4<sup>o32</sup>, passando a vedar que qualquer pessoa que tenha acesso a informação relevante ainda não divulgada a utilize com finalidade de obter vantagem indevida para si ou para outrem.

No bojo dessa alteração, é relevante o posicionamento do doutrinador PROENÇA<sup>33</sup>, *ad litteram*:

“Com efeito, a introdução do novo parágrafo, ao nosso ver, visou, especificamente a vedar a “qualquer pessoa”, sem qualquer limitação, a utilização de informações privilegiadas no mercado de capitais, até porque, a base da legislação não é mais societária, mas sim relativa a valores mobiliários, como discutido anteriormente. O dever de lealdade restringe aos administradores, mas qualquer outra pessoa sujeita-se às normas repressivas da prática do *insider trading*, quer as de natureza civil, quer as de ordem penal. Repise-se que a questão é pública, de interesse do povo, nos termos do artigo 3o, II, da CF.”

## 2.4 – Das provas em relação ao delito de *insider trading*

O processo de comprovação do delito de *insider trading* frequentemente envolve a análise de indícios e presunções que sustentam a acusação. Dada a dificuldade inerente da investigação de crimes contra o Mercado de Valores Mobiliários, o crime de uso indevido de informação privilegiada apresenta as mesmas dificuldades para a obtenção de evidências diretas e concretas. Portanto, neste tópico, exploraremos as principais bases comprobatórias que dão alicerce ao início da persecução penal dos responsáveis pelo crime de *insider trading*.

De início, é preciso ressaltar que o crime do uso indevido de informação privilegiada é caracterizado por elemento subjetivo especial. Sendo necessário a configuração de nexos causal, mediante dolo específico do agente, agindo de livre e consciente vontade, utilizando informação relevante ainda não divulgada ao mercado, da qual tem conhecimento, para guiar a negociação de valores mobiliários. Com base nos elementos do nexos causal, ou seja, tendo acesso à informação privilegiada e seu uso doloso em negociações no mercado, são configurados os

<sup>32</sup> “(...) § 4º É vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários.”

<sup>33</sup> PROENÇA, José Marcelo Martins. *Insider trading: regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2005. p. 293.

indícios e presunções da prática da conduta de *insider trading*, pelos quais os órgãos competentes usam para sustentar o início da investigação.

Esse entendimento da importância dos indícios e presunções para a comprovação do crime de *insider trading* é compartilhado por PARENTE<sup>34</sup>:

“Tudo o que até aqui foi exposto não surtiria qualquer efeito prático se não se pudesse legalmente provar a ocorrência do *"insider trading"*. As características deste nos levam a crer que, em matéria de comprovar sua ocorrência, as presunções desempenharão relevante papel.

(...)

No *"insider trading"*, onde se verifica uma omissão dolosa, o convencimento do juiz, na maior parte das vezes, será feito com base em indícios, que terão como consequência presunções, ou talvez até mesmo através de normas da experiência comum, subministradas pela observação do que ordinariamente acontece (prova baseada na experiência – denominada prova *"prima facie"*).”

É importante esclarecer que os indícios e as presunções da prática do *insider trading* não constituem elementos suficientes para a comprovação do delito por inteiro, mas sim consistindo em fatos que possibilitam o início da investigação de outras circunstâncias que comprovem a existência do ilícito. Conforme o disposto no art. 239 do Código de Processo Penal, o indício é considerado “a circunstância conhecida e provada, que, tendo relação com o fato, autorize, por indução, concluir-se a existência de outra ou outras circunstâncias”. Assim, o indício do crime constitui circunstância diversa da conduta delituosa, mas que ocasiona na revelação do delito em decorrência de sua relação, como é o entendimento de CARRARA<sup>35</sup>:

“(...) em direito penal se denominam indícios aquelas circunstâncias que, embora não constituam em si o delito, e sejam materialmente diversas da ação criminosa, sem embargo a revelam, por uma certa relação que pode existir entre tais circunstâncias e o fato criminoso que se investiga.”

No que tange ao âmbito das presunções, a CVM, ao julgar acerca do uso de informação privilegiada, estabeleceu um entendimento unificado referente as presunções características dos *insiders* primários, sendo essas: (i) a presunção de que em certos períodos, como os que antecedem a divulgação de resultados, ofertas públicas e aviso de fato relevante, há informação relevante; (ii) a presunção de conhecimento, pelos *insiders* primários, da informação relevante ainda não divulgada ao mercado (*iuris tantum*); e (iii) a presunção de que os *insiders* primários

<sup>34</sup> PARENTE, Norma Jonssen. Aspectos Jurídicos do “*insider trading*”. Superintendência Jurídica da Comissão de Valores Mobiliários, jun. 1978. p.10 Disponível em: [https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/acesso\\_informacao/serieshistoricas/estudos/anexos/Aspectos-Juridicos-do-insider-trading-NJP.pdf](https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/acesso_informacao/serieshistoricas/estudos/anexos/Aspectos-Juridicos-do-insider-trading-NJP.pdf). Acesso em: 06 jul. 2023 às 17:31.

<sup>35</sup> CARRARA, Francesco. Programa do curso de direito criminal. Volume 1. Campinas: LZN, 2002. p. 344.

que negociam com ações da companhia na posse da informação relevante e antes da sua divulgação ao mercado o fazem com a intenção de auferir vantagem indevida.<sup>36</sup>

Em contraste com esse entendimento, para a figura dos *insiders* secundários ou *tippees* não há presunção *iuris tantum* da posse de informação privilegiada, sendo necessária a comprovação de que esses tipos de *insiders* utilizaram informações privilegiadas para a negociação de valores mobiliários por meio de diversos indícios robustos, concorrentes e graves. Nesse sentido, é pertinente o voto da Diretora Norma Jonssen Parente no Processo Administrativo Sancionador da CVM nº13/2000:

“Embora seja verdade que a presunção em se tratando de administrador é "*iuris tantum*", nada impede que se presuma a culpa do "*tippee*" ou do "*insider* de mercado", havendo indícios que façam supor que o mesmo comprou ou vendeu ações no mercado com informação privilegiada. A presunção decorre do convencimento do julgador a partir de indícios fortes e concorrentes.

(...)

Assim, mesmo em se tratando de não administrador, o "*insider trading*" pode e deve ser reconhecido se os indícios levarem a essa conclusão. Portanto, entendo que a partir de indícios graves, precisos e concorrentes se possa também presumir a responsabilidade de não administradores, ainda que não decorra da presunção "*iuris tantum*".<sup>37</sup>

Com base nesses entendimentos, a primeira via comprobatória do delito de *insider trading* se dá pela via administrativa, no qual a CVM como entidade competente para fiscalizar o devido funcionamento do Mercado de Valores Mobiliários, conforme será descrito de forma detalhada nos tópicos seguintes do presente trabalho, poderá, mediante qualquer suspeita, entrar com Processo Administrativo Sancionador contra quaisquer atos ilegais e práticas não equitativas. Com a CVM podendo utilizar de quaisquer indícios e presunções que fundamentem a acusação e eventual condenação pelo delito do uso indevido de informação privilegiada, equivalendo os indícios e presunções como qualquer meio de prova, conforme no precedente descrito pelo voto do Diretor-Relator Eli Loria no Processo Administrativo Sancionador da CVM nº 13/09:

<sup>36</sup> Conforme página 21 do Extrato da Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 15/2010. Diretor-Relator: Roberto Tadeu Antunes Fernandes. Presidente da sessão de julgamento: Leonardo P. Gomes Pereira. Data de Julgamento: 08.12.2015. Disponível em: [https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2015/20151208\\_PAS\\_152010.pdf](https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2015/20151208_PAS_152010.pdf). Acesso em 25 de setembro de 2023.

<sup>37</sup> Extrato da Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 13/2000. Diretor-Relator: Marcelo Fernandes Trindade. Presidente da sessão de julgamento: Norma Jonssen Parente. Data de Julgamento: 17.04.2002. Disponível em: [https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2002/20020417\\_PAS\\_1300.pdf](https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2002/20020417_PAS_1300.pdf). Acesso em 25 de setembro das 2023 às 20:30.

“Trata-se de mais um caso tipificado como de *insider trading* em que é natural que a acusação seja constituída por indícios. Dado o princípio do livre convencimento do julgador, os indícios equivalem a qualquer meio de prova, estando inclusive previstos no art. 239 do Código de Processo Penal, dentro do Título VII, correspondente às provas, sendo a decisão obrigatoriamente motivada.

Como já tive oportunidade de me manifestar em diversas ocasiões, o sistema jurídico brasileiro não estabelece uma hierarquia de provas, todas tendo o mesmo valor. Determinante é que os indícios sejam vários, fortes e convergentes, suficientes a sustentar uma condenação.

Para a resolução de casos em que a prova direta torna-se impossível, a prova indiciária é fundamental, porquanto a solução somente seria viável na hipótese em que a intenção dos acusados pudesse ser pesquisada e afirmada, independentemente, é óbvio, de confissão.

Entretanto, como qualquer meio de prova, um indício, ou mesmo um conjunto de indícios sem consistência, não é suficiente para a condenação. A robustez deste conjunto de indícios é salutar para que se tenha o fato por provado.”<sup>38</sup>

Ainda no mesmo Processo Administrativo Sancionador, é relevante o voto do Diretor Otávio Yazbek acerca da utilização de indícios para comprovação da conduta nos casos que envolvem *insiders secundários*, *in verbis*:

“Preliminarmente, contudo, gostaria de ressaltar que, como exposto pelo Diretor-relator, nos casos envolvendo *insiders secundários*, a utilização de indícios na construção da peça acusatória e na eventual condenação dos acusados mostra-se não só como um caminho natural, mas, muitas vezes, como o único caminho a ser seguido; isso porque penso que a prova definitiva e irrefutável da prática de *insider* de mercado é bastante complexa, exceto se, de alguma forma, o vínculo ficar claramente evidente, como ocorreria na hipótese de haver uma confissão, por exemplo. Entendo, assim, possível que uma condenação seja baseada em prova indiciária, formada por um conjunto de indícios sérios, consistentes e convergentes, e respeitado o princípio do livre convencimento motivado do julgador e essas provas indiciárias são, inclusive, reconhecidas expressamente pelo art. 239 do Código de Processo Penal.

Com efeito, considero que os principais indícios que devem ser considerados para a análise de um caso como o presente são: a oportunidade de negociação, apesar de, como já referido, se reconhecer que o lucro não é elemento intrínseco da negociação com informação privilegiada, a tipicidade do histórico de operações com aquelas ações pelo investidor e a apresentação de tese convincente para justificar as operações realizadas, sem prejuízo, por óbvio, de outros indícios que, eventualmente, surgiram durante a investigação; o que, no presente caso, ocorreu com a demonstração, pela acusação, das relações existentes entre os acusados e, eventualmente, entre estes e a companhia.”<sup>39</sup>

<sup>38</sup> Extrato da Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 13/09. Diretor-Relator: Diretor Eli Loria. Presidente da sessão de julgamento: Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana. Data de Julgamento: 13.09.2011. p. 9. Disponível em: [https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2011/20111213\\_PAS\\_1309.pdf](https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2011/20111213_PAS_1309.pdf). Acesso em 25 de setembro de 2023 às 20:30.

<sup>39</sup> Extrato da Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 13/09. Diretor-Relator: Diretor Eli Loria. Presidente da sessão de julgamento: Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana. Data de Julgamento: 13.09.2011. p. 12. Disponível em: [https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2011/20111213\\_PAS\\_1309.pdf](https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2011/20111213_PAS_1309.pdf). Acesso em 25 de setembro de 2023.

Quanto a figura do *insider* secundário, em decorrência da ausência de presunção do conhecimento da informação privilegiada por parte dos *insiders* secundários, assim como a necessidade de existir indícios múltiplos, graves e precisos para levarem a conclusão ou até mesmo suspeita da prática do crime *insider trading*, atualmente é extremamente desafiador para que as entidades sancionadoras consigam comprovar a conduta ilícita desses agentes. Principalmente pelo fato de que é muito difícil comprovar sequer que esses tipos de *insiders* tiveram acesso informação privilegiada, já que os *insiders* secundários podem adquirir informações privilegiadas dos *insiders* primários por meio diversas formas de conexões, sejam essas por vínculos de amizade, familiares ou até com o único propósito de negociar de valores imobiliários com utilização de informações de cunho relevante antes de sua publicação ao mercado.

Formulada a acusação mediante inquérito administrativo, após constatado o crime do uso indevido de informação privilegiada, a CVM oficiará o Ministério Público Federal (“MPF”), em concordância com o disposto no art. 12 da Lei nº 6.385/1976, repassando todas as informações e provas de que têm ciência, para que o MPF apresente ação penal pública incondicionada, nos termos do artigo 100 do Código Penal. No qual a partir desse momento, a CVM atuará como assistente de acusação, com a CVM mantendo termo de cooperação com o MPF para atuação conjunta em processos de repressão a práticas lesivas ao Mercado de Valores Mobiliários.

## **2.5 – Autoridade responsável pelo julgamento do crime de uso indevido de informação privilegiada**

A Lei nº 10.303/2001, ao implementar a criminalização da conduta de uso indevido de informação privilegiada no ordenamento, não deixou evidente qual é a autoridade competente para julgar o crime de *insider trading*. No entanto, conforme o entendimento pacificado por Algacir Mikalovski, sendo a conduta estudada na presente monografia lesiva ao Sistema Financeiro Nacional por ameaçar os princípios de confiança, transparência e lealdade, assim como a lisura do mercado de valores mobiliários, trata-se de crime de ação penal pública incondicionada, conforme regra do art. 100 do Código Penal, cuja competência, apesar de não definida pela Lei 10.303/2001, deve ser estabelecida caso a caso, com elemento norteador os interesses da União, tendo em consideração que por meio de uma análise do ordenamento



jurídico brasileiro, os crimes que afetam a estabilidade do mercado de, por força das alterações produzidas pela Lei 10.303/2001, devem ser processados e julgados pela Justiça Federal.<sup>40</sup>

No que tange a previsão legal da competência da Justiça Federal para julgar o delito em análise, por se tratar de um crime que afeta o mercado de capitais em sua totalidade, e como a sua fiscalização e manutenção é atribuição da Comissão de Valores Mobiliários, autarquia federal, é manifesta a incidência do art. 109, inciso IV, da Constituição Federal de 1988<sup>41</sup>, que atribui a competência da Justiça Federal para o julgamento de infrações penais em detrimento dos interesses das entidades autárquicas da União. Com isso, apesar de a Lei nº 6.385/1976 não estabelecer a competência do tipo penal do art. 27-D, e por consequência não alcançado o requerido pelo art. 109, inciso VI da Magna Carta<sup>42</sup>, o entendimento dos tribunais superiores é de que o inciso VI do art. 109 da Constituição Federal não prevalece sobre o inciso IV, podendo ser aplicado à espécie, desde que caracterizada a relevância da questão e a lesão ao interesse da União, ensejando a competência da Justiça Federal.

Esse entendimento é preconizado pelo Ministro Arnaldo Esteves Lima<sup>43</sup>, da Terceira Seção do Superior Tribunal de Justiça:

”PENAL. CONFLITO DE COMPETÊNCIA. CRIME CONTRA O MERCADO DE CAPITAIS. INTERESSE DA UNIÃO NA HIGIDEZ, CONFIABILIDADE E EQUILÍBRIO DO SISTEMA FINANCEIRO. LEI 6.385/76, ALTERADA PELA LEI 10.303/01. AUSÊNCIA DE PREVISÃO DE COMPETÊNCIA DA JUSTIÇA FEDERAL. ART. 109, IV, DA CONSTITUIÇÃO FEDERAL. APLICAÇÃO. RELEVÂNCIA DA QUESTÃO E INTERESSE DIRETO DA UNIÃO. COMPETÊNCIA DA JUSTIÇA FEDERAL

1. O fato de tratar-se do sistema financeiro ou da ordem econômico-financeira, por si só, não justifica a competência da Justiça Federal, embora a União tenha interesse na higidez, confiabilidade e equilíbrio do sistema financeiro.

2. A Lei 6.385/76 não prevê a competência da Justiça Federal, porém é indiscutível que, caso a conduta possa gerar lesão ao sistema financeiro nacional, na medida em que põe em risco a confiabilidade dos aplicadores no mercado financeiro, a manutenção do equilíbrio dessas relações, bem como a higidez de todo o sistema, existe o interesse direto da União.

3. O art. 109, VI, da Constituição Federal não tem prevalência sobre o disposto no seu inciso IV, podendo ser aplicado à espécie, desde que caracterizada a relevância da questão e a lesão ao interesse da União, o que enseja a competência da Justiça Federal.

<sup>40</sup> MIKALOVSKI, Algacir. Crimes Contra o Mercado de Capitais – Bem Jurídico, Tipos e Investigação, Curitiba, Editora Juruá. 2014. p. 148-149.

<sup>41</sup> “Art. 109. Aos juízes federais compete processar e julgar: (...) IV - os crimes políticos e as infrações penais praticadas em detrimento de bens, serviços ou interesse da União ou de suas entidades autárquicas ou empresas públicas, excluídas as contravenções e ressalvada a competência da Justiça Militar e da Justiça Eleitoral; “

<sup>42</sup> “Art. 109. Aos juízes federais compete processar e julgar: (...) VI - os crimes contra a organização do trabalho e, nos casos determinados por lei, contra o sistema financeiro e a ordem econômico-financeira “

<sup>43</sup> BRASIL. STJ. Conflito de Competência n. 82961/SP. Rel. Min. Arnaldo Esteves Lima, Terceira Seção, julgado em 27/05/2009, Diário de Justiça, Brasília, 22 jun. 2009, LEXSTJ vol. 241 p. 283. Disponível em [https://processo.stj.jus.br/SCON/GetInteiroTeorDoAcordao?num\\_registro=200700810965&dt\\_publicacao=22/06/2009](https://processo.stj.jus.br/SCON/GetInteiroTeorDoAcordao?num_registro=200700810965&dt_publicacao=22/06/2009). Acesso em 02 de setembro 2023 às 20:05.

4. Conflito conhecido para declarar a competência do Juízo Federal da 2ª Vara Criminal da Seção Judiciária do Estado de São Paulo, um dos suscitados.”

Ainda, o entendimento do referido ministro foi reforçado pelo Ministro Ericson Maranhão<sup>44</sup>, também da Terceira Seção do Superior Tribunal de Justiça:

“CONFLITO NEGATIVO DE COMPETÊNCIA. PENAL. ART. 27-D DA LEI N. 6.385/76. CRIME CONTRA O MERCADO DE CAPITAIS. USO INDEVIDO DE INFORMAÇÕES PRIVILEGIADAS. *INSIDER TRADING*. FALTA DE PREVISÃO LEGAL QUANTO À COMPETÊNCIA DA JUSTIÇA FEDERAL. EXISTÊNCIA DE INTERESSE DIRETO DA UNIÃO. APLICAÇÃO DO INCISO IV DO ART. 105 DA CONSTITUIÇÃO FEDERAL – CF. COMPETÊNCIA DA JUSTIÇA FEDERAL.

A princípio, o crime em questão – *insider trading* -, tipificado no art. 27-D da Lei n. 6.385/76, não atrairia a competência da Justiça Federal, levando-se em conta o art. 109, VI, da CF, cujo texto reza que compete à Justiça Federal processar e julgar os crimes praticados contra o sistema financeiro e a ordem econômico-financeira nas hipóteses determinadas por lei; a Lei n. 6.385/76 assim não dispõe.

Ocorre que, a despeito da Lei n. 6.385/76 não prever a competência da Justiça Federal, mostra-se claro que a conduta delituosa prevista no seu art. 27-D afeta diretamente o interesse da União, porquanto a utilização de informação privilegiada pode gerar lesão ao Sistema Financeiro Nacional, ao pôr em risco a confiabilidade dos investidores no mercado de capitais, aniquilando a confiança e a lisura de suas atividades.

Nesse caso, aplica-se o inciso IV do art. 109 da Carta Magna, que fixa a competência da Justiça Federal quando o delito ofender bens, serviços ou interesses da União ou de suas entidades autárquicas ou empresas públicas.

O art. 109, VI, da Constituição Federal não tem prevalência sobre o disposto no seu inciso IV, podendo ser aplicado à espécie, desde que caracterizada a relevância da questão e a lesão ao interesse da União, ensejando a competência da Justiça Federal para o processamento e julgamento do feito. (CC 82.961/SP, Rel. Ministro ARNALDO ESTEVES LIMA, TERCEIRA SEÇÃO, julgado em 27/05/2009, Dje 22/06/2009).

Conflito conhecido para declarar competente o Juízo Federal da 2ª Vara Criminal Especializada em Crimes contra o Sistema Financeiro Nacional e Crimes de Lavagem ou Ocultação de Bens, Direitos e Valores da Seção Judiciária do Estado de São Paulo, o suscitado.”

Por fim, resta evidenciado de forma incontroversa que o órgão competente para julgar e processar o crime de uso indevido de informação privilegiada é a Justiça Federal. Devendo a denúncia do crime ser realizada pelo Ministério Público Federal por meio de ação penal pública incondicionada.

<sup>44</sup> BRASIL. STJ. Conflito de Competência n. 135749/SP. Rel. Min. Ericson Maranhão, Terceira Seção, julgado em 25/03/2015. Diário de Justiça, Brasília, 07 abr. 2015. Disponível em [https://processo.stj.jus.br/SCON/GetInteiroTeorDoAcordao?num\\_registro=201402210150&dt\\_publicacao=07/04/2015](https://processo.stj.jus.br/SCON/GetInteiroTeorDoAcordao?num_registro=201402210150&dt_publicacao=07/04/2015). Acesso em 02 de setembro 2023 às 20:30.

## CAPÍTULO 3 - ASPECTOS ECONÔMICOS DO *INSIDER TRADING* NO BRASIL

### 3.1 – Impactos do *insider trading* no Mercado de Valores Mobiliários

Tendo sido realizada a explanação necessária sobre os conceitos básicos, histórico normativo e os aspectos penais acerca do tipo penal do uso indevido de informação privilegiada, é essencial versar sobre sua capacidade lesiva ao Mercado de Capitais. Para isto, é preciso primeiramente definir o conceito de Mercado de Capitais.

O Mercado de Capitais é um componente crucial do sistema financeiro de qualquer economia, sendo composto por um grupo de instituições e instrumentos intermediação financeira (corretoras, bancos de investimento e bolsa de valores) com a função econômica essencial de permitir que sociedades empresárias, mediante negociação de títulos públicos de valores mobiliários com investidores, possam captar recursos para o financiamento de projetos, expansão de suas operações e pagamento de suas dívidas, enquanto proporcionando como retorno aos investidores remuneração por meio da distribuição de dividendos sobre parcela do lucro apurado pelas sociedades anônimas. Dessa relação entre investidores e companhias é que se caracteriza um dos princípios norteadores do Mercado, sendo este o “risco de mercado”, já que os investidores não têm garantia de retorno de seus investimentos, dependendo dos resultados positivos dos empreendimentos econômicos das companhias investidas<sup>45</sup>.

Para o devido funcionamento do Mercado de Valores Mobiliários, é preciso que seus participantes conduzam negociações de forma ética e com respeito ao desenvolvimento orgânico do mercado, em consideração a dinâmica de risco e retorno entre os investidores e sociedades empresárias emissoras de títulos de valores mobiliários. O devido funcionamento do mercado depende do respeito aos elementos de confiabilidade, transparência e equidade, assim, qualquer conduta delitativa que tenha como objetivo manipular ou se aproveitar do sistema financeiro põe em risco a estabilidade do mercado e por consequência o progresso econômico do país. Os bens jurídicos mais importantes concernentes à proteção dos bens jurídicos tutelados nos delitos relacionados ao Mercado de Valores Mobiliários são: (i) manutenção do devido funcionamento do mercado e do desenvolvimento econômico do país; (ii) da igualdade entre os investidores ou *players*<sup>46</sup> do mercado; (iii) da confiança dos investidores no respeito as normas de mercado.

---

<sup>45</sup> Cf. EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais: Regime Jurídico. Rio de Janeiro: Renovar. 2011. p. 8-9.

<sup>46</sup> “*Players*” referem-se às diversas entidades envolvidas no Mercado de Capitais, representando investidores, tanto de natureza física como jurídica, assim como aqueles que emitem títulos mobiliários, e os que atuam como intermediários e administradores.

A prática do *insider trading* consiste em uma conduta que gera impactos negativos significativos no Mercado de Capitais brasileiro, influenciando tanto os agentes que nele atuam quanto a estabilidade e eficiência do sistema. Uma das consequências mais evidentes do *insider trading* é a indução de flutuações de preços de ativos no mercado de capitais. Quando informações privilegiadas são usadas para obter vantagens indevidas, a negociação de ações ou outros títulos mobiliários, isso resulta em movimentos e flutuação de preços que não refletem a variação lógica do mercado ou a situação real da empresa.

Quanto ao princípio da equidade entre os investidores no mercado ou players de mercado, esse visa estabelecer um ambiente de negociação de valores mobiliários guiado pela comunhão de informações sobre atos e fatos relevantes de sociedades empresárias entre todos os seus participantes. Essa teoria parte do princípio de que, para manter a integridade do mercado, é crucial estabelecer uma base de igualdade de acesso a informações entre todos os investidores que nele operam. No que tange ao delito estudado no presente projeto, a igualdade de acesso as informações do mercado implicam em garantir que todos os participantes tenham acesso equitativo às informações relevantes das companhias, para que possam guiar suas negociações de valores mobiliários.

Quanto a equidade do acesso a informações relevantes e sua importância para o mercado, é relevante a posição de BITTENCOURT<sup>47</sup>:

“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.”

Assim, os *insiders*, ao utilizar informações privilegiadas para auferir vantagem indevida, antes de sua devida publicação para os demais participantes do mercado, acarretando a criação um ambiente em que alguns participantes têm acesso a informações que lhes permitem lucrar, enquanto outros participantes do mercado, sem essas informações, enfrentam riscos injustos. Investir no mercado de capitais já envolve uma série de riscos inerentes, isso devido à flutuação dos preços dos ativos e à incerteza dos retornos por parte das companhias investidas. O *insider trading* introduz elementos adicionais de riscos para os investidores, de forma que os valores mobiliários passam a deixar de refletir as informações divulgadas pela companhia, além da

---

<sup>47</sup> BITENCOURT, Cezar Roberto. Tratado de Direito Penal Econômico, volume I. São Paulo: Saraiva. 2016. *E-book* Kindle. p.187.

desvantagem inerente dos demais players do mercado que não possuam acesso a informações de ato ou fato relevante nas negociações.

Essa desigualdade causada pela assimetria de informações afeta a confiança dos investidores sobre a eficiência do mercado. A confiança dos investidores é um princípio basilar para o funcionamento do mercado de capitais, e quando este é abalado, o bem jurídico da confiabilidade e credibilidade do próprio Mercado de Capitais é danificado. Portanto, com a perda de confiança no funcionamento e perda da credibilidade do funcionamento do mercado, os investidores podem optar por se afastarem desse âmbito, reduzindo o volume de negociações e prejudicando o desenvolvimento econômico do mercado, e por consequência, devido a sua ligação, do desenvolvimento econômico do país.

No tocante a manutenção do desenvolvimento econômico do país, a Constituição Federal de 1988<sup>48</sup> preconiza em sua redação o princípio da ordem econômica, *in verbis*:

“Art. 170. A ordem econômica, fundada na valorização do trabalho humano e na livre iniciativa, tem por fim assegurar a todos existência digna, conforme os ditames da justiça social, observados os seguintes princípios:

I - soberania nacional;

II - propriedade privada;

III - função social da propriedade;

IV - livre concorrência;

V - defesa do consumidor;

VI - defesa do meio ambiente;

VI - defesa do meio ambiente, inclusive mediante tratamento diferenciado conforme o impacto ambiental dos produtos e serviços e de seus processos de elaboração e prestação; (Redação dada pela Emenda Constitucional nº 42, de 19.12.2003)

VII - redução das desigualdades regionais e sociais;

VIII - busca do pleno emprego;

IX - tratamento favorecido para as empresas brasileiras de capital nacional de pequeno porte.

IX - tratamento favorecido para as empresas de pequeno porte constituídas sob as leis brasileiras e que tenham sua sede e administração no País. (Redação dada pela Emenda Constitucional nº 6, de 1995)

Parágrafo único. É assegurado a todos o livre exercício de qualquer atividade econômica, independentemente de autorização de órgãos públicos, salvo nos casos previstos em lei. (Vide Lei nº 13.874, de 2019)”

Em suma, o *insider trading* tem um impacto substancial no Mercado de Valores Mobiliários brasileiro, criando flutuações de preços injustas, causando um ambiente de desigualdade entre investidores, afetando a confiança nos demais participantes e, por consequência, afetando negativamente o desenvolvimento do mercado. Devendo a conduta do

<sup>48</sup> Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/constituicao/constituicao.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm) - Acesso em 09 de agosto de 2023 às 18:52.

uso indevido de informações privilegiadas ser reprimida e regulada pelo mercado em respeito aos princípios da ordem econômica, visando a e os princípios éticos do mercado, visando a manutenção da eficiência da negociação de valores mobiliários no mercado e a igualdade do acesso de informações de forma a evitar a ausência de equitatividade dos participantes do mercado em decorrência da assimetria de informações.

### **3.2 – Regulação do mercado e o papel da Comissão de Valores Mobiliários**

O delito de *insider trading* tem impactos negativos significativos sobre os participantes do Mercado de Capitais, a estabilidade do Mercado de Valores Mobiliários e sobre a própria economia nacional. Assim, é manifesta a necessidade de regulação do mercado de capitais, visando garantir a aos investidores a transparência, a justiça e a equidade no mercado. Nesse sentido, preceitua EIZIRIK<sup>49</sup>:

“Os objetivos da regulação, orientados pelo interesse público, são os seguintes: proteção dos investidores; eficiência do mercado; criação e manutenção de instituições confiáveis e competitivas; evitar a concentração de poder econômico; impedir a criação de instituições de conflitos de interesse.

O objetivo mais apontado como fundamental na regulação de mercado de capitais é o da proteção aos investidores. Com efeito, em praticamente todas as legislações o objetivo essencial da regulação do mercado de capitais consiste na tutela dos investidores, aqueles que aplicam seus recursos financeiros nos valores mobiliários emitidos publicamente e negociados no mercado.

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

No Brasil, a entidade que exerce a fiscalização do Mercado de Capitais é a CVM, autarquia em regime especial vinculada ao Ministério da Fazenda do Brasil, na qual foi criada pela Lei 6.385, de 7 de dezembro de 1976, tendo como objetivo regular e fiscalizar o Mercado de Valores Mobiliários em sua totalidade, protegendo os interesses dos investidores e assegurando ampla divulgação das informações sobre os emissores de títulos e seus valores mobiliários. Nesse sentido, segundo CARVALHO FILHO<sup>50</sup>:

---

<sup>49</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais: Regime Jurídico. Rio de Janeiro: Renovar. 2011. p. 20-21.

<sup>50</sup> CARVALHO FILHO, José dos Santos. Manual de direito administrativo. 24ª edição, revista, ampliada e atualizada. até 31.12.2010. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2011. p. 463-464.

“A essas autarquias reguladoras foi atribuída a função principal de controlar, em toda a sua extensão, a prestação dos serviços públicos e o exercício de atividades econômicas, bem como a própria atuação das pessoas privadas que passaram a executá-los, inclusive impondo sua adequação aos fins colimados pelo Governo e às estratégias econômicas e administrativas que inspiraram o processo de desestatização. Pode mesmo afirmar-se, sem receio de errar, que tais autarquias deverão ser fortes e atentas à área sob seu controle. Sem isso, surgirá o inevitável risco de que pessoas privadas pratiquem abuso de poder econômico, visando à dominação dos mercados e à eliminação da concorrência, provocando aumento arbitrário de seus lucros”.

No que tange a Lei nº 6.385/76, além de introduzir a CVM como fiscalizadora do Mercado de Valores mobiliários, a lei buscou conferir a referida autarquia a capacidade de expedir normas referentes a divulgação de informação de cunho relevante para o mercado, conforme a redação dos artigos 8º, inciso III e 22º, §1º, inciso VI da Lei nº 6.385/76, *in verbis*:

“Art . 8º Compete à Comissão de Valores Mobiliários:

(...)

III – fiscalizar permanentemente as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários, de que trata o Art. 1º, bem como a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem, e aos valores nele negociados;

(...)

Art . 22. Considera-se aberta a companhia cujos valores mobiliários estejam admitidos à negociação na bolsa ou no mercado de balcão.

(...)

§ 1º Compete à Comissão de Valores Mobiliários expedir normas aplicáveis às companhias abertas sobre:

(...)

VI – a divulgação de deliberações da assembléia-geral e dos órgãos de administração da companhia, ou de fatos relevantes ocorridos nos seus negócios, que possam influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado, de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia;”

Assim, cabe à CVM promover o desenvolvimento e a eficiência do Mercado de Capitais e proteger os investidores contra fraudes e práticas irregulares<sup>51</sup>, como no caso do uso indevido de informação privilegiada, conforme tipificado no art. 4º, inciso IV, alínea “c” da Lei nº 6.385/76<sup>52</sup>. Portanto, a CVM pode, mediante qualquer suspeita, iniciar um inquérito administrativo, recolhendo informações, recolhendo provas e depoimentos para formação de um conjunto probatório de indícios robustos para a acusação do sujeito responsável por quaisquer atos ilegais e práticas não equitativas que produzam efeitos danosos sobre pessoas

<sup>51</sup> Cf. FARIAS, Rafael Araújo Sousa; FREITAS, Marcelo Machado de; VICENTE, Ernesto Fernando Rodrigues. "INSIDER TRADING: COMO A CVM ATUOU ENTRE 2000 E 2013 PARA INIBIR ESSA PRÁTICA?" Revista Reuna: v. 20, n.4. 2015. Disponível em: <https://revistas.una.br/reuna/article/view/717>. Acesso em: 07 de agosto de 2023 às 20:01.

<sup>52</sup> “Art. 4º O Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários exercerão as atribuições previstas na lei para o fim de: (...) IV - proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra: (...) c) o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários.”

residentes no território nacional, independentemente de onde tenham sido praticadas, oferecendo-lhe direito a ampla defesa e o contraditório, conforme exposto pelo artigo 9º, inciso V e §6º<sup>53</sup> da Lei nº 6.385/76.

---

<sup>53</sup> “Art. 9º A Comissão de Valores Mobiliários, observado o disposto no § 2º do art. 15, poderá:  
(...) V - apurar, mediante processo administrativo, atos ilegais e práticas não eqüitativas de administradores, membros do conselho fiscal e acionistas de companhias abertas, dos intermediários e dos demais participantes do mercado; (...) § 6º A Comissão será competente para apurar e punir condutas fraudulentas no mercado de valores mobiliários sempre que: I - seus efeitos ocasionem danos a pessoas residentes no território nacional, independentemente do local em que tenham ocorrido; e II - os atos ou omissões relevantes tenham sido praticados em território nacional.”



## **CAPÍTULO 4 - MEDIDAS SANCIONATÓRIAS NAS VIAS ADMINISTRATIVAS E NA VIA JUDICIAL PENAL**

### **4.1 –Medidas Sancionatórias nas vias Administrativas**

#### **4.1.1 –Medida sancionatória na primeira instância da via administrativa – Comissão de Valores Mobiliários**

Conforme exposto no presente trabalho, a CVM é uma autarquia federal que exerce um papel fundamental na regulamentação e fiscalização do mercado de capitais brasileiro. Nesse contexto, a primeira instância administrativa do processo de apuração e julgamento de casos relacionados ao *insider trading* é desempenhada pela CVM.

Em concordância com o art. 9º, inciso V da Lei nº 6.385/76., a CVM, visando punir práticas ilegais em decorrência do interesse da União na manutenção da integridade e eficiência do Mercado de Valores Mobiliários, poderá, mediante Processo Administrativo Sancionador (“PAS”), tramitado pelo rito ordinário e julgado pelo colegiado da CVM, apurar quaisquer atos ilegais e práticas não equitativas de administradores, membros do conselho fiscal e acionistas de companhias abertas, dos intermediários e demais participantes do mercado. Por meio do processo administrativo, a CVM tem competência para impor aos infratores das normas tipificadas na Lei nº 6.385/76, em suas resoluções e de outras normas legais nas quais tenha responsabilidade de fiscalização, impor diversas sanções disciplinares aos responsáveis, as quais estão previstas no art. 11 da Lei nº 6.385/76, *in verbis*:

“Art. 11. A Comissão de Valores Mobiliários poderá impor aos infratores das normas desta, de suas resoluções e de outras normas legais cujo cumprimento lhe caiba fiscalizar as seguintes penalidades, isoladas ou cumulativamente:

I - advertência;

II - multa;

III - (revogado);

IV - inabilitação temporária, até o máximo de 20 (vinte) anos, para o exercício de cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários;

V - suspensão da autorização ou registro para o exercício das atividades de que trata esta Lei;

VI - inabilitação temporária, até o máximo de 20 (vinte) anos, para o exercício das atividades de que trata esta Lei;

VII - proibição temporária, até o máximo de vinte anos, de praticar determinadas atividades ou operações, para os integrantes do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários;

VIII - proibição temporária, até o máximo de dez anos, de atuar, direta ou indiretamente, em uma ou mais modalidades de operação no mercado de valores mobiliários.

§ 1º A multa deverá observar, para fins de dosimetria, os princípios da proporcionalidade e da razoabilidade, a capacidade econômica do infrator e os motivos que justifiquem sua imposição, e não deverá exceder o maior destes valores:

I - R\$ 50.000.000,00 (cinquenta milhões de reais);

II - o dobro do valor da emissão ou da operação irregular;

III - 3 (três) vezes o montante da vantagem econômica obtida ou da perda evitada em decorrência do ilícito; ou

IV - o dobro do prejuízo causado aos investidores em decorrência do ilícito.

§ 2º Nas hipóteses de reincidência, poderá ser aplicada multa de até o triplo dos valores fixados no § 1º deste artigo.

§ 3º As penalidades previstas nos incisos IV, V, VI, VII e VIII do caput deste artigo somente serão aplicadas nos casos de infração grave, assim definidas em normas da Comissão de Valores Mobiliários, ou nos casos de reincidência.

§ 4º As penalidades somente serão impostas com observância do procedimento previsto no § 2º do art. 9º desta Lei, cabendo recurso para o Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional.

§ 5º A Comissão de Valores Mobiliários, após análise de conveniência e oportunidade, com vistas a atender ao interesse público, poderá deixar de instaurar ou suspender, em qualquer fase que preceda a tomada da decisão de primeira instância, o procedimento administrativo destinado à apuração de infração prevista nas normas legais e regulamentares cujo cumprimento lhe caiba fiscalizar, se o investigado assinar termo de compromisso no qual se obrigue a:

I - cessar a prática de atividades ou atos considerados ilícitos pela Comissão de Valores Mobiliários; e

II - corrigir as irregularidades apontadas, inclusive indenizando os prejuízos.

§ 6º O compromisso a que se refere o parágrafo anterior não importará confissão quanto à matéria de fato, nem reconhecimento de ilicitude da conduta analisada.

§ 7º O termo de compromisso deverá ser publicado no sítio eletrônico da Comissão de Valores Mobiliários, com discriminação do prazo para cumprimento das obrigações eventualmente assumidas, e constituirá título executivo extrajudicial.

§ 8º Não cumpridas as obrigações no prazo, a Comissão de Valores Mobiliários dará continuidade ao procedimento administrativo anteriormente suspenso, para a aplicação das penalidades cabíveis.

§ 9º Serão considerados, na aplicação de penalidades previstas na lei, o arrependimento eficaz e o arrependimento posterior ou a circunstância de qualquer pessoa, espontaneamente, confessar ilícito ou prestar informações relativas à sua materialidade.

§ 10. A Comissão de Valores Mobiliários regulamentará a aplicação do disposto nos §§ 5º a 9º deste artigo aos procedimentos conduzidos pelas Bolsas de Valores, Bolsas de Mercadorias e Futuros, entidades do mercado de balcão organizado e entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários.

§ 11. A multa aplicada pela inexecução de ordem da Comissão de Valores Mobiliários, nos termos do inciso II do caput e do inciso IV do § 1º do art. 9º desta Lei, independentemente do processo administrativo previsto no inciso V do caput do art. 9º desta Lei, não excederá, por dia de atraso no seu cumprimento, o maior destes valores:

I - 1/1.000 (um milésimo) do valor do faturamento total individual ou consolidado do grupo econômico, obtido no exercício anterior à aplicação da multa; ou

II - R\$ 100.000,00 (cem mil reais).

§ 12. Da decisão que aplicar a multa prevista no § 11 deste artigo caberá recurso na Comissão de Valores Mobiliários, em última instância e sem efeito suspensivo, no prazo de 10 (dez) dias, conforme estabelecido em regimento interno.

§ 13. Adicionalmente às penalidades previstas no caput deste artigo, a Comissão de Valores Mobiliários poderá proibir os acusados de contratar, por até de 5 (cinco) anos, com instituições financeiras oficiais e de participar de licitação que tenha por objeto aquisições, alienações, realizações de obras e serviços e concessões de serviços públicos, no âmbito da administração pública federal, estadual, distrital e municipal e das entidades da administração pública indireta.

§ 14. Os créditos oriundos de condenação do apenado ao pagamento de indenização em ação civil pública movida em benefício de investidores e demais credores do apenado e os créditos do Fundo Garantidor de Crédito (FGC) ou de outros mecanismos de ressarcimento aprovados pelo Banco Central do Brasil ou pela Comissão de Valores Mobiliários, se houver, preferirão aos créditos oriundos da aplicação da penalidade de multa.

§ 15. Em caso de falência, liquidação extrajudicial ou qualquer outra forma de concurso de credores do apenado, os créditos da Comissão de Valores Mobiliários oriundos da aplicação da penalidade de multa de que trata o inciso II do caput deste artigo serão subordinados.

Conforme já exposto no presente trabalho, a conduta de utilização de informações privilegiadas para conseguir vantagem indevida na negociação de valores mobiliários é manifestamente proibida pela CVM, conforme previsão no art. 155, §1º, §2º e §4º da Lei 6.404/76, na ICVM nº 358/02, artigo 13 caput e §§ 1º a 4º, e na resolução 44 da CVM, também em seu artigo 13. Assim sendo, quando verificada atividade suspeita pela CVM e instaurado o PAS, após apuração de todos os fatos e provas relacionados ao caso específico, se comprovada a conduta delituosa de natureza grave pode a CVM impor as sanções disciplinares previstas no artigo 11 da Lei nº 6.385/76.

Com a introdução da Lei nº 10.303/2001, houve mudanças significativas na regulamentação das condutas ilícitas contra o Mercado de Capitais, principalmente relacionadas a punição dessas práticas. Com isso, é relevante o levantamento de PRADO, RACHMAN, e VILELA<sup>54</sup> o qual identificou que, no período entre 2002 e 2015, a CVM julgou 764 TAS, dos quais, 50 dos casos (7% da totalidade dos casos) eram referentes ao ilícito de uso indevido de informação privilegiada. Esses dados demonstram que o *insider trading* consiste em uma significativa parcela da atividade sancionadora da CVM, principalmente considerando a quantidade de temas relacionados ao mercado de capitais fiscalizados pela CVM. Ainda, dos 50 casos julgados, o total de 223 indivíduos foram indiciados pelo delito de *insider trading*, 59 foram punidos enquanto o restante (164) foram absolvidos, configurando uma taxa de 35% de punição do total de indiciados, conforme levantamento elaborado por PRADO, RACHMAN, e VILELA.<sup>55</sup>

#### **4.1.2 – Medida sancionatória na segunda instância da via administrativa – Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional**

Na eventualidade dos acusados ou outras partes integrantes do caso discordarem da decisão condenatória do PAS pelo colegiado da CVM, as partes podem interpor recursos junto

<sup>54</sup> PRADO, Viviane Muller; RACHMAN, Nora; VILELA, Renato. *Insider trading: normas, instituições e mecanismos de combate no Brasil* [recurso eletrônico]. São Paulo: FGV Direito SP, 2016. p. 42-43.

<sup>55</sup> Ibid. p. 45-51.

ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (“CRSFN”), no prazo de 30 (trinta) dias corridos da intimação, conforme o art. 70 da resolução da CVM nº 45, de 31 de agosto de 2021<sup>56</sup>. O CRSFN é a segunda e última instância administrativa dos ilícitos praticados contra o Mercado de Capitais, atuando como o órgão colegiado responsável pelo julgamento de recursos interpostos contra as sanções aplicadas pela CVM e pelo Banco central do Brasil (“BCB”), podendo reformar as decisões de ambos os órgãos, agravando, atenuando ou até mesmo invalidando ações disciplinares determinadas na primeira instância, dependendo das características particulares de cada caso.

A segunda instância administrativa foi estabelecida em 1964, inicialmente sob a jurisdição do Conselho Monetário Nacional (“CMN”). No entanto, em 1985 o CRSFN substituiu o CMN como órgão competente para análise de decisões do BCB e da CVM referentes a punição ou absolvição de agentes e instituições no Mercado de Capitais. Contudo, com o advento do Decreto nº 9.889, de 27 de junho de 2019, que dispõe sobre o CRSFN e institui o Comitê de Avaliação e Seleção de Conselheiros do CRSFN após a revogação do Decreto nº 8.652 de 26 de janeiro de 2016, o CRSFN passou a ter a finalidade de julgar, em última instância administrativa, os recursos contra as sanções aplicadas pelo BCB e CVM e, nos processos de lavagem de dinheiro, as sanções aplicadas pelo Conselho de Controle de Atividades Financeiras, Superintendência de Seguros Privados e demais autoridades competentes<sup>57</sup>.

O CRSFN é composto por oito conselheiros titulares e igual número de conselheiros suplentes de reconhecida capacidade técnica e notório conhecimento especializado nas matérias de competência do Conselho<sup>58</sup> e, por consequência, amplo conhecimento de questões referentes aos atos ilícitos contra o Mercado de Valores Mobiliários.

Em resumo, a segunda instância administrativa visa garantir revisão justa e imparcial das decisões, permitindo que as partes envolvidas no processo administrativo contra o uso indevido de informações privilegiadas contestem as alegações e sanções aplicadas. Além disso,

---

<sup>56</sup> BRASIL. CVM. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol045.html>. Acesso em 23 de outubro de 2023 às 17:00.

<sup>57</sup> Definição das competências do CRSFN conforme o seu site oficial. BRASIL. GOV. Disponível em: <https://www.gov.br/economia/pt-br/orgaos/orgaos-colegiados/conselho-de-recursos-do-sistema-financeiro-nacional#:~:text=Compete%20ao%20CRSFN%20o%20julgamento,Susep%20e%20demais%20autoridades%20competentes>. Acesso em 12 de setembro de 2023, às 16:22.

<sup>58</sup> Cf. BRASIL. GOV. art. 2º, da Portaria MF 68, de 26 de fevereiro de 2016. Disponível em: <https://www.gov.br/economia/pt-br/orgaos/orgaos-colegiados/conselho-de-recursos-do-sistema-financeiro-nacional/acesso-a-informacao/legislacao/arquivos/portaria-mf-no-68-de-26-de-fevereiro-de-2016-versao-consolidada>. Acesso em 12 de setembro de 2023, às 16:22.

a possibilidade de revisão judicial oferece um nível adicional de proteção dos direitos das partes envolvidas no processo de combate ao *insider trading*.

#### 4.2 – Medida sancionatória na via Judicial Penal – Ação Penal

Além das medidas sancionatórias administrativas, a repressão do crime do uso indevido de informação privilegiada também incide no âmbito judicial penal. Conforme já tutelado no presente trabalho, o intenso potencial lesivo dessa conduta a integridade do Mercado de Capitais e, por consequência, do Sistema Financeiro Nacional, acarretou a criminalização da prática de *insider trading* com a inclusão do art. 27-D pela Lei nº 10.303/2001, prevendo a pena de 1 (um) a 5 (cinco) anos de reclusão, acompanhada de multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem indevida obtida. A responsabilização penal por essa prática surgiu em decorrência da inefetividade do combate conduta ilícita apenas pelas vias administrativas e pela via judicial cível, conforme tutelado por MUSSNICH<sup>59</sup>:

“A tutela penal, imbuída do caráter *ultima ratio* que lhe é inerente, surge na esteira da inefetividade do combate ao ilícito tão somente pelas vias cível e administrativa e, apesar das críticas dirigidas à utilização do poder punitivo do Estado, o potencial lesivo desta prática justifica a intensificação da resposta do Poder Público.”

Como a conduta do uso indevido de informações privilegiadas constitui infração penal praticada em detrimento da estabilidade do Mercado de Capitais como um todo, no qual a CVM como entidade autárquica da União tem como sua atribuição expressa, assim como também constituindo crime que afeta negativamente o Sistema Financeiro Nacional, é de competência da Justiça Federal julgar as ações penais referentes ao ilícito do *insider trading*, em respeito ao disposto no art. 109, em seus incisos IV e VI, respectivamente.

Com isso, após formulada acusação mediante PAS pela CVM, observando o disposto previsto no art. 12 da Lei 6.365/1976, constatado o crime de *insider trading* pela CVM será oficiado o MPF para que esse, por seu turno, proponha a ação penal pública incondicionada frente a Justiça Federal. Sendo suficiente, por parte do Ministério Público, a presença de indícios mínimos que sugiram a existência da conduta do uso indevido de informação privilegiada para que esse seja compelido a formalizar uma denúncia contra o sujeito ativo suspeito da prática da conduta delituosa.

---

<sup>59</sup> MUSSNICH, Francisco Antunes M. *O insider trading no direito brasileiro* - DIG. Editora Saraiva, 2017. *E-book*. ISBN 9788547218225. p. 31-32 Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788547218225/>. Acesso em: 03 ago. 2023 às 14:54.

Entretanto, é necessário frisar que apesar de a tutela penal, revestida do seu caráter *ultima ratio* inerente, ter surgido da inefetividade apenas do combate a conduta do uso de informações privilegiadas para auferir de vantagem indevida, a efetividade das ações penais para responsabilização dos autores dessa legislação com a legislação até a data do presente trabalho ainda é muito reduzida. Tendo apenas duas condenações desde a criminalização da conduta com a introdução do art. 27-D pela Lei nº 10.303/2001, com a primeira sendo referente ao caso Sadia e Perdigão, no qual a condenação ocorreu em 2011, configurando o mais importante marco na jurisprudência do crime de *insider trading*, o qual será analisado a fundo no próximo capítulo do presente trabalho, e a segunda no caso OSX, empresa integrante do grupo EBX e fundada por Eike Batista, no qual a condenação ocorreu em 2019<sup>60</sup>.

### 4.3 – Non Bis In Idem

Considerando a multiplicidade de instâncias punitivas para o mesmo ato ilícito, é necessário discorrer acerca da condenação simultânea pelos sistemas repressivos pelas vias administrativa e penal e sua relação perante o princípio do *non bis in idem*.

O princípio do *non bis in idem* caracteriza uma limitação do poder sancionatório do Estado, derivado dos princípios basilares do Estado Democrático de Direito, impedindo que uma pessoa seja acusada, julgada e condenada mais de uma vez pelo mesmo ato ilícito. Nesse sentido, discorre PRADO:

“O princípio *ne bis in idem* ou *no bis in idem* constitui infranqueável limite ao poder punitivo do Estado. Por meio dele procura-se impedir mais de uma punição individual – compreendendo tanto a pena como a agravante – pelo mesmo fato (a dupla punição pelo mesmo fato).”<sup>61</sup>

No entanto, o princípio do *non bis in idem* não é absoluto nos casos dos ilícitos que ocasionarem danos de diferentes ordens, violando normas de natureza administrativa, penal e civil, como no caso do crime em análise na presente monografia. Esse entendimento é pacificado pelo art. 9º, inciso V e VI da Lei 6.385/1976, que confere a CVM a capacidade de apurar, por meio de PAS, atos ilegais e práticas não equitativas de administradores, membros do conselho fiscal e acionistas de companhias abertas, dos intermediários e demais participantes do mercado, podendo aplicar aos autores das infrações as penalidades administrativas previstas no art. 11 da referida Lei, sem prejuízo da sua responsabilização civil ou penal.

<sup>60</sup> Disponível em: <https://www.conjur.com.br/2019-set-30/juiza-condena-eike-batista-anos-meses-prisao>. Acesso em 10 de outubro às 23:07.

<sup>61</sup> PRADO, Luiz Regis. Bem jurídico-penal e constituição. 8 ed. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2019. p.123.

Com isso, é permitido o tramite simultâneo de ações de natureza administrativa e penal para uma só conduta delituosa. Contudo, as diferentes instâncias não possuem independência absoluta, podendo a decisão final no juízo criminal repercutir na instância administrativa quando se manifestar pela inexistência material do fato ou pela negativa de autoria, conforme precedente do STF<sup>62</sup>.

Quanto a relação e a independência das instâncias administrativa e penal, é relevante o entendimento de PARENTE<sup>63</sup>:

“No que tange à jurisdição administrativa, inquérito e processo administrativo CVM, por exemplo, que nos interessa mais de perto, esta jurisdição, embora de categoria diversa das civil e penal, tem plena liberdade em relação àquelas.

A instância administrativa pode aceitar fatos e circunstâncias apurados em outra jurisdição, mas dar-lhes a sua própria interpretação. É-lhe vedado, no entanto, declarar existente fatos negados em outras jurisdições, ou penalizar quem foi declarado estranho ao fato. Nada impede no entanto que, na esfera de sua competência, decida no âmbito restrito de suas atribuições. Suas decisões não são definitivas, pelo art. 153, § 4º, da Constituição Federal, o que quer dizer que, embora finais e irrecorríveis na área administrativa, são possíveis de contestação na esfera judicial”

Nesta senda, EIZIRIK<sup>64</sup> observa que:

“Tal independência de instancias não é evidentemente absoluta, dada necessária unidade do sistema jurídico. Assim, se determinado fato constitui ilícito administrativo e penal, a decisão final do juízo criminal declarando inexistente o fato ou que o acusado não foi o seu autor é válida na instância administrativa, a qual fica, no caso, vinculada à decisão judicial. “

Portanto, praticada a conduta do uso indevido de informação privilegiada, o autor do delito pode ser condenado na via administrativa mediante PAS da CVM, assim como também pode, simultaneamente, ser responsabilizado no âmbito penal a pena de reclusão e multa de até três vezes o montante da vantagem indevida, não configurando o *non bis in idem*.

<sup>62</sup> “São independentes as instâncias penal e administrativa, só repercutindo aquela nesta quando ela se manifesta pela inexistência material do fato ou pela negativa de sua autoria.”. BRASIL. STF. MS nº 22.438-0 – São Paulo, Relator Ministro Moreira Alves, D.J. 06.02.98. Precedente disponível em: <https://www.stf.jus.br/arquivo/informativo/documento/informativo715.htm>. Acesso em 29 de agosto de 2023 às 13:41.

<sup>63</sup> PARENTE, Norma Jonssen. Aspectos Jurídicos do “*insider trading*”. Superintendência Jurídica da Comissão de Valores Mobiliários, jun. 1978. p.13 Disponível em: [https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/acesso\\_informacao/serieshistoricas/estudos/anexos/Aspectos-Juridicos-do-insider-trading-NJP.pdf](https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/acesso_informacao/serieshistoricas/estudos/anexos/Aspectos-Juridicos-do-insider-trading-NJP.pdf). Acesso em: 06 jul. 2023 às 17:31.

<sup>64</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais: Regime Jurídico. Rio de Janeiro: Renovar. 2011. p. 323.

## CAPÍTULO 5 - ESTUDO DOS ASPECTOS PRÁTICOS DO *INSIDER TRADING* NO ORDENAMENTO JURÍDICO BRASILEIRO

### 5.1 – Análise do caso concreto: Sadia e Perdigão

Tendo sido expostos os aspectos históricos, conceituais e demais aspectos controversos da tutela penal e econômica do delito de *insider trading* no ordenamento brasileiro, no presente capítulo será realizado um estudo de caso concreto, visando compor uma análise dos aspectos práticos da condenação do crime analisado na presente monografia, a fim de obter um entendimento acerca das principais controvérsias desse crime na legislação pátria.

Com isso, será analisado o caso Sadia e Perdigão, que indubitavelmente constitui o mais importante e notório marco jurisprudencial acerca do crime de uso indevido de informação privilegiada, sendo o primeiro caso de condenação penal transitada em julgado pelo delito tipificado no artigo 27-D da Lei nº 6.385/1976<sup>65</sup> desde sua criminalização pela Lei 10.303 em 2001. A análise do caso será realizada por meio dos dados contidos no Recurso Especial nº 1.569.171 (2014/00106791-6) interposto ao Superior Tribunal de Justiça<sup>66</sup> e nos autos da Apelação Criminal nº 0005123-26.2009.4.03.6181 (2009.61.81.005123-4) interposta ao Tribunal Regional Federal da 3ª Região<sup>67</sup>.

No ano de 2006, a empresa Sadia S.A. promoveu uma oferta de aquisição hostil, ou seja, a aquisição de 50% mais uma ação da empresa alvo sem consulta de seu conselho de administradores, mediante Oferta Pública de Aquisição visando adquirir controle acionário da sua maior concorrente, a empresa Perdigão S.A. A oferta da Sadia S.A. consistiu ao pagamento de R\$ 27,88 por lote de ação da Perdigão S.A., valor 35% superior ao preço médio das ações da companhia no mercado nos últimos 30 dias do período da proposta, a divulgação dessa notícia ao mercado resultou no fechamento dos papéis da empresa com alta significativa na Bolsa de Valores<sup>68</sup>. No entanto, a Perdigão S.A. não aceitou a proposta de fusão das empresas em 2006, ocorrendo a revogação definitiva da Oferta Pública de Aquisição promovida pela

<sup>65</sup> Disponível em: <https://www.conjur.com.br/2016-fev-22/stj-profere-primeira-condenacao-insider-trading-brasil>. Acesso em 10 de outubro de 2023 às 15:50.

<sup>66</sup> BRASIL. STJ. Recurso Especial nº 1.569.171/SP (2014/00106791-6). Rel. Min. Gurgel de Faria. 5ª Turma. Julgado em 16/02/2016. DJe 25/02/2016 RT vol. 967 p. 477. Disponível em: <https://processo.stj.jus.br/processo/pesquisa/?tipoPesquisa=tipoPesquisaNumeroRegistro&termo=201401067916&t>. Acesso em 15 de outubro de 2023 às 20:30.

<sup>67</sup> BRASIL. TRF3. Apelação Criminal nº 0005123-26.2009.4.03.6181 (2009.61.81.005123-4). Rel. Des. Fed. Luiz Stefanini. 5ª Turma. Julgado em 15/02/2013. Disponível em: <https://web.trf3.jus.br/acordaos/Acordao/BuscarDocumentoGedpro/2520776>. Acesso em 15 de outubro de 2023 às 20:35.

<sup>68</sup> Disponível em: <https://g1.globo.com/jornaldaglobo/0,,MUL889531-16021.00-SADIA+LANCA+OFERTA+PELA+PERDIGAO.html>. Acesso em 16 de outubro de 2023 às 10:14.



Sadia S.A., a qual foi publicada logo depois. Apenas sendo efetivada a junção das empresas em maio de 2009, com a Perdigão S.A. assinando acordo de fusão com a Sadia S.A. e criando o grupo Brasil *Foods* (atual BRF S.A.), uma das maiores empresas do setor de alimentos do Brasil.

Nesse contexto, o MPF de São Paulo ofereceu denúncia em face dos executivos Luiz Gonzaga Murat Junior, à época dos fatos o Diretor de Finanças e Relações com Investidores da Sadia S.A. e Romano Ancelmo Fontana Filho, à época dos fatos exercendo o cargo de membro do Conselho de Administração da Sadia S.A., pela conduta do crime descrito no art. artigo 27-D da Lei nº 6.385/1976, de forma que os acusados teriam utilizado de informação relevante ainda não divulgada ao mercado para auferir vantagem indevida, no caso analisado a informação relevante consiste na pretensão da Sadia S.A. de realizar a aquisição da Perdigão S.A.

Vale ressaltar que o MPF também ofereceu denúncia em face Alexandre Ponzio de Azevedo, Superintendente Executivo de empréstimos estruturados e gestão de portfólio do Banco ABN AMRO REAL S.A., pelo delito de *insider trading* mediante utilização da informação relevante supracitada. No entanto, não será analisada sua conduta no presente trabalho, de forma que esse foi desmembrado do processo. O MPF formulou, em relação a Alexandre, a proposta de suspensão condicional do processo, a qual foi aceita pelo corréu, comprometendo-se a prestar serviços em uma entidade filantrópica por quatro horas semanais, durante seis meses e comparecer perante juízo a cada dois meses, pelo período de três anos.

Com efeito, segundo a denúncia, o acusado Luiz Gonzaga Murat Junior, na cidade de São Paulo, após ter conhecimento da informação privilegiada da intenção da Sadia em adquirir controle majoritário de sua concorrente antes de sua divulgação ao mercado, utilizou por duas vezes, nos dias 7 de abril e 29 de junho de 2006, para auferir, para si, vantagem indevida. Tendo comprado, em nome da empresa *offshore* (empresa extraterritorial) *Brackhill Investments Inc.*, 5.100 *American Depositary Receipts* (“ADR's”) e 30.600 ADR's de emissão da Perdigão S.A. na bolsa de valores de Nova Iorque, no valor unitário médio de US\$ 69,20, totalizando US\$ 352.907,00 e US\$ 586.801,00, respectivamente.

Ademais, ainda segundo inicial da acusação, Romano Ancelmo Fontana Filho, na cidade de São Paulo, utilizou quatro vezes as informações privilegiadas da Oferta Pública de Aquisição da Perdigão S.A antes de sua divulgação ao mercado e da divulgação pública da revogação da Oferta Pública de Aquisição de ações da Perdigão S.A. pela Sadia S.A., antes de sua divulgação, visando obter vantagem indevida para si. Assim, o referido Réu comprou, por meio de sua conta no Banco HSBC da Suíça em nome próprio, 10.000 ADR's em 05 de julho de 2006, 5.000

ADR's em 07 de julho de 2006, 3.000 ADR's em 12 de julho de 2006, de emissão da "Perdigão S/A" na Bolsa de Valores de Nova Iorque, no valor por título mobiliário de US\$ 19,30, US\$ 19,00, US\$ 18,70, respectivamente, no montante total de U\$ 344.100,90. Ainda, antes da divulgação pública da revogação da Oferta Pública de Aquisição de ações da Perdigão S.A. pela Sadia S.A., na data de 21 de julho de 2006, o acusado Romano Ancelmo Fontana Filho vendeu os 18.000 ADR's adquiridos no valor unitário de US\$ 26,84, totalizando US\$ 483.215,40, conseguindo obter um lucro de U\$ 139.114,50 com a utilização de ambas as informações privilegiadas na compra e venda dos títulos mobiliários.

Diante do exposto, já é possível observar alguns elementos da conduta do uso indevido de informações privilegiadas. Ambos os acusados constituíam *insiders* primários, com Gonzaga Murat Junior, como Diretor de Finanças e Relações com Investidores da Sadia. S.A. e Romano Ancelmo Fontana Filho, como membro do Conselho de Administração da Sadia S.A., ocupavam funções que possibilitavam acesso a informação relevante ao mercado antes de sua publicação, assim como também possuíam o dever de sigilo sobre essas informações.

Além disso, também há o nexo causal da conduta de *insider trading*, mediante dolo específico dos agentes, agindo de livre e consciente vontade, utilizando informação relevante ainda não divulgada ao mercado, da qual tinham conhecimento, para guiar a negociação de valores mobiliários, com ambos os acusados comprando ADR's da Perdigão S.A. antes da data da publicação da Oferta Pública de Aquisição da companhia em 16 de julho de 2006, com a intenção de que após sua publicação, os títulos valorizassem significativamente. Essa valorização aconteceu conforme o esperado pelos acusados, valorizando os seus títulos negociados com o uso da informação privilegiada, conforme disposto pelo gráfico abaixo, no qual área circulada consiste no aumento da cotação das ações da Perdigão S.A. após publicação da Oferta Pública de Aquisição da Sadia S.A. em 16 de julho de 2006:

Gráfico 1 - Cotação das ações da Perdigão após o anúncio da oferta hostil da Sadia.



Fonte: ANPAD – Táticas de Defesa Contra Aquisições Hostis: O Caso Perdigão X Sadia<sup>69</sup> (2008).

Tendo sido identificados indícios da conduta de uso indevido de informação privilegiada por ambos os acusados pela CVM, essa propôs o PAS nº SP2007/0117<sup>70</sup> em face de Romano Ancelmo Fontana Filho e o PAS nº SP2007/0118<sup>71</sup> em face de Luiz Gonzaga Murat Junior. Decidindo o colegiado da CVM por aplicar aos acusados a pena de inabilitação para o exercício do cargo de administrador e conselheiro fiscal de companhia aberta pelo prazo de cinco anos por infração ao art. 155, § 1º, da Lei das S/A, nos termos do art. 11, IV, da Lei nº 6.385/76, assim como comunicar o resultado da sessão dos PAS por meio de ofício a ser enviado para o Ministério Público, em decorrência da presença de indícios de crime previsto no art. 27-D da Lei nº 6.385/1976, para proposição de Ação Penal Pública.

<sup>69</sup> TIZZIANI, Emerson; BARBOSA José Geraldo Pereira; DA SILVA, Antonio Carlos Magalhães, Táticas de Defesa Contra Aquisições Hostis: O Caso Perdigão X Sadia. ANPAD. Rio de Janeiro/RJ, XXXII Encontro da ANPAD. p. 1-15. 2008. Disponível em: [https://arquivo.anpad.org.br/diversos/down\\_zips/38/FIN-B1854.pdf](https://arquivo.anpad.org.br/diversos/down_zips/38/FIN-B1854.pdf). Acesso em 27 de outubro às 20:30.

<sup>70</sup> BRASIL. CVM. Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador nº SP2007/0117. Diretor-Relator: Eli Loria. Presidente da sessão de julgamento: Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana. Data de Julgamento: 26.02.2008. Disponível em: [https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2008/20080226\\_PAS\\_SP20070117.pdf](https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2008/20080226_PAS_SP20070117.pdf). Acesso em 20 de outubro de 2023 às 11:30.

<sup>71</sup> BRASIL. CVM. Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador nº SP2007/0118. Diretor-Relator: Marcos Barbosa Pinto. Presidente da sessão de julgamento: Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana. Data de Julgamento: 26.02.2008. Disponível em: [https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2008/20080226\\_PAS\\_SP20070118.pdf](https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2008/20080226_PAS_SP20070118.pdf). Acesso em 20 de outubro de 2023 às 11:32.

Em 2009, foi promovida a denúncia pelo MPF de São Paulo dos executivos da Sadia S.A, Luiz Gonzaga Murat Junior e Romano Ancelmo Montana Filho, pelo crime de uso indevido de informação privilegiada. Com isso, a ação penal tramitou regularmente na 6ª Vara Federal Especializada em Crimes Contra o Sistema Financeiro Nacional e Lavagem de Valores, proferindo sentença do juízo em primeira instância em 2011<sup>72</sup>, condenando os réus as penas previstas no art. 27-D da Lei nº 6.385/1976: (i) Luiz Gonzaga Murat Junior, por duas condutas de uso indevido de informação privilegiada, e tendo em vista o disposto no art. 71 do Código Penal, a pena de 1 ano e 9 meses de reclusão, em regime inicial aberto, e a pena de multa no valor de R\$ 349.711,53; (ii) Romano Ancelmo Fontana Filho, por quatro condutas de uso indevido de informações privilegiadas, nos termos do art. 71 do Código Penal, a pena de 1 (um) ano, 5 meses e 15 dias de reclusão, em regime inicial aberto, e a pena de multa no valor de R\$ 374.940,52. Contudo, a sentença decidiu por substituir as penas privativas de liberdade por duas reprimendas restritivas de direitos, sendo essas a prestação de serviços à comunidade ou a entidades públicas e a proibição do cargo de exercício do cargo de administrador ou conselheiro fiscal de companhia aberta pelo prazo de cumprimento da pena de cada acusado.

Em sequência, não conformadas com o resultado da sentença, a defesa e a acusação apelaram. Com o MPF recorrendo para a majoração da pena base dos réus, para 2 anos e 2 meses de reclusão para Luiz Gonzaga Murat Junior e 1 ano e 8 meses de reclusão para Romano Ancelmo Fontana Filho. Ainda, requereu que fosse estabelecido um *quantum debeatur*, ou seja, uma fixação do valor devido em decorrência do dano moral coletivo causado pelas repercussões de mercado do delito de *insider trading*, com o montante sendo destinado a CVM. Por fim, requereu também que o valor da pena de multa fixado na sentença fosse destinado ao Fundo Penitenciário Nacional, nos termos do artigo 49 do Código Penal, e que as penas pecuniárias fixadas na sentença fossem aplicadas distinta e integralmente, nos termos do art. 72 do Código Penal.

Por seu turno, Romano Ancelmo Fontana Filho argumentando em preliminar de apelação pela incompetência da Justiça federal. Argumentando pela atipicidade dos fatos pela ausência de risco ou lesão ao bem jurídico quanto ao delito de *insider trading*, bem como a ausência da elementar do tipo informação privilegiada e pela ausência de dolo na venda das

---

<sup>72</sup> BRASIL. JUSTIÇA FEDERAL. Seção Judiciária de São Paulo. 6ª Vara Especializada em Crimes Contra o Sistema Financeiro Nacional e Lavagem de Valores. Processo nº 0005123-26.2009.403.6181. Sentença tipo D. Acusados: Luiz Gonzaga Murat Filho; Ancelmo Fontana Filho; Alexandre Ponzio de Azevedo. Delito tipificado no artigo 27-D da Lei nº 6.385/1976. Disponível em: <https://www.jfsp.jus.br/documentos/administrativo/NUCS/decisoes/2011/2011-02-22-insidersadia.pdf>. Acesso em 15 de outubro de 2023 às 20:30.

ADR's. Alegando ainda que havia participado de poucas reuniões sigilosas e que não havia provas de sua participação nas atividades habituais da companhia. Requerendo que a pena base fosse reduzida para o mínimo legal e que fosse diminuído em um sexto o aumento da pena em decorrência da continuidade do delito.

Por sua vez, a defesa de Luiz Gonzaga Murat Junior apelou, argumentando, em preliminar, pela atipicidade dos fatos em decorrência da ausência de bem jurídico ofendido para configurar o crime de *insider trading*, pela ausência provas acerca de informação privilegiada capaz de caracterizar o crime de uso indevido de informação privilegiada referentes ao ato praticado no dia 07 de abril de 2006, e consequente remessa dos autos ao MPF com fim de oferecimento de suspensão condicional do processo. Ainda, o Réu argumentou pela atipicidade do segundo fato ausência provas acerca de informação privilegiada capaz de caracterizar a conduta de *insider trading*, requerendo a diminuição da pena base para o mínimo legal e a alteração da pena de multa tendo em vista o prejuízo do Réu.

Quanto ao aspecto da incompetência da Justiça Federal para julgar a conduta criminosa descrita pela defesa do Apelante Romano Ancelmo Fontana Filho, esse sustentou que, em observância a redação do artigo 109 VI da Constituição Federal de 1988, não é competente a Justiça Federal para julgar o delito de *insider trading* em razão da falta de previsão expressa na Lei de Mercado de Capitais, em contrariedade com o previsto pelo art. 26 da Lei de Crimes contra o Sistema Financeiro Nacional, que caracteriza que o processamento e o julgamento dos crimes elencados nesta lei são de competência da Justiça Federal. Ademais, conforme já mencionado no tópico 2.5 do presente trabalho, a previsão legal da competência da Justiça Federal para julgar o crime de *insider trading*, tratando-se de crime que afeta o mercado de capitais em sua totalidade, e como a sua fiscalização e manutenção é atribuição da Comissão de Valores Mobiliários, autarquia federal, é manifesta a incidência do art. 109, inciso IV, da Constituição Federal de 1988, é competente a Justiça Federal. Enquanto a competência da Justiça Federal para julgar referido delito não está expressa na redação do artigo 109, inciso VI da Constituição Federal, esse deve ser interpretado em complemento com as demais normas preconizadas na Magna Carta. Esse entendimento é compartilhado pelo Égregio Desembargador Luiz Estefanini em seu voto<sup>73</sup> ao julgar a Apelação Criminal nº 0005123-26.2009.4.03.6181 (2009.61.81.005123-4):

---

<sup>73</sup> BRASIL. TRF3. Apelação Criminal nº 0005123-26.2009.4.03.6181 (2009.61.81.005123-4). Rel. Des. Fed. Luiz Stefanini. 5ª Turma. Julgado em 15/02/2013. Disponível em: <https://web.trf3.jus.br/acordaos/Acordao/BuscarDocumentoGedpro/2520776>. Acesso em 15 de outubro de 2023 às 20:35.

“Entretanto, tal argumento não merece prosperar, pois o artigo 109, VI, da CF, deve ser interpretado sistematicamente com os demais dispositivos constitucionais e extensivamente, em razão do interesse jurídico da União, conforme bem observado pelo magistrado de primeiro grau.”

Ante o exposto, com a interposição da apelação criminal perante os Egrégios Desembargadores da 5ª Turma do Tribunal Regional Federal da 3ª Região (“TRF3”), foi decidido o afastamento da preliminar de incompetência da Justiça Federal, assim como negou provimento a apelação da defesa. Assim, dando parcial provimento a apelação promovida pelo MPF, aumentando as penas impostas aos acusados para: (i) 2 anos, 6 meses e 10 dias de reclusão em regime aberto para Luiz Gonzaga Murat Junior e; (ii) fixando em 2 anos e 1 mês de reclusão em regime aberto para Romano Ancelmo Fontana Filho. Além disso, fora determinando que o valor da multa fosse destinado ao Fundo Penitenciário Nacional. Ademais, o Egrégio Tribunal decidiu pelo dever dos acusados em indenizar os prejuízos sofridos em decorrência de dano moral coletivo, fixando o valor mínimo de R\$ 254.335,66 e R\$ 305.036,36 para os acusados Luiz Gonzaga Murat Junior e Romano Ancelmo Fontana Filho, respectivamente. Finalizado o julgamento da referida apelação criminal pelo TRF3, sendo divulgada a Ementa do acórdão, *in verbis*<sup>74</sup>:

“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 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

<sup>74</sup> BRASIL. TRF3. Apelação Criminal nº 0005123-26.2009.4.03.6181 (2009.61.81.005123-4). Rel. Des. Fed. Luiz Stefanini. 5ª Turma. Julgado em 15/02/2013. Disponível em: <https://web.trf3.jus.br/acordaos/Acordao/BuscarDocumentoGedpro/2520776>. Acesso em 15 de outubro de 2023 às 20:35.

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 abarcadas 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, utilizei 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.”

Em decorrência dos resultados do julgamento da Apelação Criminal pelo TRF3, Luiz Gonzaga Murat Junior e Romano Ancelmo Fontana Filho recorreram a decisão interpondo o Recurso Especial nº 1.569.171 (2014/00106791-6) frente a 5ª Turma do Superior Tribunal de Justiça<sup>75</sup>. No qual foi reconhecida a ocorrência de prescrição da pretensão punitiva quanto a Romano Ancelmo Fontana Filho, em observância ao art. 109, inciso V e art.110, § 1º, ambos do Código Penal, tendo em vista que já haviam passado 4 anos da data da publicação da sentença condenatória em 16 de fevereiro de 2011, ficando seu recurso prejudicado. Assim, foi realizada apenas a análise das razões recursais do recorrente Luiz Gonzaga Murat Junior pelo Superior Tribunal de Justiça.

Com isso, a defesa do acusado Luiz Gonzaga Murat Junior argumentou pela violação do disposto pelo art. 27-D da Lei nº 6.385/1976 em decorrência da corte ter definido informação relevante como sendo mera expectativa de realização de um negócio jurídico, desvinculado de

<sup>75</sup> BRASIL. STJ. Recurso Especial nº 1.569.171/SP (2014/00106791-6). Rel. Min. Gurgel de Faria. 5ª Turma. Julgado em 16/02/2016. DJe 25/02/2016 RT vol. 967 p. 477. Disponível em: <https://processo.stj.jus.br/processo/pesquisa/?tipoPesquisa=tipoPesquisaNumeroRegistro&termo=201401067916&t>. Acesso em 15 de outubro de 2023 às 20:30.



uma expectativa concreta, sendo contrária ao conceito previsto na norma legal e pela doutrina. Além disso, a defesa alegou pela proibição de *reformatio in pejus*, com a tese que o acórdão do juízo de segundo grau inovou os fundamentos utilizados na sentença visando a majoração das sanções impostas ao acusado. Foi alegada, também, a violação do art. 49 e seguintes do Código penal, tendo a pena de multa sido aplicada em valor superior aos limites previstos na legislação. Por fim, o recorrente argumentou pelo afastamento da obrigação de pagar valor referente aos danos morais coletivos, de forma que a norma prevista no art. 387, inciso IV do Código de Processo Penal só veio com o advento da Lei 11.719/2008, data posterior a conduta do acusado, que ocorreu em 2006, devendo ser vedada a sua retroatividade *in pejus* da defesa.

O acusado argumentou pela atipicidade de sua conduta na reunião do dia 7 de abril de 2006, em decorrência inexistência de informação relevante que, ao tempo da primeira ação descrita na denúncia, fosse apta a configurar o crime tipificado no art. 27-D da Lei nº 6.385/1976. Com isso, conforme mencionado no tópico 1.2 do presente trabalho, o art. 2º da Instrução nº 358 de 2002 caput, considera como relevante qualquer decisão dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável, dispondo como um de seus exemplos de ato ou fato com potencial relevante dispostos no seu parágrafo único, inciso VII, a incorporação, fusão ou cisão envolvendo a companhia ou empresas ligadas. Ainda, o art. 155 da Lei das S.A., em seu § 1º, deixa explícito que cabe ao administrador de companhia aberta, guardar sigilo sobre qualquer informação não divulgada para o mercado, obtida em razão do cargo e que seja capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários. Assim, Luiz Gonzaga Murat Junior na reunião de 7 de abril de 2006, à época dos fatos o Diretor de Finanças e Relações com Investidores da Sadia. S.A., teria obtido de forma incontroversa a informação referente a tratativas visando a elaboração da Oferta Pública de Aquisição de ações da Perdigão S.A., da qual, na figura de administrador, deveria ter mantido sigilo.

Essa fundamentação também fora citada pelo Ministro Relator Gurgel de Faria<sup>76</sup>:

“Conforme anotou o acórdão recorrido, em termos gerais, podemos encontrar a definição de "informação relevante" no art. 155, § 1º, da Lei n. 6.404/1976, bem como no art. 2º da Instrução n. 358/2002 da CVM  
(...)

---

<sup>76</sup> BRASIL. STJ. Recurso Especial nº 1.569.171/SP (2014/00106791-6). Rel. Min. Gurgel de Faria. 5ª Turma. Julgado em 16/02/2016. DJe 25/02/2016 RT vol. 967 p. 477. Disponível em: <https://processo.stj.jus.br/processo/pesquisa/?tipoPesquisa=tipoPesquisaNumeroRegistro&termo=201401067916&t>. Acesso em 15 de outubro de 2023 às 20:30.

Voltando ao caso em 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, na reunião do dia 7 de abril de 2006, informações confidenciais de sua companhia – Sadia S.A. – as quais, no exercício de sua profissão, tinha o dever de manter em sigilo.

(...)

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.”

Assim, foi reconhecida que a conduta de Luiz Gonzaga Murat Junior se encaixa na prevista pelo art. 27-D da Lei nº 6.385/1976, tendo em vista que no âmbito do delito de *insider trading*, a mera expectativa de realização de negócio jurídico, como no caso de elaboração de Oferta Pública de Aquisição de ações de outra companhia já caracteriza fato relevante.

Em seguida, o Superior Tribunal de Justiça versou acerca da argumentação da defesa do recorrente tangente a dosimetria da pena. Na qual o Ministro relator afastou a proibição de *reformatio in pejus* em violação ao art. 617 do Código de Processo Penal, pois essa só ocorre quando somente a defesa houver recorrido, tendo no caso analisado o MPF recorrido na sentença condenatória. Assim, sendo possível a majoração da pena.

Em sequência, fora analisado pelo Ministro Relator a tese da violação do art. 49 e seguintes do Código penal, tendo a pena de multa sido aplicada em valor superior aos limites previstos na legislação, tendo em vista que o acusado não obteve lucro concreto com sua conduta, tendo na verdade sofrido prejuízos com a negociação. Nesse aspecto, foi importante a fundamentação exposta pelo Tribunal Superior<sup>77</sup>, no qual relatou que a Lei nº 6.385/1976 dispõe em seu art. 27-F que as multas do crime de *insider trading* devem ser aplicadas conforme os danos provocados ou montante da vantagem ilícita obtida pelo agente, obedecendo ainda o princípio da proporcionalidade, não adotando o sistema de cominação de multas dos artigos 49 e seguintes do Código Penal.

É basilar frisar que apesar de o acusado não ter auferido lucro com suas transações, foi considerado o lucro que o *insider* teria obtido caso tivesse vendido os títulos negociados mediante utilização de informação relevante e confidencial no dia 21 de julho de 2021, ou seja

---

<sup>77</sup> BRASIL. STJ. Recurso Especial nº 1.569.171/SP (2014/00106791-6). Rel. Min. Gurgel de Faria. 5ª Turma. Julgado em 16/02/2016. DJe 25/02/2016 RT vol. 967 p. 477. Disponível em: <https://processo.stj.jus.br/processo/pesquisa/?tipoPesquisa=tipoPesquisaNumeroRegistro&termo=201401067916&t>. Acesso em 15 de outubro de 2023 às 20:30.

data da revogação da Oferta Pública de Aquisição de ações da Perdigão S.A. pela Sadia S.A., conforme sustentado no Voto do Ministro Relator Gurgel de Faria:

“Em síntese, o Juiz sentenciante levou em conta o total dos valores mobiliários envolvidos, a partir da obtenção do seu custo médio, caso o recorrente tivesse vendido todos os títulos no dia 21 de julho de 2006. Considerou, pois, a diferença entre o valor pago pelos ADRs (US\$ 939.708,00) e aquele que obteria se tivesse vendido todos os títulos pelo valor que efetivamente auferiu com a venda parcial realizada (45.900 x US\$ 23,00 = US\$ 1.055.700,00), chegando-se ao *quantum* de US\$ 115.992,00, correspondente, na época, a R\$ 254.333,66. Restando, definitivamente fixada em R\$ 349.711,53, em razão da continuidade delitiva.

Ressaltou, ainda, que a circunstância de o réu Luiz Gonzaga Murat Júnior "não ter vendido todas as ações adquiridas naquele momento não descaracteriza a existência de efetivo lucro (embora ainda não integralmente realizado). Caso assim não se entenda, bastaria ao '*insider*' simplesmente, após adquirir as ações com base na informação privilegiada, mantê-las em carteira por longo período para descaracterizar a ocorrência de lucro, evitando, assim, a aplicação da multa penal".

Ainda, é relevante para a matéria da presente monografia o entendimento do Ministro Relator Gurgel de Faria sobre o objetivo da pena de multa disposta no art. 27-D e 27-F da Lei nº 6.385/1976<sup>78</sup>:

“No ponto, vale lembrar que a pena de multa possui finalidade afliitiva e pedagógica, não se limitando, por conseguinte, ao valor dos danos causados ao mercado ou ao lucro auferido pelo *insider* – que deve ser utilizado como parâmetro no cálculo, *ex vi* dos arts. 27-D e 27-F da Lei n. 6.385/1976 –, mas tendo também o objetivo de desestimular a conduta ilícita e resguardar a confiança do mercado mobiliário.

Como bem ressaltou o Ministério Público Federal, em seu parecer, "argumentar no sentido de que a multa deveria levar em consideração o valor da venda parcial, seria admitir que as demais ações, ainda de propriedade dos réus, ficariam desoneradas do vício que de fato as qualifica"

No que tange a argumentação do recorrente para o afastamento da obrigação do pagamento em decorrência de danos morais coletivos, de forma que o art. 387, inciso IV do Código de Processo Penal preceitua a fixação de valor mínimo para a reparação dos danos causados pela infração pelos prejuízos dos ofendidos, no caso, a coletividade, só veio com a redação da Lei 11.719 de 2008, data posterior a da sua conduta delitiva, sendo vedada a retroatividade *in pejus*, nos termos do art. 5º, inciso XL da Constituição Federal. Essa tese da defesa foi a única que foi dada provimento pelo Ministro do julgamento, concordando com os fatos argumentados pelo recorrente. Assim, o Ministro Gurgel de Faria deu parcial provimento

<sup>78</sup> BRASIL. STJ. Recurso Especial nº 1.569.171/SP (2014/00106791-6). Rel. Min. Gurgel de Faria. 5ª Turma. Julgado em 16/02/2016. DJe 25/02/2016 RT vol. 967 p. 477. Disponível em: <https://processo.stj.jus.br/processo/pesquisa/?tipoPesquisa=tipoPesquisaNumeroRegistro&termo=201401067916&t>. Acesso em 15 de outubro de 2023 às 20:30.

ao recurso interposto por Luiz Gonzaga Murat Junior, afastando somente a condenação de pagamento de valor mínimo para a reparação de danos morais coletivos.

Conferido o Voto do Ministro Relator, a 5ª Turma do STJ julgou, por unanimidade, ficando prejudicado o recurso interposto por Romano Ancelmo Fontana Filho e dando parcial provimento ao recurso interposto por Luiz Gonzaga Murat Junior. Com todos os ministros acompanhando o voto do Ministro Relator Gurgel de Faria, foi publicada a ementa do acórdão, nos seguintes termos:

“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.º 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 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 2 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 Perdição 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. 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*.

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.”

Tendo sido julgado o caso pela 5ª Turma do Superior Tribunal de Justiça, esse não foi o fim do transitado em julgado do caso em análise. Ainda, os acusados tentaram interpor Agravo Regimental no Recurso Extraordinário com Agravo frente a 2ª Turma do Supremo Tribunal Federal, os quais decidiram, por unanimidade dos votos, negar provimento ao recurso<sup>79</sup>.

## 5.2 – Das problemáticas na condenação penal da conduta de *insider trading*

A punição do *insider trading*, embora essencial para a preservação da igualdade dos investidores e a transparência no Mercado de Valores Mobiliários, enfrenta desafios práticos que dificultam sua efetiva aplicação.

<sup>79</sup> BRASIL. STF. Ag. Reg. no Recurso Extraordinário com agravo 971.036/São Paulo. Min. Rel. Dias Toffoli. 2ª Turma. Julgado em 05/05/2017. Disponível em: <https://redir.stf.jus.br/paginadorpub/paginador.jsp?docTP=TP&docID=12955483>. Acesso em 15 de outubro de 2023 às 20:40.

Revestida do seu caráter *ultima ratio*, a responsabilização penal pela conduta de *insider trading*, introduzida pela Lei nº 10.303/2001 com a inclusão do art. 27-D, surgiu em decorrência da insuficiência da sua sanção apenas pela via administrativa e pela via judicial cível. Com isso, é no mínimo inusitado que, desde sua introdução no ordenamento brasileiro, apenas tenham sido efetivadas apenas duas condenações pelo crime de uso indevido de informação privilegiada na esfera penal, com apenas uma transitada em julgado até a data do presente trabalho. Ainda, considerando a presença da infração de *insider trading* no Mercado de Capitais brasileiro, conforme comprovado pelo levantamento elaborado por PRADO, RACHMAN, e VILELA<sup>80</sup>, no qual foi observado no período entre 2002 e 2015 que a CVM, mediante PAS, julgou 50 casos pela infração de *insider trading*, como total de 223 indivíduos foram indiciados e com 59 punidos por essa prática, é manifesta a existência de ineficiência da legislação penal.

Uma das principais dificuldades no combate do *insider trading* consiste em reunir um conjunto comprobatório robusto o suficiente para sustentar uma condenação. Na qual seria necessária a presença do nexa causal, com dolo específico do agente, agindo de livre e consciente vontade, utilizando informação relevante ainda não divulgada ao mercado, da qual tem conhecimento e sabendo de sua relevância, para auferir vantagem indevida mediante a negociação de valores mobiliários.

Enquanto a CVM pode utilizar de quaisquer indícios e presunções relativas (nos termos da resolução 44, art. 13, §1º, II) que fundamentem a acusação e eventual condenação pelo delito do uso indevido de informação privilegiada para propor Processo Administrativo Sancionador, equivalendo esses indícios e presunções como qualquer meio de prova. Esse não é o mesmo caso para o MPF, que ao propor a ação penal não pode valer de qualquer indício, conforme definido pelo doutrinador LOPES JUNIOR<sup>81</sup>, para o Direito Penal os indícios constituem “prova fraca”, de menor nível de exigência probatória, sendo suficiente para justificar uma sentença condenatória, mas não para ensejar uma condenação.

No mesmo sentido, não pode o MPF valer-se de presunções, pois essas, enquanto são pertinentes para a via administrativa, na esfera penal essas constituem uma violação da tipicidade penal. Sendo necessárias diversas provas concretas e robustas do uso indevido da informação de cunho relevante e do dolo específico do agente. Como observado no caso “Sadia e Perdigão” analisado de forma aprofundada no presente trabalho, em que os agentes possuíam acesso as informações privilegiadas em razão de seus cargos como administradores da empresa,

---

<sup>80</sup> PRADO, Viviane Muller; RACHMAN, Nora; VILELA, Renato. *Insider trading: normas, instituições e mecanismos de combate no Brasil* [recurso eletrônico]. São Paulo: FGV Direito SP, 2016. p. 45-51.

<sup>81</sup> LOPES JUNIOR, Aury. *Direito Processual Penal*. São Paulo: Saraiva Educação. 2022. p. 582.

provas testemunhais de sua presença nas reuniões nas quais foram compartilhadas as informações de cunho relevante, e registro das transações confirmando a intenção dos acusados de obter lucro com a negociação de títulos mobiliários antes da divulgação da informação relevante ao mercado.

Posto isso, o caso demonstrou que é possível a comprovação do delito de *insider trading*. No entanto, na maioria dos casos, provas como gravações, ligações, comprovantes físicos e digitais das negociações realizadas pelos *insiders*, além de outros métodos modernos de comunicação, são difíceis de obter ou sequer existem provas concretas suficientes para compor um conjunto probatório eficaz para sustentar uma condenação. Por esse motivo, mesmo que a ocorrência de crime de uso indevido de informação privilegiada seja comunicada ao MPF por ofício da CVM, muitas vezes a falta de provas concretas evita que a possa ser oferecida denúncia e eventual condenação penal.

Quanto ao diploma legal que tipifica a conduta de *insider trading*, o art. 27-D da Lei 6.385/1976 constitui norma penal em branco, enquanto apresentando caráter penal, essa norma não tipificou o conceito de informação privilegiada, sendo necessário que sejam contempladas outras normas legais para complementar sua fundamentação, notavelmente as normas de natureza administrativa, como a Lei das S.A., a ICVM 358/2002 e a resolução 44 da CVM de 2021. No entanto, como essas normas complementares estão inseridas no meio administrativo, muitos de seus princípios divergem da norma penal.

Além disso, é possível observar que a Lei 13.506/17 visou proporcionar uma atualização da redação do art. 27-D, ampliando a tutela penal, ao excluir o requisito do “dever de guardar sigilo” para configuração do crime, deixando de diferenciar os *insiders* primários e secundários, estabelecendo, contudo, em seu § 2º o aumento de pena em um terço se o agente comete o crime previsto utilizando a informação relevante de que tenha conhecimento e da qual tenha dever de manter sigilo, e passando em seu § 1º dispor que também incorre na pena prevista por *insider trading* quem repassa informação sigilosa relativa a fato relevante a que tenha tido acesso em razão de cargo ou posição que ocupe em emissor de valores mobiliários ou em razão de relação comercial, profissional ou de confiança com o emissor. No entanto, por mais que essa alteração tenha contribuído para uma ampliação da tutela penal do delito de *insider trading*, pouco foi sua eficácia para sanar os problemas de tipicidade da informação privilegiada e a dificuldade probatória, em contraste com a norma administrativa, mais notavelmente a resolução 44 da CVM de 2021 que visou facilitar o potencial repressivo ao estabelecer um rol de presunções relativas da prática do *insider trading*.

Em síntese, a condenação penal pelo *insider trading* enfrenta desafios devido à dificuldade de reunir provas eficazes para ensejar em uma condenação, contrastando com as possibilidades de utilização de indícios e presunções pela CVM. Apesar das tentativas de atualização da norma penal, o art. 27-D da Lei 6.385/1976 ainda possui eficácia reduzida no ordenamento jurídico brasileiro, o que é comprovado pela pequena quantidade de condenações efetuadas desde sua criminalização em 2001. Com isso, é necessária uma reforma do tipo penal previsto do artigo supracitado, para a tipificação do conceito de informação privilegiada na esfera penal, assim como estabelecer meios que possibilitem métodos eficazes de identificação e comprovação da conduta criminosa.



## CONCLUSÃO

O presente Trabalho de Conclusão de Curso buscou analisar de forma aprofundada os diversos aspectos penais e econômicos relacionados ao uso indevido de informação privilegiada, sendo estabelecido, primeiramente, considerações acerca da sua conceituação, da definição de informação privilegiada e uma análise histórica da sua legislação penal e da sua regulamentação administrativa.

A preocupação do Estado por zelar pelo devido funcionamento do Mercado de Valores Mobiliários e, por consequência, da proibição do uso indevido de informação privilegiada por *insiders* no mercado tem origem nos Estados Unidos após a queda da bolsa de valores de Nova Iorque em 1929. Essa preocupação começou a ser refletida em nosso próprio ordenamento jurídico a partir da introdução da Lei 6.404 em 1976 que estabeleceu a primeira norma repressiva a conduta de *insider trading* por mais que com sanções apenas de caráter cível e administrativa. No entanto, somente a partir de 2001 com o advento da Lei nº 10.303 foi adicionado à Lei nº 6.385/1976 o artigo 27-D, foi criminalizada a conduta do *insider trading*.

Com isso, o presente Trabalho de Conclusão de Curso buscou analisar detalhadamente as principais controvérsias acerca do tipo penal do uso indevido de informação privilegiada, assim como os impactos econômicos associados a essa conduta, como é feita a regulação do mercado pela CVM, a análise das medidas sancionatórias do delito de *insider trading* tanto nas esferas administrativas quanto na via judicial penal e seus aspectos práticos no ordenamento brasileiro.

Tendo isso em mente, foram descritos os principais objetos tutelados pela tipificação penal do *insider trading* consistindo na proteção as relações de confiança, transparência e lealdade entre todos os participantes do mercado de capitais, visando proteger a sua estabilidade e lisura como um todo. Ainda, o tipo penal do *insider trading* depende de dolo específico devendo o agente agir de livre e consciente vontade, utilizando informação relevante ainda não divulgada ao mercado, tendo pleno conhecimento de que deve manter sigilo acerca das informações relevantes, e visando obter, para si ou para outrem, vantagem indevida.

Em relação ao momento de consumação do crime é que já é possível compreender o caráter controverso da tipificação penal do *insider trading* para o direito penal. Não havendo um entendimento unificado constituindo o crime como material ou formal, porém, uma parcela majoritária da considera que o delito é formal. Sendo concretizada a conduta criminosa mediante o uso da informação privilegiada para a negociação de valores mobiliários, com a capacidade de obter vantagem ilícita, independente se referida vantagem é obtida ou não.

Relevante destacar que foi considerada a formalidade do crime no julgamento do caso “Sadia e Perdigão” pelo Superior Tribunal de Justiça, em que apesar do acusado não ter auferido lucro efetivo com suas negociações baseadas em informação relevante ainda não divulgada ao mercado, foi punida a prática do uso da informação privilegiada pelo lucro que esse teria obtido caso tivesse vendido os títulos negociados.

Uma das constatações essenciais é a complexidade na comprovação do *insider trading*, enquanto a CVM pode usar de meros indícios e presunções relativas para dar início a um Processo Administrativo Sancionador, eventual verificação da conduta de *insider trading* e sua sanção, se verificada. Contudo, na esfera penal, apenas indícios, enquanto podendo guiar uma investigação mais aprofundada por parte do *parquet*, constituem provas fracas, sendo necessário a obtenção de provas robustas e múltiplas para ensejar em uma denúncia e eventual condenação.

Quanto ao aspecto da competência para julgar o crime de *insider trading*, é demonstrada a carência de previsão específica na Lei nº 6.385/1976 e no art. 109, inciso VI da Magna Carta. No entanto, pelo fato de o crime do uso indevido de informação privilegiada ameaçar os princípios de confiança, transparência e lealdade, assim como a lisura do mercado de valores mobiliários e do sistema financeiro nacional, da qual sua manutenção e fiscalização é de interesse da CVM, entidade autárquica da União, há a incidência do inciso VI do art. 109 da Magna Carta, competindo a Justiça Federal julgar os crimes de *insider trading*.

No contexto dos aspectos econômicos do *insider trading* no Brasil, tornou-se evidente no presente trabalho a influência negativa dessa prática no Mercado de Valores Mobiliários. Com o uso indevido de informações privilegiadas resultando na quebra da igualdade entre os investidores em decorrência da assimetria de informações, minando a confiança no mercado dos participantes do mercado, além de danificar o correto funcionamento do mercado e, por consequência, do desenvolvimento econômico do país. Nesse sentido, a regulação do Mercado de Valores Mobiliários desempenha função crucial na tentativa de conter a prática do *insider trading*, no qual a CVM desempenha um papel fundamental na sua supervisão e manutenção.

No que tange às medidas sancionatórias pelo uso de informações privilegiadas, tanto nas vias administrativas quanto judiciais, a CVM exerce um papel proeminente na aplicação de penalidades ao uso indevido de informação privilegiada na instância administrativa. Por meio de qualquer indício da conduta de *insider trading* a CVM pode propor PAS para recolher informações, provas e depoimentos para formação de um conjunto comprobatório de indícios robustos para a acusação dos sujeitos responsáveis pela prática de *insider trading*. Constatada a referida conduta, a CVM oficia ao MPF a ocorrência da conduta delitiva, que será responsável por propor ação penal pública incondicionada frente ao acusado. No entanto, aqui notamos a

principal problemática do tema abordado, conforme já discutido no presente trabalho, uma parte significativa dos PAS propostos pela CVM consistem na investigação do *insider trading*, apresentando um número significativo de indiciados. No entanto, essa realidade não é refletida na esfera penal, tendo apenas uma condenação transitada em julgado até o momento, o que demonstra a ineficácia da esfera penal no combate a esse delito.

Enquanto o estudo de caso no presente trabalho demonstrou a possibilidade da comprovação do delito de *insider trading*. Na maioria dos casos, provas como gravações, ligações, comprovantes físicos e digitais das negociações realizadas pelos *insiders*, e outros métodos modernos que poderiam apontar essa conduta são difíceis de obter ou sequer existem provas concretas suficientes para compor um conjunto probatório eficaz. Com isso, mesmo que a ocorrência de crime de uso indevido de informação privilegiada seja comunicada ao MPF por ofício da CVM, na maioria dos casos a falta de provas concretas ocasiona na impossibilidade do oferecimento da denúncia e eventual condenação penal.

Além disso, o diploma legal que tipifica a conduta de *insider trading* constitui norma penal em branco, enquanto apresentando caráter penal, essa norma não tipificou o conceito de informação privilegiada, sendo necessário contemplar normas de natureza administrativa para suplementar seu entendimento. Outra problemática manifesta, tendo em vista que os princípios que regem princípios a conduta do *insider trading* na norma administrativa divergem dos da norma penal.

Embora o artigo 27-D tenha sido atualizado pela Lei 13.506/17, que por sua vez ampliou a tutela penal, ao excluir o requisito do “dever de guardar sigilo” para configuração do crime, deixando de diferenciar os *insiders* primários e secundários. Por mais que essa alteração tenha contribuído para uma ampliação da tutela penal do delito de *insider trading*, pouco foi sua eficácia para sanar os problemas de tipicidade da informação privilegiada na via penal e a dificuldade probatória do delito por parte do MPF.

Em resumo, para uma melhora do combate efetivo da conduta delituosa do *insider trading* na esfera penal, o tipo penal do art. 27-D da Lei 6.385/1976 necessita de significativa reforma ou atualização para a inclusão da tipificação expressa do conceito de informação privilegiada na esfera penal, assim como estabelecer meios que possibilitem métodos eficazes de monitoração e comprovação da referida conduta criminosa. A efetividade no combate a essa prática está intimamente ligada à clareza das definições legais assim como à capacidade de coleta de evidências para dar suporte a uma acusação e consequente acusação.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AUGUSTO, Ana Micaela Pedrosa. *Insider trading: perspectiva sobre o enquadramento jurídico-societário no ordenamento português*. Em: O direito, v. 136, n. 4, p. 999-1042. 2004.
- BITENCOURT, Cezar Roberto. Tratado de Direito Penal Econômico, volume I. São Paulo: Saraiva. 2016. *E-book Kindle*.
- BRASIL. CVM. Uso Indevido de Informação Privilegiada (*Insider Trading*). Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2016. (Cadernos CVM, 11). Disponível em: [https://irp.cdn-website.com/2c71f58f/files/uploaded/Insider\\_CVM-Caderno-11.pdf](https://irp.cdn-website.com/2c71f58f/files/uploaded/Insider_CVM-Caderno-11.pdf) - Acesso em 30 de abril de 2023 às 21:00.
- CARRARA, Francesco. Programa do curso de direito criminal. Volume 1. Campinas: LZN, 2002.
- CASTELLAR, José Carlos. *Insider Trading e os novos crimes corporativos. (uso indevido de informação privilegiada, manipulação de Mercado e exercício irregular de cargo, profissão, atividade ou função)*. Rio de Janeiro: Editora Lumen Juris, 2008.
- CARVALHO FILHO, José dos Santos. Manual de direito administrativo. 24ª edição, revista, ampliada e atualizada. até 31.12.2010. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2011.
- EIZIRIK, Nelson; GAAL, Arádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais: Regime Jurídico. Rio de Janeiro: Renovar. 2011.
- FARIAS, Rafael Araújo Sousa; FREITAS, Marcelo Machado de; VICENTE, Ernesto Fernando Rodrigues. "INSIDER TRADING: COMO A CVM ATUOU ENTRE 2000 E 2013 PARA INIBIR ESSA PRÁTICA?" Revista Reuna: v. 20, n.4. 2015. Disponível em: <https://revistas.una.br/reuna/article/view/717>. Acesso em: 07 de agosto de 2023 às 20:01.
- 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. 2022.
- MIKALOVSKI, Algacir. Crimes Contra o Mercado de Capitais – Bem Jurídico, Tipos e Investigação, Curitiba: Editora Jaruá. 2014.
- MUSSNICH, Francisco Antunes M. O *insider trading* no direito brasileiro - DIG. Editora Saraiva, 2017. *E-book*. ISBN 9788547218225. Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788547218225/>. Acesso em: 03 ago. 2023 às 14:54.
- NUCCI, Guilherme de Souza. Manual de Direito Penal. 18 ed. Rio de Janeiro: Forense. 2022.
- PARENTE, Norma Jonssen. Aspectos Jurídicos do “*insider trading*”. Superintendência Jurídica da Comissão de Valores Mobiliários, jun. 1978. Disponível em: [https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/aceso\\_informacao/serieshistoricas/estudo\\_s/anexos/Aspectos-Juridicos-do-insider-trading-NJP.pdf](https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/aceso_informacao/serieshistoricas/estudo_s/anexos/Aspectos-Juridicos-do-insider-trading-NJP.pdf). Acesso em: 06 jul. 2023 às 17:31.
- PRADO, Luiz Regis. Direito Penal Econômico 9. Ed. Rio de Janeiro: Forense. 2021. *E-book Kindle*

- PRADO, Luiz Regis. Bem jurídico-penal e constituição. 8 Ed. Rio de Janeiro: Forense, 2019.
- PRADO, Viviane Muller; RACHMAN, Nora; VILELA, Renato. *insider trading*: normas, instituições e mecanismos de combate no Brasil [recurso eletrônico]. São Paulo: FGV Direito SP, 2016.
- PROENÇA, José Marcelo Martins. *Insider trading*: regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2005.
- ROXIN, Claus. A proteção de bens jurídicos como função do direito penal, org. trad. André Luís Callegari e Nereu José Giacomoli – 2. ed. Porto Alegre: Livraria do Advogado Editora, 2009.
- SANTOS, Alexandre Pinheiro dos; OSÓRIO, Fábio Medina; WELLISCH, Julya Sotto Mayor. Mercado de Capitais: regime sancionador. São Paulo: Saraiva, 2012.
- TIZZIANI, Emerson; BARBOSA José Geraldo Pereira; DA SILVA, Antonio Carlos Magalhães, Táticas de Defesa Contra Aquisições Hostis: O Caso Perdigão X Sadia. ANPAD. Rio de Janeiro/RJ, XXXII Encontro da ANPAD. 2008. Disponível em: [https://arquivo.anpad.org.br/diversos/down\\_zips/38/FIN-B1854.pdf](https://arquivo.anpad.org.br/diversos/down_zips/38/FIN-B1854.pdf). Acesso em 27 de outubro às 20:30.
- Consultas em Sites:
- BRASIL. Constituição da República Federativa do Brasil de 1988. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/constituicao/constituicao.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm). Acesso em 15 de maio de 2023 às 13:00.
- BRASIL. CVM. ICVM 358/02. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst358.html>. Acesso em 30 de abril de 2023 às 20:00.
- BRASIL. CVM. ICVM 31/84. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst031.html#:~:text=Disp%C3%B5e%20a%20cerca%20da%20divulga%C3%A7%C3%A3o%20e,relevante%20relativo%20%C3%A0s%20companhias%20abertas.&text=VIDE%20Nota%20Explicativa%2028%2F84>. Acesso em 09 de junho de 2023.
- BRASIL. CVM. Resolução 44/21. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol044.html>. Acesso em 12 de junho de 2023 às 20:31.
- BRASIL. CVM. Resolução 45/21. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol045.html>. Acesso em 23 de outubro de 2023 às 17:00.
- BRASIL. CVM. Extrato da Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador nº 15/2010. Diretor-Relator: Roberto Tadeu Antunes Fernandes. Presidente da sessão de julgamento: Leonardo P. Gomes Pereira. Data de Julgamento: 08.12.2015. Disponível em: [https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2015/201512\\_08\\_PAS\\_152010.pdf](https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2015/201512_08_PAS_152010.pdf). Acesso em 25 de setembro de 2023.

BRASIL. CVM. Extrato da Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador nº 13/2000. Diretor-Relator: Marcelo Fernandes Trindade. Presidente da sessão de julgamento: Norma Jonssen Parente. Data de Julgamento: 17.04.2002. Disponível em: [https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2002/20020417\\_PAS\\_1300.pdf](https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2002/20020417_PAS_1300.pdf). Acesso em 25 de setembro das 2023 às 20:30.

BRASIL. CVM. Extrato da Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador nº 13/09. Diretor-Relator: Diretor Eli Loria. Presidente da sessão de julgamento: Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana. Data de Julgamento: 13.09.2011. Disponível em: [https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2011/20111213\\_PAS\\_1309.pdf](https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2011/20111213_PAS_1309.pdf). Acesso em 25 de setembro de 2023 às 20:30.

BRASIL. CVM. Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador nº SP2007/0117. Diretor-Relator: Eli Loria. Presidente da sessão de julgamento: Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana. Data de Julgamento: 26.02.2008. Disponível em: [https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2008/20080226\\_PAS\\_SP20070117.pdf](https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2008/20080226_PAS_SP20070117.pdf). Acesso em 20 de outubro de 2023 às 11:30.

BRASIL. CVM. Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador nº SP2007/0118. Diretor-Relator: Marcos Barbosa Pinto. Presidente da sessão de julgamento: Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana. Data de Julgamento: 26.02.2008. Disponível em: [https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2008/20080226\\_PAS\\_SP20070118.pdf](https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2008/20080226_PAS_SP20070118.pdf). Acesso em 20 de outubro de 2023 às 11:32.

BRASIL. Decreto-Lei nº 2.848 de 7 de dezembro de 1940. Código Penal. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/decreto-lei/del2848compilado.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/del2848compilado.htm). Acesso em 12 de junho de 2023 às 20:31.

BRASIL. GOV. Disponível em: <https://www.gov.br/economia/pt-br/orgaos/orgaos-colegiados/conselho-de-recursos-do-sistema-financeiro-nacional#:~:text=Compete%20ao%20CRSFN%20o%20julgamento,Susep%20e%20demais%20autoridades%20competentes>. Acesso em 12 de setembro de 2023, às 16:22.

BRASIL. GOV. Portaria MF 68, de 26 de fevereiro de 2016. Disponível em: <https://www.gov.br/economia/pt-br/orgaos/orgaos-colegiados/conselho-de-recursos-do-sistema-financeiro-nacional/aceso-a-informacao/legislacao/arquivos/portaria-mf-no-68-de-26-de-fevereiro-de-2016-versao-consolidada>. Acesso em 12 de setembro de 2023, às 16:22.

BRASIL. JUSTIÇA FEDERAL. Seção Judiciária de São Paulo. 6ª Vara Especializada em Crimes Contra o Sistema Financeiro Nacional e Lavagem de Valores. Processo nº 0005123-26.2009.403.6181. Sentença tipo D. Acusados: Luiz Gonzaga Murat Filho; Ancelmo Fontana Filho; Alexandre Ponzio de Azevedo. Delito tipificado no artigo 27-D da Lei nº 6.385/1976. Disponível em: <https://www.jfsp.jus.br/documentos/administrativo/NUCS/decisoes/2011/2011-02-22-insidersadia.pdf>. Acesso em 15 de outubro de 2023 às 20:30.

BRASIL. Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6404consol.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm). Acesso em 02 de maio de 2023 às 21:20.

BRASIL. Lei nº 4.728 de 14 de julho de 1965. Disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/14728.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/14728.htm). Acesso em 02 de maio de 2023 às 20:20.

BRASIL. Lei nº 1.521 de 26 de dezembro de 1951. Altera dispositivos da legislação vigente sobre crimes contra a economia popular. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/11521.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/11521.htm). Acesso em 02 de maio de 2023 às 22:20.

BRASIL. Lei nº 6.385 de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/16385.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16385.htm). Acesso em 02 de maio de 2023 às 22:30.

BRASIL. Lei nº 10.303 de 31 de outubro de 2001. Altera e acrescenta dispositivos na Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/leis\\_2001/110303.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/leis_2001/110303.htm). Acesso em 02 de maio de 2023 às 22:30.

BRASIL. Lei nº 13.506 de 13 de novembro de 2017. Dispõe sobre o processo administrativo sancionador na esfera de atuação do Banco Central do Brasil e da Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/ato2015-2018/2017/lei/L13506.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/ato2015-2018/2017/lei/L13506.htm). Acesso em 10 de maio de 2023 às 22:30.

BRASIL. Lei nº 7.492 de 16 de junho de 1986. Define os crimes contra o sistema financeiro nacional, e dá outras providências. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/17492.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/17492.htm). Acesso em 01 de novembro de 2023 às 21:47.

BRASIL. STJ. Conflito de Competência n. 82961/SP. Rel. Min. Arnaldo Esteves Lima, Terceira Seção, julgado em 27/05/2009, Diário de Justiça, Brasília, 22 jun. 2009, LEXSTJ vol. 241 p. 283. Disponível em [https://processo.stj.jus.br/SCON/GetInteiroTeorDoAcordao?num\\_registro=200700810965&dt\\_publicacao=22/06/2009](https://processo.stj.jus.br/SCON/GetInteiroTeorDoAcordao?num_registro=200700810965&dt_publicacao=22/06/2009). Acesso em 02 de setembro 2023 às 20:05.

BRASIL. STJ. Conflito de Competência n. 135749/SP. Rel. Min. Ericson Marinho, Terceira Seção, julgado em 25/03/2015. Diário de Justiça, Brasília, 07 abr. 2015. Disponível em [https://processo.stj.jus.br/SCON/GetInteiroTeorDoAcordao?num\\_registro=201402210150&dt\\_publicacao=07/04/2015](https://processo.stj.jus.br/SCON/GetInteiroTeorDoAcordao?num_registro=201402210150&dt_publicacao=07/04/2015). Acesso em 02 de setembro 2023 às 20:30.

BRASIL. STJ. Recurso Especial nº 1.569.171/SP (2014/00106791-6). Rel. Min. Gurgel de Faria. 5ª Turma. Julgado em 16/02/2016. DJe 25/02/2016 RT vol. 967 p. 477. Disponível em: <https://processo.stj.jus.br/processo/pesquisa/?tipoPesquisa=tipoPesquisaNumeroRegistro&termo=201401067916&t>. Acesso em 15 de outubro de 2023 às 20:30.

BRASIL. STF. MS nº 22.438-0. São Paulo. Relator Ministro Moreira Alves. D.J. 06.02.98. Precedente. Disponível em: <https://www.stf.jus.br/arquivo/informativo/documento/informativo715.htm>. Acesso em 29 de agosto de 2023 às 13:41.

BRASIL. STF. Ag. Reg. no Recurso Extraordinário com agravo 971.036/São Paulo. Min. Rel. Dias Toffoli. 2ª Turma. Julgado em 05/05/2017. Disponível em: <https://redir.stf.jus.br/paginadorpub/paginador.jsp?docTP=TP&docID=12955483>. Acesso em 15 de outubro de 2023 às 20:40.

BRASIL. TRF3. Apelação Criminal nº 0005123-26.2009.4.03.6181 (2009.61.81.005123-4). Rel. Des. Fed. Luiz Stefanini. 5ª Turma. Julgado em 15/02/2013. Disponível em: <https://web.trf3.jus.br/acordaos/Acordao/BuscarDocumentoGedpro/2520776>. Acesso em 15 de outubro de 2023 às 20:35.

CONJUR. Disponível em: <https://www.conjur.com.br/2019-set-30/juiza-condena-eike-batista-anos-meses-prisao>. Acesso em 10 de outubro às 23:07.

CONJUR. Disponível em: <https://www.conjur.com.br/2016-fev-22/stj-profere-primeira-condenacao-insider-trading-brasil>. Acesso em 10 de outubro de 2023 às 15:50.

G1. GLOBO. Disponível em: <https://g1.globo.com/jornaldaglobo/0,,MUL889531-16021,00-SADIA+LANCA+OFERTA+PELA+PERDIGAO.html>. Acesso em 16 de outubro de 2023 às 10:14.

UNITED STATES GOVERNMENT. Disponível em: <https://www.investor.gov/introduction-investing/investing-basics/role-sec#:~:text=Congress%20Created%20the%20SEC,the%20Securities%20Act%20of%201933>. Acesso em 27 de outubro de 2023 às 20:00.

UNITED STATES GOVERNMENT. Disponível em: <https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1885/pdf/COMPS-1885.pdf>. Acesso em 02 de maio de 2023 às 20:00.

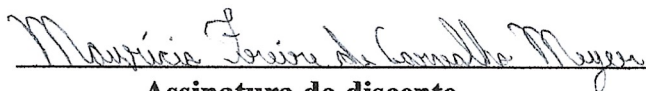


## TERMO DE AUTENTICIDADE DO TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO

Eu, Maurício Freire de Carvalho Meyer, discente regularmente matriculado(a) na disciplina TCC II, da 10ª etapa do curso de Direito, matrícula nº 31982001, período matutino, turma 10B, tendo realizado o TCC com o título: Os Aspectos Penais e Econômicos do *Insider Trading* no Brasil, sob a orientação do(a) Professor(a): Everton Luiz Zanella, declaro para os devidos fins que tenho pleno conhecimento das regras metodológicas para confecção do Trabalho de Conclusão de Curso (TCC), informando que o realizei sem plágio de obras literárias ou a utilização de qualquer meio irregular.

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

São Paulo, 09 de novembro de 2023.



**Assinatura do discente**