



# A (IN)EFICIÊNCIA DA CRIMINALIZAÇÃO DO INSIDER TRADING NO BRASIL

## THE (IN)EFFICIENCY OF THE CRIMINALIZATION OF INSIDER TRADING IN BRAZIL

Leonardo Lemos MARTINS

Faculdade Católica Dom Orione (FACDO)

E-mail: [leonardolmartins@catolicaorione.edu.br](mailto:leonardolmartins@catolicaorione.edu.br)

ORCID: <http://orcid.org/0009-0009-0088-5076>

Priscila Francisco SILVA

Faculdade Católica Dom Orione (FACDO)

E-mail: [priscilasilva@catolicaorione.edu.br](mailto:priscilasilva@catolicaorione.edu.br)

ORCID: <http://orcid.org/0009-0002-9717-7373>

532

### RESUMO

O presente trabalho analisará o crime de insider trading em seus diversos aspectos, trata-se de um crime de (utilização indevida de informação privilegiada) com base em material desenvolvido pela doutrina. Primeiramente, é feita uma breve contextualização sobre o direito penal econômico (ramo que possibilita o combate ao crime) e sobre o mercado de capitais (âmbito de inserção do direito penal econômico), permitindo uma forte análise baseada nas origens do crime e suas consequências, bem como seu conceito. A seguir, examina-se detalhadamente a natureza criminosa do crime, esclarecendo sua polêmica e reconhecimento. O objetivo deste artigo científico é explorar os elementos que constituem o crime relevante, delineando o arcabouço necessário para a compreensão de sua finalidade e sua aplicação no ordenamento jurídico brasileiro. Por fim, para visualizar o crime na prática, são analisados casos específicos do ordenamento jurídico brasileiro.

**Palavras-chaves:** Direito penal. Direito penal. Insider trading. Crime. Econômico.

### ABSTRACT

The present work aims to analyze the crime of insider trading (improper use of privileged information) based on material developed in this doctrine. Firstly, a brief



contextualization of economic criminal law (a branch that enables the fight against crime) and the capital market (the scope of economic criminal law) is provided, allowing a strong analysis based on the origins of crime and its consequences. Next, the criminal nature of the crime is examined in detail, clarifying its controversy and recognition. The objective of this scientific article is to explore the elements that constitute the relevant crime, outlining the necessary framework for understanding its purpose and its application in the Brazilian legal system. Finally, to visualize the crime in practice, specific cases of the Brazilian legal system are analyzed.

**Keywords:** Criminal Law. Criminal Law. Insider trading. Crime. Economic.

## INTRODUÇÃO

O uso indevido de informações confidenciais, conhecido como insider trading, é uma das ações ilegais contra o mercado de capitais e devido às suas altas críticas, é tratado com rigor nas leis de cada país. A operação viola um dos princípios fundamentais do mercado de capitais, prejudica toda a sua estrutura e mina a confiança dos investidores.

O abuso de informação privilegiada significa que um participante no mercado utiliza informações anteriormente não divulgadas em negociações com o objetivo de obter uma vantagem injustificada para si ou para um terceiro. Nos mercados que buscam informação e simetria informacional, o abuso de informação privilegiada perturba a sua estabilidade e é, portanto, uma das atividades ilegais mais prejudiciais para a sua existência.

Com o desenvolvimento do direito penal econômico, a proteção deste ambiente tornou-se mais importante, e sob a influência da intensa repressão ao crime do direito penal norte-americano, o crime de uso indevido de informação confidencial foi incorporado ao sistema jurídico do nosso país.

A defesa criminal, imbuída de seu caráter superior, surgiu pela ineficácia do combate ao crime apenas pela esfera cível e administrativa. No entanto, o uso do poder punitivo pelo Estado em relação a este crime ainda está na sua infância e deixa

a sua eficácia questionável. Isso porque a primeira e única condenação por essas ações foi dada em 2016, no caso Sadia-Perdigão.

É evidente que o crime reúne provas em nosso ordenamento jurídico, e a falta de jurisprudência sobre o tema torna esta discussão interessante. As diversas discussões que permeiam o tema devem visar o combate ao crime e, com isso, a efetiva proteção do Estado. Portanto, o objetivo deste trabalho é analisar os crimes de abuso de informação privilegiada e sua repressão penal com base na legislação e na jurisprudência brasileira, a partir da análise dos tipos e casos ocorridos até o momento no Brasil.

## **CONSIDERAÇÕES SOBRE O DIREITO PENAL ECONÔMICO E O MERCADO DE CAPITAIS**

Antes de analisar detalhadamente os crimes de abuso de informação privilegiada, é necessário compreender as origens do campo jurídico que trata de tais atos e que o principal objetivo do direito penal é garantir o funcionamento legal dos mercados de capitais e a sua fiabilidade.

A globalização forçou o direito penal a adaptar-se às novas mudanças sociais resultantes, e a economia não ficou imune a tais mudanças. Pelo contrário, a economia alcançou o seu maior desenvolvimento através destes fenômenos sociais e, como resultado, os mercados de capitais tornaram-se uma parte importante desta dinâmica.

As transações no mercado de capitais tornar-se-ão mais fáceis de realizar, conduzindo a novos conceitos financeiros e estruturas económicas virtuais completamente inovadoras. Este fenómeno em expansão trouxe novas situações e novos riscos, e a lei começou a reconhecer a necessidade de proteger interesses jurídicos anteriormente incertos, mas já existentes. Isto realça um dos desafios que o direito enfrenta ao tentar regular mercados modernos e desconhecidos.

Este protagonismo do mercado de capitais tem levado os advogados a observar diversas práticas que podem de alguma forma prejudicar este meio e a sua credibilidade. O uso indevido de informação privilegiada é um desses motivos, pois esta prática representa riscos para os investidores e para a sociedade e põe em causa a credibilidade de estruturas cada vez mais populares, como os mercados de capitais.

Diante desse cenário, fica claro que o crime de abuso de informação privilegiada está inserido em uma situação específica, sendo necessário compreender e discutir esse cenário antes de aprofundar o crime em si e sua aplicabilidade no Brasil.

### **A Intervenção Estatal na Economia do Século XX e o Direito Penal**

Quando analisada numa perspectiva diacrónica, a existência do direito penal económico é muito clara. O seu surgimento está intimamente relacionado com o consequente interesse crescente do Estado na intervenção económica.

As mudanças que a sociedade sofreu durante e após a Primeira Guerra Mundial. A sociedade industrial criada através do conflito internacional trouxe problemas sociais e estruturais, que eventualmente levaram à formação de uma rede comercial internacional em grande escala. Estas redes podem financiar movimentos de guerrilha, terroristas e revolucionários através do branqueamento de capitais.

A nova ordem internacional resultante surgiu como uma alternativa ao crescimento económico global. Os países devastados pela guerra não conseguiram criar estruturas produtivas e tiveram problemas económicos que exigiram o estabelecimento de grandes redes internacionais para financiar transações bancárias. Nasceram então as primeiras instituições financeiras multilaterais. À medida que mais acontecimentos históricos mudaram a dinâmica da sociedade, cresceu o interesse do Estado em intervir na economia.

O ponto culminante disto foi a quebra da bolsa de valores de Nova Iorque em 1929, que forçou o Estado a tomar medidas para proteger bens públicos vitais. Laissez-faire é o princípio do laissez-faire que a tradição liberal há muito defende. Na era do pós-guerra, o modelo de Estado-providência surgiu como um modelo para a prossecução da prosperidade, bem como do poder, através de políticas pragmáticas ou planos ambiciosos e para reduzir grandemente os inconvenientes.

Tem havido um aumento dos ativos jurídicos, especialmente os de natureza transpessoal, enquanto, ao mesmo tempo, a globalização e os desenvolvimentos tecnológicos incontroláveis resultantes criaram novos riscos para esses ativos. O direito penal começa a prestar atenção a esses fatores e a encontrar formas de proteger esses bens.

As estruturas sociais conduzem a sistemas económicos que exigem novos modelos nacionais que possam adaptar-se às exigências das novas realidades coletivas. Os seus seguidores começaram a reconhecer que era necessária alguma forma de intervenção estatal para corrigir falhas ou imperfeições do mercado.

Neste sentido, aborda Proença:

Muito embora o progresso e o desenvolvimento da tecnologia e da atividade econômica, em si, tivessem sido notáveis, os aproximadamente 150 anos de vivência do sistema liberal produziram um quadro política e socialmente conturbado, acabando por trazer à mostra importantes falhas, inoperacionalidades ou imperfeições, devidas ao alto grau de dificuldade anteposto à função de coordenar a teia dos inúmeros aspectos da economia. [...] O direito positivo ocorreu, então, para eliminar, ou, pelo menos, mitigar, similares estorvos à operacionalidade do mercado. O Estado reingressa, nesse instante, no panorama econômico, mediante a edição de normas de caráter geral e regulamentar (PROENÇA, 2005, p. 151).

Iniciou-se, assim, o fenômeno da intervenção do Estado na economia, ou no domínio econômico, e a sua aceitação, cercada, embora, de cautelas para limitar a ação estatal ao estritamente necessário, a fim de suprir as disfunções maiores do sistema sem, contudo, tolher-lhe, integralmente, a autonomia de funcionamento.

O Estado passou a estabelecer políticas e planos para direcionar as atividades econômicas e a regulamentação jurídica dessas atividades constituiu o próprio arcabouço do Direito Econômico. O Direito Econômico é, pois, “corolário indispensável da constituição do Estado pós-liberal” (COMPARATO, 1965, p. 16).

Os países começaram a formular políticas e planos para a promoção das atividades econômicas, e a regulamentação legal destas atividades formou o quadro do direito econômico.

Os direitos econômicos são, portanto, “uma consequência indispensável da constituição nacional pós-liberal” (COMPARATO, 1965, p. 16). De acordo com Estevan J. A. Righi (1997, p. 95), a intervenção estatal na economia é uma realidade que equivale a um interesse ético e social perfeitamente reconhecível em todos os estados modernos.

Contudo, a mão forte do Estado pode alterar os contornos de uma intervenção e ter consequências negativas para o que foi originalmente pretendido. Segundo Niall

Fergusson (2013, pp. 65-80), o desenvolvimento financeiro público beneficia da intervenção pública, proporcionando garantias às empresas e protegendo os investidores.

No entanto, se tal intervenção for excessiva, pode ter um efeito adverso na economia, resultando no aumento da corrupção, na desigualdade econômica excessiva e no desemprego.

É claro que a lei do crime econômico deriva do papel da intervenção estatal como um conjunto de normas com um âmbito limitado de ações que infringem ou causam danos à propriedade ou a interesses juridicamente significativos no quadro das relações econômicas.

Havia necessidade de mecanismos legais que pudessem proteger a propriedade jurídica super individual ligada ao domínio patrimonial de um indivíduo e, assim, proteger a economia nacional e a economia nacional.

O dogmatismo penal antecipou a expansão do direito penal, que se tornou a base do direito administrativo e que funcionou sobretudo como *prima ratio legis*, e não mais apenas como *última ratio legis*, que protegia a ordem econômica e regulava o poder punitivo do direito penal, advindo assim o certo status, quando os processos penais estão relacionados com um sistema econômico derivado que afeta a sua eficiência.

Embora esta inovação dogmática esteja ou pareça conformada com o contexto socioeconômico vivido na altura, deve ser analisada com cuidado, porque os princípios penais tradicionais dizem que deve ser utilizada como último recurso e a sua existência faz sentido como último recurso para sua aplicação.

Nesse sentido, o direito penal econômico deve ser visto como parte do direito penal geral, que investiga, regula e aplica disposições legais de forma relativamente independente aos crimes cometidos contra a ordem econômica (CIPRIANI, 2006, p. 38). É assim que se cria um novo campo criminal que tem por finalidade: i) garantir o sucesso da mediação da economia; e (ii) preservação dos modelos econômicos estabelecidos para os ciclos de produção e distribuição de bens e serviços. Este dinamismo econômico, repleto de informações e riscos, exige um ramo específico do direito, que possua normas com um conteúdo econômico específico e se caracterize

pela mobilidade, flexibilidade, controlabilidade e variabilidade de comportamentos típicos.

Além da regulamentação da intervenção estatal, o direito penal passou a centrar-se nos crimes de colarinho branco e corporativos, com o objetivo de garantir a fiabilidade nas relações económicas, a regularidade da produção, distribuição e consumo de bens e serviços.

Este novo crime global, desenvolvido por Edwin Sutherland e baseado na sua teoria das diferenças, foi inovador ao rejeitar as teorias da escola positiva que dependiam de critérios biológicos para compreender as causas do crime e se baseavam na ideia de que o crime se originava da aprendizagem do comportamento criminoso.

Com base em sua diferente teoria de associação, Sutherland desenvolveu o conceito de crime do colarinho branco como “um crime cometido por uma pessoa de status social respeitável e elevado no exercício de sua profissão” (1969, p. 13).

As características desse tipo de crime tornaram-se um dos focos do direito penal econômico: a) trata-se de crime e não de infração administrativa/financeira; b) praticado por pessoas respeitadas, de elevado prestígio social e de elevado estatuto social; d) esteja comprometido com a atividade de sua profissão; e) quebra de lealdade, quebra de confiança, excluindo abuso de confiança.

Discutiremos com mais profundidade o crime do colarinho branco quando falarmos sobre o crime doméstico, mas é claro que o “novo” crime global exige a existência de uma área de direito penal mais específica, com objetivos e proteção limitada.

A existência desta área do direito é valiosa e baseia-se principalmente numa mentalidade econômica honesta e legítima, que visa criar credibilidade de negociação e transparência da economia, porque diz respeito a todos os indivíduos indistintamente, mesmo aqueles que não são diretamente incluídos neste mercado.

## **INSIDER TRADING**

### **A Origem do Insider Trading**



Muito antes de ser aprovada legislação para impedir o abuso de informação privilegiada, a prática foi registrada, embora raramente, já no século XVII. Foi relatado que havia grupos com informações privilegiadas que pretendiam lucrar às custas de um investidor que não possuía essas informações.

Porém, no século XX, durante o New Deal, esta prática realmente se manifestou. Conforme explicado, a crise causada pela quebra do mercado de ações afetou toda a economia e também afetou a confiança do público no mercado porque não existem leis que o regulem.

O governo percebeu que a falta de regulação do mercado poderia ter consequências desastrosas para a economia do país e sentiu-se obrigado a estabelecer padrões apropriados.

A introdução do Securities Exchange Act em 1934 regulamentou a prevenção do abuso de informações privilegiadas. Esta lei fazia parte da política do New Deal de Franklin Roosevelt para preservar informações durante a crise de 1929.

Assim expõe o jurista Fábio Konder Comparato:

O primeiro país a se preocupar eficazmente com o problema foram os Estados Unidos, editando desde o New Deal do presidente Roosevelt uma legislação repressora do que lá se convencional chamar de insider trading. O objetivo dessa legislação como se declarou nos debates parlamentares que precederam o Securities Act de 1933, foi pôr os proprietários de títulos em posição de igualdade, tanto quanto possível, com os dirigentes das sociedades emissoras e, no que diz respeito à informação disponível, colocar o comprador em pé de igualdade com o vendedor, ou então como afirmou um acórdão, proteger os que ignoram as condições de mercado contra os abusos dos que as conhecem (COMPARATO, 2005, p. 213).

A partir do Securities Exchange Act de 1934, foi criada a Securities Exchange Commission, uma agência federal dos Estados Unidos da América, responsável por regular e fiscalizar o mercado de valores mobiliários norte-americano. Ela é para os norte-americanos o que a Comissão de Valores Mobiliários é para ao Brasil.

A SEC passou a se preocupar mais com os investidores a partir do princípio do full disclosure, o qual representa o dever de divulgar informações relativas à companhia de forma clara e transparente, sendo abordados aspectos positivos e negativos relativos à sua situação financeira quaisquer outras questões que

influenciem de alguma forma na correta compreensão do estado da companhia por parte de seus investidores.

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

Nesse sentido, o Securities Act de 1933 e o Securities Exchange Act, de 1934, foram normas trazidas para compor o arsenal legislativo norte-americano no combate do insider trading. São normas federais que reconhecidamente foram editadas no sentido de proibir a prática de insider e a interpretação dada a esses dois dispositivos possibilitou o desenvolvimento e aperfeiçoamento da lei de combate ao ilícito.

O Securities Exchange Act de 1934 criou a Securities Exchange Commission, uma agência federal americana para a regulação e supervisão dos mercados de valores mobiliários norte-americanos. É para os norte-americanos o que a Comissão de Valores Mobiliários é para o Brasil.

A SEC passou a se interessar mais pelos investidores com base no princípio da divulgação completa, que representa a obrigação de divulgar informações sobre a empresa de forma clara e transparente, levando em consideração os aspectos positivos e negativos relacionados à situação financeira da empresa e todas outras circunstâncias relevantes de alguma forma a percepção correta dos investidores sobre a posição da empresa.

O objetivo dessas leis era combater o abuso de informações privilegiadas e criar uma relação igualitária entre proprietários de títulos e executivos corporativos. Além disso, procuraram restaurar a confiança nestas transações e proteger aqueles que não tinham conhecimento das condições de mercado com base nas informações disponíveis. Nesse sentido, o Securities Act de 1933 e o Securities Act de 1934 foram regulamentações introduzidas como parte do arsenal legislativo norte-americano para combater o abuso de informações privilegiadas.

Estas são regulamentações federais emitidas para proibir o uso de informações privilegiadas, e a interpretação dessas duas disposições permitiu o

desenvolvimento e o aprimoramento de legislação para combater atividades ilegais. De acordo com a Seção 16(b), a responsabilidade do insider para com a empresa, também conhecida como reserva de lucros de curto prazo do insider, torna-se o lucro que o insider obtém com atividades de compra e venda em um curto período de tempo<sup>15</sup>. Oito anos depois, a Regra 10b-5 foi promulgada como um instrumento auto-regulador do § 10(b), ampliando a definição do crime e a defesa contra ele.

Um insider deixou de ser apenas uma pessoa que tinha relação profissional e direta com a empresa e estava proibida de utilizar as informações relevantes em seu poder, mas também poderia ser uma pessoa indiretamente relacionada à empresa. Pode-se concluir da legislação escrita acima que após o estabelecimento dos primeiros padrões (Seção 16 a e b), a aplicação da provisão de benefícios de curto prazo levou a uma suposição absoluta (*juris et de jure*) de que a aplicação do a provisão de benefícios de curto prazo surgiu após a prática do crime o uso indevido de informações confidenciais causou tal fenômeno, apesar das evidências em contrário.

A questão é que a seção 16 (b) foi criticada pelo seu âmbito, por assim dizer, porque apenas se referia a transações no prazo de 6 meses após a venda ou compra efetuada com base em informações confidenciais detidas pelo agente fiduciário ou administrador um funcionário da empresa ou acionista que não receba informações confidenciais de terceiros não diretamente relacionados à empresa.

A limitação desta norma foi uma exceção à teoria da responsabilidade subjetiva e foi, portanto, entendida na prática em termos de suposição absoluta. Em 1989, após a promulgação da Regra 1 e-3, foi declarado ilegal fornecer informações secretas sobre uma oferta pública de aquisição (dica), mesmo que não envolvesse a negociação de informações das partes (*tippee*).

Em comparação com o § 10b-5, esta pode ser considerada uma regra mais específica porque pune violações de abuso de informação privilegiada em ofertas públicas. Além disso, seu conteúdo inclui uma obrigação de confidencialidade para quem não o consultou anteriormente.

Assim como no Brasil, conforme demonstrado a seguir, o abuso de informação privilegiada nos Estados Unidos pode ser punido nas esferas administrativa, civil e criminal, dependendo do nível de culpabilidade do agente. Analisando a origem

legislativa do crime, é possível compreender a partir da qual foram elaboradas regulamentações posteriores.

Após a promulgação da Regra 14e-3 em 1984, a prática de comunicar informações sobre ofertas públicas de aquisição (TPs) não divulgadas foi declarada ilegal, mesmo que não resultasse em negociações por parte do destinatário da informação (TPs).

Isto pode ser visto como uma regra mais específica do que 10b-5 porque pune o uso de informações privilegiadas em caso de conluio. Também inclui obrigações de confidencialidade para pessoas com quem você nunca falou antes. Conforme mostra a tabela abaixo, tanto nos Estados Unidos quanto no Brasil, o abuso de informação privilegiada pode ser punido nas esferas administrativa, civil e criminal dependendo do grau de negligência do agente. A análise das origens do direito penal permite-nos compreender em que base foram desenvolvidas as regulamentações subsequentes.

### **Conceito De Insider Trading**

O insider trading, tecnicamente falando, abuso de informação privilegiada, ou utilização de informação privilegiada, é a utilização de informação que não está atualmente disponível no mercado e pode resultar em flutuações no valor de um ativo. O conhecimento especial dessas informações permite que os sujeitos negociem favoravelmente e obtenham vantagens.

Elucida Eizirik que:

É a utilização de informações relevantes sobre uma companhia, por parte das pessoas que, por força do exercício profissional, estão 'por dentro' de seus negócios, para transacionar com suas ações antes que tais informações sejam de conhecimento público. Assim, o insider 'compra ou vende no mercado a preços que ainda não estão refletindo o impacto de determinadas informações sobre a companhia, que são de seu conhecimento exclusivo (EIZIRIK, 2008, p. 2).

É importante enfatizar isto com uma nova forma de arte. De acordo com a Lei 6.385 27-D, as informações não precisam necessariamente provir de pessoas obrigadas a mantê-las confidenciais.



A prática tem forte impacto no Mercado Financeiro, pois informações relevantes são obtidas e utilizadas em detrimento de outros participantes da operação, que não tiveram acesso a elas, com o objetivo de usufruir desse benefício nas negociações. Dado que o crescimento empresarial é caracterizado pela acumulação de dinheiro através da poupança, não se pode negar que o crime afeta a economia nacional.

O abuso de informação privilegiada não afeta apenas as partes comerciais, mas também o núcleo do Mercado. Um mercado que cria desconfiança entre os aforradores devido a atividades ilegais perde a sua credibilidade e desencoraja as pessoas de investirem as suas poupanças, uma prática que não só prejudica os investidores, mas também enfraquece a sua estrutura.

Assim, a intenção de um insider de obter privilégios internos mina a integridade do mercado de ações, minando a sua credibilidade. Portanto, fica claro que este é um crime muito repreensível que afeta a economia e a falta de repressão deixa o mercado à mercê de comerciantes desonestos.

Diante disso, os autores Arthur Felipe Azevedo Barreto, Clarissa Oliveira e Pedro Brasileiro Leal apresentaram o que entendem como requisitos para a composição do insider trading: 1) a presença de informações relevantes ainda não divulgadas ao mercado; 2) o representante titular dos dados, que pode ser qualquer pessoa; e 3) uso eficaz de informações para obter vantagem indevida na negociação de valores mobiliários. (BARRETO, OLIVEIRA, LEAL, 2018)

Além disso, o Memorando nº 11 da SEC descreve a apropriação indevida de informações confidenciais como uma combinação de duas proibições: (i) negociar na posse de informações materiais que não são públicas e (ii) divulgar essas informações a terceiros (dicas). A não divulgação de informações relevantes é certamente uma regra complexa decorrente do princípio da divulgação integral, pois é um dever de confidencialidade e lealdade ao qual os participantes do mercado devem aderir. De acordo com o caput do art.

De acordo com o artigo 155 do Código Comercial Brasileiro, o agente fiduciário tem o dever de servir fielmente a empresa e de preservar suas reservas comerciais, impedindo-a de utilizar as informações para obter vantagem para si ou para terceiros através da compra ou venda de valores mobiliários e garantir que a violação não

ocorra por meio de seus subordinados (EIZIRIK, 2011, p. 557). Ressalta-se que a partir do momento em que uma pessoa possui informações confidenciais, ela fica sujeita a uma regra da SEC conhecida como retenção ou divulgação.

Essa regra significa que quem possui a informação tem o dever de divulgá-la ou abster-se de investir com base na informação e não a divulgar a terceiros para negociação. Portanto, os fornecedores de informações relevantes têm o dever de lealdade caso existam informações que não sejam divulgadas ao mercado.

Compreender o conceito de informação relevante neste contexto é essencial, porque negociar no mercado de ações com base em informações, análises e notícias não é, por si só, crime de abuso de informação privilegiada. A informação deve ser importante e a sua importância é medida pela forma como afeta os investidores e o mercado como motor da economia.

De acordo com alguns fatores, a lista não é exaustiva, sendo possível que algumas informações nela não mencionadas possam ser classificadas como relevantes, pois podem afetar significativamente o preço dos valores mobiliários de emissão da companhia (EIZIRIK, 2008, p. 51).

A legislação penal brasileira não definiu conhecimentos relevantes, o que significa que o intérprete deve basear-se em outras leis ou atos normativos para conhecer o alcance do padrão de culpabilidade. As informações devem ser consideradas relevantes para o tipo de crime em questão, que possui três requisitos. Informação relevante é aquela que: a) não foi publicada; b) possa afetar significativamente o preço de títulos ou valores mobiliários; (c) ser preciso ou específico (BALTAZAR, 2015)

Uma análise conceitual do crime de abuso de informação privilegiada é necessária para uma análise detalhada do crime com base na dogmática criminal, que será discutida no próximo capítulo sob a perspectiva da criminologia.

### **Análise Penal do Crime de Insider Trading**

Um agente criminoso de abuso de informação privilegiada pode ser primário ou secundário. Foi acrescentado um capítulo secundário à nova redação do artigo 27-D, uma vez que o texto anterior abrangia apenas o círculo interno primário. No

passado, o círculo interno secundário era configurado com base na circunstância básica do crime prevista no artigo 30 do Código Penal.

O novo texto permitiu a inclusão de ambas as classificações no artigo 27-D, que se baseou na descaracterização do crime em si - a obrigação de sigilo contratual do agente não é mais necessária para definir o crime, pois é apenas parte da definição um crime aumentar a pena.

Na prática, porém, de acordo com a lição de Castellari, a grande maioria dos casos diz respeito a pessoas internas que violam obrigações de confidencialidade através do sistema jurídico.

Esta noção é reforçada pelo facto de existir uma chamada obrigação contratual de confidencialidade, que é uma consequência natural da prestação de determinados serviços e que pela sua natureza revela aos seus prestadores informações que devem ser confidenciais (AFONSO, 2009, p. 133).

De qualquer forma, o abuso de informação privilegiada não é considerado crime em si neste momento, porque a obrigação de manter segredo é fundamental e classifica como objetos ativos do crime tanto aqueles que têm obrigação como aqueles que não têm essa condição, e considerando que os culpados e participantes podem ser processados, de acordo com o § 30 do Código Penal, na prática, porém, segundo a lição de Castellari, a grande maioria dos casos diz respeito a pessoas internas que violam o dever de confidencialidade através do sistema jurídico:

Esta noção é reforçada pelo facto de existir uma chamada obrigação contratual de confidencialidade, que é uma consequência natural da prestação de determinados serviços e que pela sua natureza revela aos seus prestadores informações que devem ser confidenciais (AFONSO, 2009, p. 133).

De qualquer forma, o abuso de informação privilegiada não é considerado crime em si neste momento, porque a obrigação de manter segredo é fundamental e classifica como objetos ativos do crime tanto aqueles que têm obrigação como aqueles que não têm essa condição, e considerando que os culpados e participantes podem ser processados, conforme § 30 do Código Penal.

## **SUJEITOS DO CRIME**

## Sujeito Ativo

Um agente criminoso de abuso de informação privilegiada pode ser primário ou secundário. Foi acrescentado um capítulo secundário à nova redação do artigo 27-D, uma vez que o texto anterior abrangia apenas o círculo interno primário. No passado, o círculo interno secundário era configurado com base na circunstância básica do crime prevista no artigo 30 do Código Penal.

O novo texto permitiu a inclusão de ambas as classificações no artigo 27-D, que se baseou na descaracterização do crime em si - a obrigação de sigilo contratual do agente não é mais necessária para definir o crime, pois é apenas parte da definição um crime aumentar a pena.

Na prática, porém, de acordo com a lição de Castellari, a grande maioria dos casos diz respeito a pessoas internas que violam obrigações de confidencialidade através do sistema jurídico:

Esta noção é reforçada pelo fato de existir uma chamada obrigação contratual de confidencialidade, que é uma consequência natural da prestação de determinados serviços e que pela sua natureza revela aos seus prestadores informações que devem ser confidenciais (AFONSO, 2009, página 133).

De qualquer forma, o abuso de informação privilegiada não é considerado crime em si neste momento, porque a obrigação de manter segredo é fundamental e classifica como objetos ativos do crime tanto aqueles que têm obrigação como aqueles que não têm essa condição, e considerando que os culpados e participantes podem ser processados, de acordo com o § 30 do Código Penal, na prática, porém, segundo a lição de Castellari, a grande maioria dos casos diz respeito a pessoas internas que violam o dever de confidencialidade através do sistema jurídico.

Esta noção é reforçada pelo facto de existir uma chamada obrigação contratual de confidencialidade, que é uma consequência natural da prestação de determinados serviços e que pela sua natureza revela aos seus prestadores informações que devem ser confidenciais (AFONSO, 2009, página 133).

De qualquer forma, o abuso de informação privilegiada não é considerado crime em si neste momento, porque a obrigação de manter segredo é fundamental e classifica como objetos ativos do crime tanto aqueles que têm obrigação como



aqueles que não têm essa condição, e considerando que os culpados e participantes podem ser processados, conforme § 30 do Código Penal.

### **Insider Primário**

O Insider primário é o agente diretamente abrangido pelo artigo 27-D da Lei nº 6.385/76. Têm acesso direto a informações confidenciais e estão vinculados ao dever de confidencialidade devido ao seu cargo ou relação profissional.

A CVM considera que um insider primário, além de ter acesso direto às informações, possui capacidade suficiente para compreender as possibilidades e consequências que o uso de tais informações pode causar.

Precisamente pela sua posição e pelo conseqüente dever de sigilo, espera-se a capacidade de compreender as consequências da utilização de informações privilegiada na negociação de valores mobiliários ou não cumprimento dos deveres de cuidado e lealdade do preso é prova suficiente de sua culpa.

### **Insider Secundário**

Um insider secundário é aquele que recebe informações direta ou indiretamente de um insider primário, também conhecido como tipper. O ensinamento continua a reconhecer o círculo interno extraordinário – o círculo interno ocasional. Um insider casual é alguém que recebe informações acidentalmente (CVM, 2016, p. 22). Muitos estudiosos entendem que esse agente não é crime porque, além de não ter dever de lealdade, obtém as informações de forma aleatória, sem infringir nenhuma regra, e não é conivente com o insider primário quando este decide negociar valores mobiliários com os adquiridos. Informação

O artigo 27-D da Lei nº 10 303/2001 passou a incluir os insiders secundários que respondem criminalmente pela utilização de informações oriundas de associação independente da empresa.

### **Sujeito Passivo**

Ainda há pouco debate sobre o tema passivo do crime de abuso de informação privilegiada, mas é importante esclarecer este elemento. Logicamente, a definição de

contribuinte deve referir-se a um bem jurídico protegido contra o crime de abuso de informação privilegiada.

Dado que a questão da vantagem legal permanece diferente na doutrina, a definição de vítima deve ser determinada. Se se assumir que o abuso de informação privilegiada afeta o mercado bolsista como um todo, os interesses que visam proteger a sua criminalização são essencialmente superindividuais, os bens jurídicos protegidos são a integridade do mercado, o que perturba o Estado, a economia (prejudica a sociedade) de alguma forma.

O abuso de informação privilegiada viola a integridade do mercado e causa danos ao Estado. Assim, o Estado tem a obrigação de assegurar e manter o bom funcionamento do mercado de valores mobiliários, não apenas como intervenção estatal na economia, mas de promover a regulação da produção e agregação de bens e serviços.

Dado que a vítima de crimes financeiros é um acordo financeiro, apenas o Estado que se torna vítima deste crime limita e exclui todos os participantes no mercado de valores mobiliários interessados na legalidade do crime. Quando as empresas angariam dinheiro, a regularidade deste processo – a distribuição da produção e do consumo de bens e serviços é do interesse de todos, investidores e beneficiários, e não apenas do governo.

### **CRÍTICA: DA INEFICIÊNCIA DA CRIMINALIZAÇÃO DO INSIDER TRADING**

O mercado de valores mobiliários necessita de um correto funcionamento de todos os seus elementos para se desenvolver. Justamente pelo fluxo de informações constantes nesse cenário, pelo grande valor econômico a que é atribuído, é dever do Estado mantê-lo regulamentado e transparente, como uma forma segura para a sociedade destinar suas poupanças.

Para atingir tal patamar, são necessários alguns mecanismos de segurança que visem proteger a integridade do mercado. Dessa forma, a tutela penal passou a se preocupar com o crime de insider trading a partir do momento que esses mecanismos de segurança deixaram de ser suficiente na repressão do crime.

Nesse sentido, a escassez de casos atuais no ordenamento jurídico pátrio demonstra claramente uma falha por parte da tutela penal. Já são mais de duas

décadas desde a inserção da figura delitiva do insider trading pela Lei nº 10.303/2001 e houve apenas uma condenação pelo delito, sem contar que os casos que chegaram ao judiciário não somam dez.

O que nos parece explicar essa ineficiência, é a dificuldade que o poder punitivo estatal possui no momento de provar que o agente tinha intenção de obter vantagem ilícita, fato significativo para convencer o juiz de que a prática de fato aconteceu.

Os indícios devem ser suficientemente claros para que a configuração do crime se perfeça, não sendo possível, na maior parte dos casos a condenação embasada em prova indireta.

Além disso, importante frisar que o mercado de valores mobiliários é amplamente influenciado pela tecnologia, estando exposto a diferentes modalidades de operação, as quais são de difícil fiscalização.

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

Parece que os empecilhos para uma repressão efetiva do tipo penal estão relacionados com a qualificação dos investigadores e a obtenção de prova incriminadora contundente. Isso se verifica a partir do momento que o magistrado precisa se debruçar sobre o caderno processual e, a partir de uma análise profunda, decida por tomar como verdadeiros os fatos imputados ao réu.

Assim, o Ministério Público deve compreender que o juízo não pode se basear em presunções, suposições ou indícios incertos quando do julgamento efetivo, devendo demonstrar a valoração de cada prova.

Ou seja, mesmo se houver procedimento administrativo instaurado e comunicado ao Ministério Público, os promotores podem acabar optando por não oferecer denúncia, por considerar que as provas são insuficientes e que o acusado provavelmente será absolvido.

Diante do exposto, não há de se falar numa descriminalização da conduta, como alguns teóricos defendem, posto que a inexistência de previsão penal do crime

de insider trading causa insegurança ao mercado e pode resultar no aumento da criminalidade.

A probabilidade de condenação do agente do crime tem fundamental influência no número de ilícitos praticados. O agente age racionalmente e, dessa forma, irá se dedicar com base em recursos que facilitem sua conduta, se a ocupação ilícita se tornar arriscada e prejudicial aos seus negócios, ou seja, o custo do cometimento do crime não deve compensar o risco.

Portanto, é evidente que a repressão do crime de insider trading no Brasil ainda é ineficaz, ao passo que o artigo 27-D é frágil de aplicação. A ampliação da tutela contra o insider no âmbito penal não observou os problemas enfrentados no combate ao crime e se mostram insuficientes para uma digna proteção ao bem jurídico protegido.

## **CONSIDERAÇÕES FINAIS**

No decorrer deste trabalho, o objetivo era analisar alguns pontos que perpassam a prática criminosa do uso indevido de informações confidenciais, portanto foi necessário apresentar os antecedentes do crime com base no que é o mercado de capitais, seu desenvolvimento no Brasil e sua regulamentos.

O desenvolvimento do sistema capitalista moderno afeta diretamente a economia do país, bem como o seu próprio desenvolvimento. Com a expansão dos mercados de capitais, das sociedades por ações e dos mercados financeiros, surgiu a necessidade de proteger a propriedade, que até agora tinha sido negligenciada pela proteção do direito penal clássico.

À medida que a sociedade se desenvolve, o direito penal deve desenvolver-se em conjunto, e o surgimento de novos crimes exige a criação de uma proteção penal adequada para os mesmos. Nesse sentido, surgiu o direito penal econômico, que passou a incluir a propriedade jurídica relacionada a fatores socioeconômicos. Esses novos crimes revelaram o uso indevido de informações confidenciais. Sob forte influência das ordens normativas norte-americanas, o crime entrou no ordenamento jurídico brasileiro, principalmente como uma aberração da administração e do setor civil.



À medida que a prática se tornou cada vez mais importante, com base nas medidas de controle da CVM, a defesa criminal passou a regular as atividades previstas na Lei nº 6.385/76. Pensando nisso, uma defesa eficaz depende da correta definição do crime, e o abuso de informação privilegiada tem tratado de alguns aspectos controversos da doutrina.

No decorrer deste trabalho, surgiram opiniões conflitantes em relação aos elementos-chave do crime de abuso de informação privilegiada. Isso já é demonstrado pelo debate sobre bens jurídicos protegidos, pois o tema possui cinco correntes. Além disso, o tema do sujeito passivo é pouco discutido e indefinido na doutrina. Além disso, esse tipo de leitura abre espaço para diferentes entendimentos sobre a natureza formal ou substantiva do crime, o que contribui para a insegurança jurídica que impede o pleno combate ao crime.

A falta de compreensão aprofundada destas questões permite-nos compreender que o direito penal econômico é muito complexo. A tentativa de incorporar no nosso sistema de justiça civil um modelo governado por um sistema de direito consuetudinário estrangeiro revelar-se-á juridicamente insegura e minará a eficácia da repressão criminal. Isso é demonstrado pela dificuldade da doutrina em lidar com o crime.

As conclusões deste artigo são que, no caso do mercado de capitais, a propriedade legal é ampla e contém mais de um elemento, porque não podemos falar de propriedade legal, cujo objetivo é proteger apenas parte do mercado participante.

Portanto, o benefício jurídico do crime de abuso de informação privilegiada é o regular funcionamento do mercado de valores mobiliários. Este ativo inclui tanto a estabilidade do mercado como a confiança dos comerciantes e emitentes de valores mobiliários.

O elemento subjetivo da espécie deve ser entendido como finalidade específica, pois o texto legal do artigo 27-D delimita a finalidade da vantagem indevida. Quanto ao momento do crime e sua qualificação como crime material ou formal, notou-se que com base no entendimento da maioria da doutrina e da jurisprudência, o mesmo deveria ser classificado como crime material.

O crime substantivo não resulta do ganho e lucro reais, mas da utilização de informações materiais e confidenciais para obter vantagem injustificada nas negociações, suficiente para constituir crime.

Analisando os casos, embora no caso da Sadia-Perdigão a punição tenha sido aplicada corretamente, o fato de terem sido instaurados menos de dez processos criminais mostra que é difícil provar o crime na prática. Portanto, a repressão criminal no Brasil infelizmente ainda é ineficaz no combate ao comportamento dos mercados de capitais e na proteção de sua integridade. No final ficou claro que ainda havia muito a fazer.

Deve ser desenvolvido um entendimento comum da classificação, a fim de não correr o risco de supressão do abuso de informação privilegiada, caso este se enquadre na classificação de "números negros".

O direito penal não aceita conceitos vagos e falta de consenso doutrinário e a insuficiência de jurisprudência sobre o tema e seus componentes afeta a segurança jurídica e dificulta a legalidade da persecução de crimes econômicos.

## REFERÊNCIAS

AFONSO, Leonardo. **Crimes contra o mercado de capitais**. São Paulo. 2009.

BALTAZAR JUNIOR, José Paulo. **Crimes Federais**. 10<sup>a</sup> ed., São Paulo: Saraiva, 2015, p. 572).

BARRETO, Arthur Felipe Azevedo; OLIVEIRA, Clarissa; LEAL, Pedro Brasileiro. **A Lei nº 13.506/2017 e a definição do crime de insider trading**. JOTA, 2018. Disponível em: <https://www.jota.info/tributos-e-empresas/mercado/lei-no-13-506-2017-e-definicao-do-crime-de-insider-trading-29012018>. Acessado em: 18/02/2023;

BRASIL, **Instrução CVM nº 358**, 2002.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Uso Indevido de Informação Privilegiada (Insider Trading)**. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2016. 45p. (**Cadernos CVM, 11**). Disponível em: <<http://www.portaldoinvestidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/menu/atividades/CampanhaNaoAoInsiderTrading/CVM-Caderno-11.pdf>>. Acesso em: 15/09/2023.

COMPARATO, Fábio Konder apud PROENÇA, José Marcelo Martins. **Insider trading**. Regime Jurídico do uso de informação privilegiadas no mercado de capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 213.

Klivya de Paula Santos Nascimento FERREIRA; Thays Lopes RIBEIRO; Clayton Pereira Silva de LIMA PRÁTICAS INTEGRATIVAS E COMPLEMENTARES NO SUS: REALIDADE BRASILEIRA VERSUS REALIDADE TOCANTINENSE. RETROSPECTIVA DOS ÚLTIMOS 17 ANOS. JNT Facit Business and Technology Journal. QUALIS B1. 2023. FLUXO CONTÍNUO – MÊS DE OUTUBRO. Ed. 46. VOL. 03. Págs. 532-553. ISSN: 2526-4281 <http://revistas.faculdefacit.edu.br>. E-mail: [jnt@faculdefacit.edu.br](mailto:jnt@faculdefacit.edu.br).

EIZIRIK, Nelson et al. **Mercado de capitais**: regime jurídico. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

EIZIRIK, Nelson. **Mercado de Capitais**. Regime Jurídico. 3ª edição, revista e ampliada. São Paulo. 2005, p. 554

PROENÇA, José Marcelo Martins. **Insider Trading**. Regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais. São Paulo: Ed. Quartier Latin, 2005. p. 151.