



PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE GOIÁS  
ESCOLA DE DIREITO E RELAÇÕES INTERNACIONAIS  
NÚCLEO DE PRÁTICA JURÍDICA  
COORDENAÇÃO ADJUNTA DE TRABALHO DE CURSO  
MONOGRAFIA

***INSIDER TRADING SOB O ASPECTO PENAL***

ORIENTANDO: RAPHAEL AVILA DOS SANTOS  
ORIENTADOR: PROF DR. GIL CÉSAR COSTA PAULA

GOIÂNIA-GO  
2021

RAPHAEL AVILA DOS SANTOS

***INSIDER TRADING SOB O ASPECTO PENAL***

Monografia apresentado à disciplina Trabalho de Curso II, da Escola de Direito e Relações Internacionais, Curso de Direito, da Pontifícia Universidade Católica de Goiás (PUCGOIÁS).

Prof. Orientador: Dr. Gil César Costa Paula

GOIÂNIA-GO  
2021

RAPHAEL AVILA DOS SANTOS

***INSIDER TRADING SOB O ASPECTO PENAL***

Data da Defesa: 02 de junho de 2021

BANCA EXAMINADORA

Gil César Costa Paula	
Orientador (a): Prof. (a): Dr. Gil César Costa Paula	Nota

Rafael de Macedo	
Examinador (a) Convidado (a): Prof. (a): Dr. Rafael de Macedo	Nota

## SUMÁRIO

<b>RESUMO.....</b>	<b>06</b>
<b>INTRODUÇÃO.....</b>	<b>08</b>
<b>CAPÍTULO 1 – ASPECTOS INICIAIS DO <i>INSIDER TRADING</i>.....</b>	<b>10</b>
1.1 – ORIGEM DO <i>INSIDER TRADING</i> .....	11
1.1.1 – Origem <i>insider trading</i> no Brasil.....	12
1.2 – CONCEITOS E PONTOS RELEVANTES DO <i>INSIDER TRADING</i> .....	15
1.2.1 – Conceito de <i>insider trading</i> .....	15
1.2.2 – Informação relevante.....	17
<b>CAPÍTULO 2 – ANÁLISE PENAL DO CRIME DE <i>INSIDER TRADING</i>.....</b>	<b>19</b>
2.1 – BEM JURÍDICO TUTELADO.....	19
2.1.1 – Tutela patrimonial dos investidores.....	20
2.1.2 – Tutela da igualdade entre os investidores.....	21
2.1.3 – Tutela da confiança dos investidores.....	22
2.1.4 – Tutela dos interesses da sociedade emissora dos valores mobiliários....	22
2.1.5 - Tutela do correto funcionamento do mercado de valores mobiliários.....	23
2.2.6 – Conclusões sobre o bem jurídico tutelado.....	23
2.2 – ELEMENTO SUBJETIVO.....	24
2.3 – SUJEITOS DO CRIME.....	25
2.3.1 – Sujeito ativo.....	25
2.3.1.1 – Insider primário.....	26
2.3.1.2 – Insider secundário.....	26
2.3.2 – Sujeito passivo.....	27
2.4 – CONSUMAÇÃO.....	27
2.5 – COMPETÊNCIA PARA JULGAR.....	29
2.6 – PENALIDADE.....	31
<b>CAPÍTULO 3 – ANÁLISE DO CASO DA SADIA SOB A ÓTICA PENAL.....</b>	<b>32</b>
3.1 – DOS FATOS.....	33
3.2 – QUANTO À CONSUMAÇÃO.....	35
3.3 – CRIME PRÓPRIO X CRIME COMUM.....	36
3.4 – DA COMPETÊNCIA PARA JULGAR.....	36
3.5 – BEM JURÍDICO TUTELADO.....	38

3.6 – CONCEITO DE INFORMAÇÃO RELEVANTE.....	39
3.7 – A PRESENÇA DE <i>BIS IN IDEM</i> .....	39
<b>CONCLUSÃO.....</b>	<b>41</b>
<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>44</b>

## ***INSIDER TRADING SOB O ASPECTO PENAL***

Este trabalho teve por objetivo realizar uma apreciação do crime de *insider trading* (uso indevido de informação privilegiada), utilizando-se o conteúdo teórico já desenvolvido pela doutrina. Primeiramente, será feita uma breve contextualização do delito, que é indispensável para uma análise pujante mediante a origem do crime e seu conceito. Em um segundo momento, foram aferidas a análise do tipo penal do crime e suas diversas anuências que permeiam as doutrinas do meio. O objetivo do presente artigo científico foi abordar os elementos que constituem o crime em questão, traçando o quadro necessário para compreender seu propósito e sua aplicação no ordenamento jurídico brasileiro. Por fim, fazer uma análise em um caso concreto.

Palavras-chave: Direito Penal. Direito Penal Econômico. *Insider trading*.

## ***INSIDER TRADING UNDER THE CRIMINAL ASPECT***

This work aimed to carry out an assessment of the crime of insider trading (misuse of privileged information), using the theoretical content already developed by the doctrine. First, a brief contextualization of the crime will be made, which is indispensable for a vigorous analysis based on the origin of the crime and its concept. In a second step, the analysis of the criminal type of the crime and its various consents that permeate the doctrines of the environment were assessed. The objective of this scientific article was to address the elements that constitute the crime in question, outlining the necessary framework to understand its purpose and its application in the Brazilian legal system. Finally, make an analysis in a specific case.

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

## INTRODUÇÃO

Há muitas controvérsias sobre os crimes contra o mercado de capitais. Em 2001, o crime de *insider trading* foi inserido na nossa legislação, e desde então é debatido e gerando teses que se comunicam com todas as vertentes próprias do direito penal econômico.

O crime de *insider trading* já passou por interessantes estudos, tanto nas searas societária e administrativa quanto na seara penal. É certo que se mantenha um desenvolvimento da questão para que o assunto seja rapidamente pacificado. O embate entre correntes e opiniões sobre o assunto – que são diversas – devem ser enfrentados imediatamente. Esta produção acadêmica visa trazer à tona as questões controvertidas para que sejam resolvidas.

Em 2016, a primeira condenação criminal pela conduta ocorreu, e foi ratificada em 2017. Em maio de 2017, a JBS foi investigada pela Comissão de Valores Mobiliárias (CVM) pela prática de *insider trading* ao comprar dólar utilizando informação privilegiada sobre a delação de Joesley Batista e outros. Claramente, o crime vem ganhando evidência no nosso ordenamento jurídico, e a escassez da jurisprudência sobre o assunto o torna interessante de ser desenvolvido na doutrina.

Para ter um panorama forte sobre o tema, iniciamos o primeiro capítulo com uma breve contextualização do crime de *insider trading*. Discutimos rapidamente o contexto histórico do crime e seus conceitos pertinentes.

No segundo capítulo, adentramos a discussão principal deste trabalho: a análise do crime de *insider trading* sob o aspecto penal. De início, trataremos a controvertida discussão acerca do bem jurídico tutelado pelo tipo penal. Com esta base edificada, entraremos na análise propriamente dita, passando um olhar crítico sobre o objeto do crime, o tipo subjetivo, e fazendo considerações importantes sobre o agente e a vítima no crime de *insider trading*. Ainda no segundo capítulo, abordamos a figura da competência e penalidade do crime.

No terceiro e último capítulo, foi feita uma análise do crime em cima do caso concreto da Sadia – Perdigão, onde pessoas da administração da companhia, em razão de seus cargos cometeram o crime de *insider trading*.

## **CAPÍTULO 1 – ASPECTOS INICIAIS DO *INSIDER TRADING***

A evolução da sociedade possibilitou diversas coisas, tanto boas como ruins. Uma delas foi o crime de uso indevido de informação privilegiada que ataca nosso mercado de capitais. Nesse contexto, para entender o conceito de *insider trading*, é necessário entender o que ensejou seu surgimento.

Os avanços da tecnologia com a globalização ensejaram em uma nítida melhoria na qualidade de vida da sociedade. A internet deu um limite às fronteiras globais criando um cenário global conectado. O polo econômico, em consequência, também foi alvo dessa revolução e o mercado de capitais de forma geral se tornou um ponto essencial no mundo moderno.

Essa evolução que o Mercado de capitais sofreu alterou toda sua estrutura econômica cibernética que se tornou enorme e atende ao mundo todo. Tal situação fez com que novos direitos, deveres, riscos e circunstâncias existissem e o direito deveria abarcar essas situações, pois se não houvesse a tutela e regulação dos bens afetados pela financeirização, consequências ocorreriam.

Com a expansão da presença mercado de capitais, certas atitudes começaram a receber maior foco e passaram ser discutidas. A prática de uso indevido de informação privilegiada ganhou mais atenção, devido a esse uso ter um impacto cada vez maior pois, no cenário atual, onde qualquer pessoa pode investir com o acesso da internet e ter um papel ativo no mercado de capitais, o uso de informação privilegiada, por conseguinte, passou a ter uma importância maior.

Nesse sentido, Fernanda Miquelussi em sua obra diz:

Logo, fica claro o cenário atual no qual as empresas atuam: um cenário globalizado, marcado pela busca incessante pelo lucro, pela falta de transparência e pelo individualismo. Isso propicia, em paralelo, o surgimento de uma economia criminosa globalizada em que, tal qual as relações comerciais legítimas, o crime passa a estar interligado em rede, afetando as atividades econômicas e políticas no mundo inteiro. (SILVA, 2017, p. 20)

A intervenção estatal na área das operações do mercado, devido a expansão e internacionalização do mercado de capital, foi no âmbito do direito penal.

O Estado tendo que adaptar sua atuação no mercado por conta da evolução constante inerente deste, sentiu-se na necessidade de empregar o direito penal para criar ilícitos referentes ao mercado de capitais (como o crime de *insider trading*). Assim, exerceu sua soberania, e se adaptou ao novo paradigma. O direito penal econômico entra em ação se expandido a partir deste cenário no contexto global.

### 1.1 – ORIGEM DO *INSIDER TRADING*

O *insider trading* apareceu pela primeira vez na lei norte-americana no cenário vivenciado pela recente quebra da bolsa de Nova-York em 1929, sendo necessário para garantir a confiança do investidor, em relação a sua inserção no mercado de capitais e investir com segurança e em igualdade aos demais, uma regulação estatal.

Sobre isso, o jurista Fábio Konder Comparato diz:

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 pro 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)

Dirceu Bertin comenta sobre o processo de aplicação da lei sobre esses casos em 1934 e 1942:

A legislação de mercado americana conta com dois dispositivos primordiais: A Seção 16 (b) da *Securities Exchange Act* de 1934, que delimita a responsabilidade do insider para com a própria empresa e a norma 10 b-5, criada pela SEC em 1942, que fixa a responsabilidade do insider, desta vez para com qualquer participante do mercado lesado pela prática da utilização abusiva de informações sigilosas. A regra 10 b-5 é a regulação da Seção (b), posto que esta não era auto aplicável. (BERTIN, 2010, p.44)

A SEC (*Securities Exchange Commission*) é similar à CVM que é responsável pela fiscalização do mercado de ações. A lei americana ampliou o conceito de *insider* pois já não era somente o que mantinha relação profissional com a empresa que não poderia usar da informação que detinha, mas também aquele que não possuía essa relação direta com a companhia.

Para esclarecer melhor, os artigos na íntegra traduzidos na obra de Luís Gastão:

**Securities Exchange Act, Seção 16 (b):** “A fim de reprimir a utilização abusiva de informação que venha a obter o titular de mais de 10% de ações da mesma categoria, o administrador e o alto empregado, em razão da posição que ocupam na empresa, todo o lucro auferido com a recompensa ou revenda de suas ações, dentro de seis meses a partir da venda ou da compra anteriormente feita por essas mesmas pessoas, exceção feita aos títulos adquiridos de boa-fé em virtude de transação anteriormente compromissada, deverá reverter em proveito da sociedade emissora, independentemente da intenção que porventura tenha impulsionado essas pessoas a realizarem a operação descrita. A ação judicial objetivando esse resultado, a ser proposta segundo princípios de direito e equidade, compete inicialmente à própria sociedade, mas se essa não a intenta dentro do prazo de 60 dias a contar da data da intimação para tanto, qualquer acionista tem legitimidade, como autêntico substituto processual, para ajuizar a ação *uti singuli*. Prescreverá, porém, essa ação em 2 (dois) anos, contados da realização do lucro. Essa subseção não se aplica ao caso em que as pessoas titulares de mais de 10% da compra e revenda, nem se aplica às hipóteses expressamente excluídas pela SEC, por meio de atos normativos específicos.

[...]

**Securities Exchange Act, Seção 10:** “É vedado a toda pessoa, direta ou indiretamente, através da utilização dos meios e instrumentos próprios do comércio interestadual, ou do correio, ou ainda servindo-se de qualquer bolsa nacional de valores.

[...]

(b) usar ou empregar, quando em relação com a compra e venda de valores mobiliários, cotados ou não em bolsa, práticas fraudulentas ou manipulações de preços contravenientes às normas baixadas pelo SEC, de proteção aos investidores e ao interesse público.” (LEAES, 1982, p. 143, 149 e 150)

### 1.1.2 – Origem *insider trading* no Brasil

No Brasil, o crime de uso de informações privilegiadas surgiu da situação que se encontrava o país entre 1990 e 2010 devido a globalização e o equilíbrio financeiro, como leciona a advogada Sarah Cellim:

No Brasil, a atual reação contra crimes econômicos é justificada sobre os fatos ocorridos entre 1990 e 2010, por meio da globalização e o equilíbrio financeiro na economia brasileira. Assim, o nosso mercado de capitais começou a se enriquecer, levando muitas empresas a instalarem seu capital através da distribuição de ações ao público em geral. Tal fato está intimamente atrelado ao fortalecimento das empresas e de sua necessidade em trabalhar conjuntamente com um mercado de capitais justo e confiável e com a transmissão de informações de maneira mais transparente.

A primeira lei brasileira que abrangia o tema surgiu em 1965 com a Lei no 4-728/65 em seu artigo 30 inciso X, em que determinava o Banco Central a realizar suas fiscalizações sem alcance político, porém, tanto era sua ineficiência, que não existe nenhum caso de insider trading que tenha sido investigado pelo Banco Central com base nesta lei. (Jusbrasil, 2016)

Após esses casos, somente em 1976 que nasceu a lei que versou efetivamente sobre o crime em questão, sob influência da lei norte-americana, sendo a 6404/1976.

A lei 6404/76 (Lei das S/A) em seu artigo 155, trouxe a primeira caracterização do *insider trading* no âmbito civil e administrativo:

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

**I – usar, em benefício próprio ou de outrem, com ou sem prejuízo para a companhia, as oportunidades comerciais de que tenha conhecimento em razão do exercício de seu cargo;**

[...]

§ 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 do disposto nos §§ 1º e 2º, tem direito de haver do infrator indenização por perdas e danos, a menos que ao contratar já conhecesse a informação.

§ 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. (BRASIL, Lei 6404 de 1976)

Sarah Cellim (2016), em seu artigo leciona que foi em 2001, com o advento da lei nº 10.303, foi inserido na lei 6.385 de 1976 o capítulo: Dos crimes contra o mercado e capitais onde ficam tipificados 3 ilícitos: a manipulação de

mercado, o uso de informação privilegiada e o exercício irregular de cargo, profissão, atividade ou função.

Os textos dos ilícitos da lei nº 10.303 foram vetados e substituídos com o surgimento da lei nº 13.506 de 2017, fazendo uma alteração no âmbito penal a respeito do conceito de *insider trading* previsto no artigo 27-D da lei 6.385.

O texto anterior, na íntegra era:

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. (Lei nº 10.303, 2001)

Aqui há uma exigência do sujeito ativo com a obrigação de manter o sigilo. A mudança ocorreu exatamente nesse ponto onde não há mais essa exigência como se vê no novo texto:

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

§ 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. (Lei nº 13.506, 2017)

Nesse sentido, os advogados Arthur Felipe Azevedo Barreto, Clarissa Oliveira e Pedro Brasileiro Leal nos ilustram em seu artigo:

Em outras palavras, a condição de o agente ter o dever de manter sigilo sobre a informação relevante foi excluída do tipo penal e não mais é elemento essencial para a configuração do crime.

Assim, a partir da nova lei, as penas do crime de “insider trading” passaram a ser passíveis de serem aplicadas a qualquer pessoa que tiver acesso à informação privilegiada, utilizando-a em negociação de valores mobiliários, independentemente de ter ou não o dever legal de sigilo.

Nesse contexto, o tipo penal passou a ser aplicado aos chamados “insider secundários”, os quais consistem naqueles que (i) não possuem acesso direto à informação relevante, (ii) não estão sujeitos a uma obrigação de manter e assegurar o seu sigilo, uma vez que não está vinculado à instituição ou companhia que detém a informação, e (iii) podem ou não ter condições de avaliar e concluir se esta é ou não relevante. Até o advento da nova lei, os “insider secundários” apenas poderiam ser responsabilizados no âmbito administrativo pela CVM. (BARRETO, OLIVEIRA, LEAL, 2018)

O tema do agente ativo será abordado mais à frente trabalhando todas as características com a devida alteração da lei.

## **1.2 – CONCEITOS E PONTOS RELEVANTES DO *INSIDER TRADING***

Agora que foram esclarecidas as origens do crime de *insider trading*, é possível destrinchar sobre os conceitos do crime e pontos que são relativos a ele de forma mais clara.

### **1.2.1 – Conceito de *insider trading***

Como já foi dito, o mercado financeiro é amplo e recebe os mais diversos acessos dos mais variados tipos de investidores. Nesse aspecto, o direito regula esse mercado deixando justa a oportunidade que cada um tem para realizar qualquer operação nesse meio. Assim, é necessário garantir que ninguém terá vantagem sobre outras pessoas devido o conhecimento de informação relevante que é utilizada para lucrar ou diminuir perdas.

Nesse contexto, o professor Nelson Eizirik diz:

O insider trading 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. Assim agindo, o insider compra ou vende valores mobiliários a preços que ainda não estão refletindo o impacto de determinadas informações, que são de seu conhecimento exclusivo. (EIZIRIK, 2008, p. 536)

Vale ressaltar que a informação não necessariamente precisa ser daquele que tem obrigação de manter o sigilo sobre ela.

As próprias leis 6.404 e 6.385, ambas de 76 tem um certo conceito do crime. Na 6.385 está no artigo 27-D já citado, já na lei 6.404 se encontra no artigo 155 mostrando o que é vedado ao administrador, no inciso I e § 1º utilizar da informação bem como qualquer pessoa, no § 4º, com o intuito de auferir vantagem.

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. (BRASIL, Lei nº 6.385, 1976);

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

I – usar, em benefício próprio ou de outrem, com ou sem prejuízo para a companhia, as oportunidades comerciais de que tenha conhecimento em razão do exercício de seu cargo;

[...]

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

§ 4º É vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários. (BRASIL, Lei 6404, 1976)

Do novo texto do 27-D podemos tirar algumas conclusões que são elucidadas por Arthur Felipe Azevedo Barreto, Clarissa Oliveira e Pedro Brasileiro Leal:

Portanto, atualmente, a caracterização de “insider trading” no âmbito penal requer somente a presença de três elementos: (i) a existência de informação relevante e ainda não divulgada ao mercado, (ii) a posse de tal informação pelo agente, que pode ser qualquer pessoa, e (iii) a efetiva utilização da informação na negociação de valores mobiliários com o objetivo de obter vantagem indevida. (BARRETO, OLIVEIRA, LEAL, 2018)

O caderno 11 da CVM que fala sobre o uso de informação privilegiada ainda nos traz a figura do *tipping*, pois além do uso da informação para benefício próprio, é vedado repassar a informação a terceiros, conforme o § 1º do artigo 27-D.

De forma geral, o uso indevido de informação privilegiada, também conhecido como insider trading, está ligado a duas proibições: (i) realizar negociações de posse de informação material que não é pública, e (ii) revelar essa informação a terceiros (Tipping).

a) Negociar de posse de informação privilegiada

É proibido comprar ou vender valores mobiliários de emissão da companhia, ou a eles referenciados, quando em posse de informação privilegiada (material e não pública).

A citada proibição de negociação vale tanto para Insiders Primários (pessoas ligadas à companhia e que obtêm a informação privilegiada de forma direta) quanto para Insiders Secundários (pessoas que têm acesso à informação privilegiada, direta ou indiretamente, por meio dos Insiders Primários). Ademais, a vedação se aplica tanto para negociações feitas em nome próprio quanto em nome de terceiros.

b) Revelar informação sigilosa a terceiros (Tipping)

É proibido revelar informação sigilosa a outra pessoa, possibilitando que ela negocie de posse de tal informação ou revele-a a uma terceira pessoa. (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2016, p. 14)

Nesse sentido, o art. 8º da instrução 358 de 2002 da CVM define o dever de guardar sigilo nos seguintes termos:

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. (BRASIL, Instrução CVM nº 358, 2002)

Destaca-se ainda que aquele que possui a informação privilegiada se enquadra no instituto criado pela SEC chamado de “*abstain or disclosure*”, que basicamente dita que o possuidor da informação deve divulgá-la ou deixar de investir não utilizando a informação ou não a repassando a terceiros para usarem.

### 1.2.2 Informação relevante

Como já mencionando, para configurar o crime de *insider trading*, é necessário que a informação seja relevante. A ICVM 358 em seu artigo 2º define a informação relevante da seguinte forma:

Art. 2º Considera-se relevante, para os efeitos desta Instrução, 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, comercial 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;
- 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. (BRASIL, Instrução CVM nº 358, 2002)

A luz de Eizirik, destaca-se que não se trata de um rol taxativo, mas sim exemplificativo como se percebe por seu parágrafo único. Para caracterizar o fato relevante, ele deve ser capaz de influenciar consideravelmente na cotação dos valores mobiliários de emissão da sociedade. (2008, p. 541)

Outro ponto a se destacar é sobre a confidencialidade da informação. Caso ela seja de conhecimento público, não há que se falar em crime. O artigo 3º da mesma instrução citada anteriormente dita a forma de publicação dessas informações.

Só há uma situação em que não se exige a divulgação desses fatos, previsto no artigo 6º da instrução que diz ser quando coloca em risco o interesse legítimo da empresa.

Eizirik ainda estabelece algumas características necessárias para configurar a informação relevante a fim de defini-la:

(i) caráter razoavelmente preciso, ou seja, refere-se a um fato, não a meros rumores, apresentando, pois, um mínimo de materialidade; (ii) não está disponível para o público; (iii) é tida como "Price sensitive", isto é, poderia, caso divulgada, afetar a cotação dos títulos; e (iv) refere-se a valores mobiliários ou a seus emissores. (EIZIRIK, 2011, p.373)

## **CAPÍTULO 2 – ANÁLISE PENAL DO CRIME DE *INSIDER TRADING***

Agora que foram esclarecidos os conceitos iniciais do crime, à luz dos artigos 27-D, 6385/76, e 155 e seguintes da 6.404/76, é possível adentrar nos seus aspectos penais e destrinchar esse crime com os principais pontos discutidos doutrinariamente como o bem jurídico tutelado, tipo subjetivo (dolo e culpa), sujeito ativo e passivo, momento da consumação, competência para julgar e penalidade, que é o foco principal desse trabalho.

De início, deve-se analisar o texto e fazer ponderações relevantes para prosseguir com sua devida análise.

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

§ 1º Incorre na mesma pena quem repassa informação sigilosa relativa a fato relevante a que tenha tido acesso em razão de cargo ou posição que ocupe em emissor de valores mobiliários ou em razão de relação comercial, profissional ou de confiança com o emissor. (BRASIL, Lei nº 6.385, 2001);

Daqui podemos evidenciar 3 pontos importantes: 1º - a informação deve ser relevante que já foi explicada anteriormente; 2º - a informação não pode ter sido divulgada no mercado conforme artigo 157, § 4º; 3º - deve ser capaz de gerar vantagem indevida, observa-se que não menciona que deve gerar a vantagem, mas que basta ser capaz.

### **2.1 – BEM JURÍDICO TUTELADO**

O bem jurídico tutelado pelo crime de uso de informação privilegiada sem dúvida em um dos pontos que mais se encontra em divergência na doutrina, e isso não acontece só no Brasil, mas na doutrina estrangeira também conforme aponta Eizirik (1983, p.42)

Antes de adentrar nessa questão faz-se necessário esclarecer o sentido do bem jurídico tutelado dentro do âmbito penal.

Fábio Filho nos ensina que o bem jurídico penal advém de uma necessidade social para que o Direito Penal tutele determinada conduta mal vista. A partir dessa valoração que o bem jurídico sofre, o Direito penal positivo institucionaliza essa conduta. (2012, p. 13)

Para complementar, Fernando de Almeida Pedroso nos ensina sobre o bem jurídico:

Bem representa tudo quanto satisfaça uma necessidade humana ou do agrupamento, despertando um interesse individual ou coletivo a ele endereçado. Quando esse bem interessa igualmente ao mundo do Direito, que o regulamenta e disciplina por meio de suas prescrições legais, recebe a denominação bem jurídico. Se esta disciplina legal é porem feita a título de proteção, preservação e garantia do bem e é precedida dentro do ordenamento jurídico pelo Direito Penal, surge a figura do bem jurídico penalmente tutelado (PEDROSO, 2008, p. 81)

Zaffaroni e Pierangeli explicam que o bem cumpre duas funções essenciais:

[...] a) uma função garantidora, que emerge do princípio republicano; e b) uma função teleológica e sistemática, que dá sentido à proibição manifestada do tipo e a limita. Ambas as funções são necessárias para que o Direito Penal se mantenha dentro dos limites da racionalidade dos atos de governo. (ZAFFARONI, PIERANGELI, 2002, p. 466)

Com essas considerações realizadas, podemos verificar as divergências pendentes em relação ao bem jurídico tutelado pelo crime de *insider trading*.

Marcio Zuba de Oliva esclarece os posicionamentos atuais na doutrina sobre quais os possíveis bem jurídicos tutelados:

A tutela patrimonial dos investidores; a tutela da igualdade dos investidores; a tutela da confiança dos investidores; a tutela dos interesses da sociedade emissora dos valores mobiliários; o correto funcionamento do mercado de valores mobiliários. (OLIVA, 2010)

### **2.1.1 – Tutela patrimonial dos investidores**

A tutela patrimonial dos investidores segue a teoria pessoal do bem jurídico, que é adotada por Winfried Hassemer, onde visa um bem supraindividual de interesses individuais do público que investe no geral (ALONSO, 2009, p.116 e 117).

Essa tutela foi foco da doutrina alemã na década de 1970 a 1980 conforme Esther Hernández Sainz (2007, p. 213), porém a doutrina em geral aponta algumas dificuldades nessa tutela.

O Mercado de Capitais trabalha, em regra, como seus usuários de forma anônima e impessoal, dessa forma, há um grande empecilho quando se tenta identificar cada prejudicado por essa situação. Além disso, há o problema em mensurar o real prejuízo sofrido pelo investidor e o porquê ele realizou a operação, por exemplo, um *insider* compra uma ação em razão da informação que possui, porém a pessoa que vendeu a mesma ação não necessariamente a vendeu por não ter essa informação, ele poderia, por exemplo, estar querendo utilizar seu investimento naquele momento.

Dessa forma, o que se visa proteger é o patrimônio de cada investidor e apesar de ser sem sombra de dúvidas um dos principais alvos da tutela, sozinha não é o ponto principal a ser tutelado pelo Direito Penal.

### **2.1.2 – Tutela da igualdade entre os investidores**

Essa segunda tutela visa proteger e garantir a igualdade entre os investidores. Assim como a primeira, sofre críticas da doutrina e conseqüentemente, há uma limitação no seu uso.

Nesse sentido, Alonso nos elucida sobre essa tutela:

Consoante se depreende das características próprias do Mercado de Capitais, estudadas anteriormente, é absolutamente impossível se admitir uma estrita igualdade entre os investidores participantes do mercado.

O livre acesso à participação no mercado, uma de suas características mais relevantes, per si, elimina a possibilidade de igualdade entre todos os investidores. Efetivamente inexistente termo de comparação entre grandes conglomerados investidores e os aplicadores individuais, pessoas físicas que fazem de seus investimentos em bolsa uma forma de poupança.

Não apenas a formatação da personalidade jurídica dos investidores define a natureza desigual entre os participantes do Mercado de Capitais, mas também a sua capacidade econômico-financeira, sua formação qualificada, o entendimento acerca do funcionamento do mercado e o acesso às bases estatísticas (ALONSO, 2009, p. 100)

Em suma, os investidores naturalmente se encontram em desigualdade a depender de seus objetivos no Mercado de Ações. Contudo, isso não justifica o uso irregular das informações privilegiadas. O que se busca é um acesso igualitário a essas informações gerando uma justa oportunidade para todos.

### **2.1.3 – Tutela da confiança dos investidores**

Aqui a tutela recai sobre a confiança que os investidores possuem sobre o mercado financeiro.

Nesse caso, as Diretivas europeias tendem a se posicionar a favor dessa tutela como na Diretiva do Parlamento Europeu e do Conselho de 2003/06:

Nº (2) [...] O bom funcionamento dos mercados dos valores mobiliários e a confiança do público nos mesmos mercados são uma condição essencial do crescimento económico e da prosperidade. As situações de abuso de mercado prejudicam a integridade dos mercados financeiros e a confiança do público nos valores mobiliários e instrumentos derivados.

Nº (12) O abuso de mercado abrange o abuso de informação privilegiada e a manipulação de mercado. O objetivo da legislação contra o abuso de informação privilegiada é o mesmo da legislação contra a manipulação de mercado: garantir a integridade dos mercados financeiros comunitários e promover a confiança dos investidores nos mesmos. (2003)

Conforme afirma Alonso, essa não é a realidade que define a confiança dos investidores, pois essa está bem mais ligada ao fato de uma eficiente regulação dando frutos, como por exemplo o acesso igual às informações do que fundamentos de tutela penal ou administrativa. (2009, p. 105)

Essa confiança assegurada como bem jurídico está mais ligada aos próprios emitentes de valores mobiliários do que aos investidores de fato.

### **2.1.4 – Tutela dos interesses da sociedade emissora dos valores mobiliários**

Aqui há uma tutela que sofre a mesma crítica que a primeira sofreu, pois não há que se falar em uma tutela ao *insider trading* que atinja somente as sociedades emissoras de valores mobiliários.

Na Suíça, esse é um ponto defendido doutrinariamente em relação aos que possuem o dever de lealdade à empresa, pois esse dever de lealdade implica em uma culpa natural quando não é cumprido, conforme aponta Alonso, seguindo a mesma ideia da nossa lei, pois esses sofrem uma pena mais severa do que os que não tem o vínculo com a companhia. (2009, p. 106)

Além disso, o que é policiado nessa tutela é referente àquele que possui o dever de lealdade, sendo assim, não é a melhor forma de tutelar um crime que admite modalidades mais amplas.

### **2.1.5 – Tutela do correto funcionamento do mercado de valores mobiliários**

Aqui há uma tutela que nasceu da necessidade de atender mais de um âmbito do crime de *insider trading*. Nesse sentido, vários autores como Eizirik, Áureo Natal, Modesto Caravahosa e Fausto Martins entendem no sentido de que essa tutela é válida.

Não só atende aos interesses patrimoniais dos investidores como das sociedades emissoras de valores econômicos.

Alonso cita Monroy Anton que nos esclarece os pilares dessa tutela e como funcionam:

Conforme aponta Monroy Antón, a Teoria do correto funcionamento do mercado de valores mobiliários tem sustentáculo em três pilares: a proteção dos investidores, a igualdade entre estes e a transparência das informações.

No tocante à proteção patrimonial dos investidores, Objeto de análise em apartado anterior, não se nega que tenha relevância penal; questionando-se apenas, se é suficientemente segura como interesse legitimamente carecedor de tutela penal.

A igualdade dos investidores, por seu turno, se devidamente conceituada como uma igualdade de oportunidades, consoante estudado, de igual sorte parece, ao menos a priori, estar dotada de relevância para que se pugne por sua tutela sancionatória.

Resta, contudo, saber se a transparência das informações configura pressuposto suficientemente digno de proteção pela via da intervenção penal do Estado, tese que não parece prosperar

Entende-se por transparência de informações a garantia de divulgação de todas as informações relevantes por parte das empresas que têm valores mobiliários custodiados em Mercado de Capitais. Tal interesse, todavia, se protege por meio da regra do *disclosure*, — pressuposto de funcionamento do mercado — e não pela via da criminalização. (ALONSO apud ANTÓN, 2009, p. 110 e 111)

Dessa forma, a tutela sobre o *insider* não necessariamente configura na eficácia da transparência no mercado mobiliário.

### 2.2.6 – Conclusões sobre o bem jurídico tutelado

Feita a apreciação dos bens jurídicos tutelados, consegue-se verificar que não há unanimidade sobre esse tema e que é necessário tratar sobre o assunto.

Nesse viés, seguindo os ensinamentos de Júlia Wellisch, através de edições atualizadas sobre o Direito de Mercados Imobiliários publicados pela própria CVM, entende-se por bem jurídico tutelado do *insider trading* como o regular funcionamento do mercado de valores mobiliários, que apesar de ser um bem jurídico tutelado de maneira ampla, leva a estabilidade e confiança nos mercados, através do processo de *disclosure* que se trata da ampla divulgação das informações que garante a proteção aos investidores e a própria eficiência do mercado, bem como a atuação fiscalizatória e regulatória da CVM (2017, p. 281)

No mesmo sentido, ensina Proença:

[...] a ação do insider pode configurar em violação simultânea dos preceitos legais pertinentes ao dever de informar, de tornar públicos fatos hábeis para influir na decisão de compra e venda de títulos por parte dos investidores (artigo 157 § 4º da LSA). Infringindo o dever de informar e, ao invés, lançando mão das informações não divulgadas para negociar em posição vantajosa e, portanto, deslealmente, o insider desestabiliza o mercado, comprometendo-lhe, por conseguinte, a eficiência. Fere, o insider, a transparência, a ética, sem cuja preservação o mercado de capitais não levará a bom termo as metas para as quais direcionado pela nossa Lei Maior.

Nesse caso, simultaneamente ao dever de informar, a ação do insider viola o dever de lealdade à companhia, transgredindo a disposição do § 1º do artigo 155 da invocada LSA. Assim, o valor tutelado pela norma do artigo 27-D, acima transcrito, reside na confiabilidade e, por consequência, na eficiência do mercado, para cuja garantia a lei institui o comentado dever de informação. (PROENÇA, 2005, p. 319 e 320)

Conclui-se então que o crime de *insider trading*, por ser complexo e abrangente, exige uma tutela de bem jurídico de acordo, ou seja, que abranja mais de um bem. Assim, é protegida a confiança dos investidores em consequência da defesa dos interesses do mercado de valores mobiliários bem como da defesa do patrimônio do público em geral.

## **2.2 – ELEMENTO SUBJETIVO**

O tipo subjetivo do crime é majoritariamente entendido pela doutrina como doloso tendo em vista que o próprio texto do tipo deixa clara a intenção específica do agente.

Nesse sentido, Luiz Pereira elucida seus entendimentos da seguinte forma:

Quanto ao elemento subjetivo, deve estar presente o dolo direto ou determinado, a vontade livre e consciente de obtenção de vantagem indevida mediante negociação de valores mobiliários, devido às informações privilegiadas obtidas (visa certo resultado). (PEREIRA, 2019)

Ou seja, trata-se ainda de dolo específico mediante o objetivo do agente em obter essa vantagem. Nelson Eizirik junto de outros autores, na obra “Mercado de Capitais: Regime Jurídico”, entendem no mesmo posicionamento que o *insider* deve desejar esse resultado, não bastando a simples consciência da ilicitude (2008, p.546).

## **2.3 – SUJEITOS DO CRIME**

### **2.3.1 – Sujeito Ativo**

O agente do crime de *insider trading* se encontra classificado em dois institutos, o *insider* primário e o secundário. Com o texto anterior do artigo 27-D da lei nº 6.385/76, essa classificação distinguia os *insiders* e somente o primário que se enquadrava no tipo penal. Para que o *insider* secundário fosse caracterizado como agente do crime, usava-se o artigo 30 do Código Penal, mais precisamente o instituto da comunicação de circunstância elementar do crime.

Atualmente, ambas as classificações de *insiders* se enquadram no artigo 27-D com a alteração feita no texto onde exclui a necessidade do dever contratual de sigilo. Dessa forma, conclui-se que não há o que se falar em crime próprio, pois a característica essencial que era o dever de manter em sigilo foi deixada de lado e passou a ser objeto de condição para majorar a pena tornando-se então um crime comum.

De acordo com Cezar Roberto Bitencourt (BITENCOURT, 2009. p. 225), o crime próprio ou especial é definido como aquele que necessita de determinada condição pessoal do agente. Essa condição pode ser jurídica, profissional ou social, natural, por parentesco etc.

Assim, a única mudança que é aplicada com essas classificações é sobre a pena do *insider* primário, que por possuir o dever de lealdade, é majorada caso ele utilize a informação privilegiada.

### **2.3.1.1 – Insider primário**

Os *insiders* primários são aqueles que tem o contato direto ou indireto com a informação devido sua relação profissional com o proveniente da informação.

Na classificação da CVM os *insiders* primários são definidos da seguinte forma:

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

Uma categoria especial de Insiders Primários é aquela dos profissionais que não são funcionários do emissor em questão, mas têm acesso a informações privilegiadas por conta dos serviços que prestam à companhia. Nessa categoria, podemos citar consultores, auditores, advogados e assessores financeiros. As associações de classe desses profissionais desempenham um papel importante na elaboração de códigos de conduta, educando-os e prevenindo o uso indevido de informação privilegiada. (2016, p. 21 e 22)

A Lei das S.A dita que quando o insider é administrador, pessoa a ele subordinado ou controlador, existe uma presunção relativa de culpa, pelo cargo ocupado por eles dentro da companhia, o que esboça o não cumprimento dos seus deveres funcionais de diligência e lealdade na sua responsabilidade. Basta provar o descumprimento desses deveres legais para demonstrar a culpa do agente. Isso é a “culpa contra a legalidade”, que surge quando se viola o dever de texto expresso em lei ou regulamento, gerando uma culpa sem que se torne necessário prová-la (culpa *in re ipsa*). Contudo, a culpa é *iuris tantum*, ou seja, pode ser contrariada com prova contrária (FILHO, 2007, p. 42 e 43).

### **2.3.1.2 – Insider secundário**

Os *insiders* secundários são aqueles que recebem as informações de *insiders* primários direta ou indiretamente.

Vale ressaltar que ao usar essa informação, o *insider* secundário deve saber que ela não é pública conforme o próprio texto da lei, pois caso contrário, faltaria a figura do dolo.

A CVM ainda ensina sobre os *insiders* acidentais que se encontram dentro dessa classificação:

Em circunstâncias excepcionais, os *Insiders Secundários* são chamados de *insiders* acidentais. O *insider* acidental é uma pessoa que não tem acesso direto à informação privilegiada, nem recebeu a informação de uma pessoa com tal acesso. Ele teve acesso à informação privilegiada devido a uma circunstância especial, como ouvindo-a em uma conversa de desconhecidos em um restaurante. (2016, p. 22)

Como já mencionado, anteriormente o *insider* secundário respondia somente na esfera administrativa e poderia responder penalmente com o uso do artigo 30 do CP, contudo, com o novo texto do 27-D da 6.385/76, aquele que utiliza a informação não depende de vínculo com a companhia, o que amplia os agentes que podem cometer o crime.

### **2.3.2 – Sujeito passivo**

O tema sobre o sujeito passivo não é muito discutido doutrinariamente, porém ainda sim é importante esclarecer sobre esse fato.

Nesse sentido, baseando-se também pelo bem jurídico tutelado, trata-se de um crime que afeta mais de um bem e conseqüentemente, as vítimas principais desse crime são a sociedade e o Estado, pois trata-se de um interesse supraindividual.

Todo crime afeta a sociedade de certa maneira e o Estado é o responsável por manter o correto funcionamento do mercado de valores mobiliários.

Ainda há o que se discutir em relação aos investidores e as sociedades emissoras de valores. Nesse contexto, ambas são vítimas secundárias visto que sofrem com os efeitos do crime, contudo, é importante salientar que aqueles que se enquadram nesses grupos e não são afetados necessariamente por essa posição que exercem, se enquadram como sociedade.

## **2.4 – CONSUMAÇÃO**

A consumação do crime é algo discutido na doutrina, contudo, parece óbvio que se trata de crime formal tendo em vista que o texto do tipo penal não exige a devida vantagem econômica.

A título de esclarecimento, o crime formal conforme Nucci é aquele que “se contentam com a ação humana esgotando a descrição típica, havendo ou não resultado naturalístico.” (NUCCI, 2011, p.185)

Apesar de existir essa discussão doutrinária, majoritariamente a doutrina vai pela mesma esteira no sentido de que é um crime formal. Nesse sentido, Luiz Francisco Torquato Avolio aponta:

Mas não se trata o insider trading, como o crime de estelionato, de crime material – que somente se consuma com a obtenção de vantagem ilícita, em prejuízo alheio – e, sim, de crime formal, consistente em utilizar informação relevante, capaz de propiciar, para si ou para outrem vantagem indevida. (AVOLIO, 2006, p. 457)

Nessa mesma esteira, Guilherme Brenner Lucchesi entende que:

Ao contrário do que se possa pensar, o tipo penal não exige que o autor efetivamente obtenha a vantagem indevida, bastando que a informação privilegiada, caso utilizada na negociação de valores mobiliários, possa potencialmente acarretar benefício econômico. Isto porque, pelo dinamismo que envolve o mercado financeiro, muito embora o insider possa representar a obtenção de uma vantagem, esta pode não vir a ser obtida, em virtude de outras operações realizadas, o que foge do controle do autor. Se a informação obtida, caso utilizada por meio de uma operação bursátil, tenha potencial lucrativo para o autor ou para terceiro, admite-se a imputação.

Muito embora não possa ser classificado como tipo material, ou “de resultado”, pois prescinde da verificação da ocorrência do resultado para sua consumação, o delito de insider trading também não constitui um tipo de “simples atividade”, pois se exige algum tipo de prejuízo – não, necessariamente, econômico – causado em relação ao mercado de valores mobiliários a ponto de justificar a sanção penal.

Neste sentido, o tipo caracteriza um delito formal, no qual, segundo Néelson Hungria, “a consumação antecede ou alheia-se ao *eventus damni*”, isto é, o tipo não exige para a consumação a comprovação de efetiva vantagem auferida pelo autor em detrimento do mercado, pois o pressupõe, antecipando a ele a consumação. (LUCCHESI, 2011, p. 150)

Em contrapartida, autores como Nelson Eizirik discordam do entendimento majoritário alegando que a normal penal exige que a informação possa gerar a vantagem indevida mediante negociação com valores imobiliários, ou seja, esse é o resultado e só com ele que se configura o delito (2008, p.547).

No mesmo sentido de Eizirik, José Carlos Castellar se apoia fundamento que:

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 obtiver a vantagem indevida (ou deixar de obtê-la por circunstância alheia a sua vontade). (CASTELLAR, 2008, p. 119)

Conforme dito anteriormente, o posicionamento da doutrina majoritária aparenta estar correto uma vez que a expressão na lei é clara no sentido de que não necessita que o resultado ocorra.

A situação da tentativa é possível, por exemplo, não conseguir efetivar o uso da informação por algum erro no servidor na plataforma de negociações.

## **2.5 – COMPETÊNCIA PARA JULGAR**

Fausto Martins de Sanctis ensina que ao introduzir na legislação brasileira o crime de uso de informação privilegiada, a lei 10.303 não expressou de quem seria a competência para processar e julgar. Diante disso, uma parcela da doutrina atribuiu essa competência à Justiça Estadual baseando-se no artigo 109, VI da Constituição Federal que permite à Justiça Federal julgar os crimes contra o sistema financeiro e a ordem econômico-financeira desde que previstos em lei (2003, p. 119).

Contudo, o inciso IV do mesmo artigo baseia a competência da Justiça federal nos casos de *insider trading* tendo em vista que o sistema financeiro nacional constitui bem, serviço e interesse da União:

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; (BRASIL, Constituição Federal, 1988)

Nesse sentido, os julgados dos Tribunais Federais Regionais corroboram com esse entendimento:

PENAL E PROCESSO PENAL. MEDIDA CAUTELAR DE SEQUESTRO E ARRESTO. BLOQUEIO DE ATIVOS FINANCEIROS. CRIME CONTRA O MERCADO DE CAPITAIS. COMPETÊNCIA DO JUÍZO ESPECIALIZADO EM CRIMES CONTRA O SISTEMA FINANCEIRO. INDÍCIOS SUFICIENTES DE AUTORIA E MATERIALIDADE, BEM COMO DA URGÊNCIA DA MEDIDA. MANUTENÇÃO DA CONSTRIÇÃO. DESPROVIMENTO DA APELAÇÃO DEFENSIVA.

**1. O Superior Tribunal de Justiça já se manifestou no sentido de que o crime contra o mercado de capitais, que lesiona o sistema financeiro nacional, atrai o interesse da União e se configura como crime contra o sistema financeiro, cabendo, portanto, o processamento e julgamento de tais crimes às varas federais especializadas em crimes contra o sistema financeiro nacional e lavagem de dinheiro.**

2. As provas indiciárias da autoria e da materialidade dos crimes previstos nos arts. 27-C e 27-D da Lei 6.385/79, bem como a demonstração da urgência da medida cautelar, estão devidamente consignadas no Parecer da AGU (fls. 50/66) e no Termo de Acusação do Processo Administrativo Sancionador (PAS) (fls. 67/107), trazidos pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), de modo que, por ora, deve ser mantida a constrição às contas correntes do apelante.

3. Apelação defensiva desprovida (TRF da 2ª Região, Apelação Criminal nº 0022054-97.2014.4.02.5101, Relator Desembargador Messod Azulay Neto, DJe 21-11-2014)

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 É 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.

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. (STJ, CC 82.961/SP, Relator Min. Arnaldo Esteves Lima, 3ª Seção, DJe 22-6-2009)

Julya Souto ainda dispõe sobre os crimes contra o mercado de capitais em geral e quais danos eles causam que fundamentam essa competência:

Outrossim, não pode deixar de ser registrado que tanto a CVM quanto o Ministério Público Federal comungam do entendimento ora sustentado, tendo, inclusive, celebrado Termo de Cooperação Técnica no qual reconhecem, expressamente, a atribuição do Parquet Federal para o ajuizamento de ações penais relacionadas aos crimes previstos na Lei n. 6.385/76, e movido, em regime de estrita coordenação, processos penais perante a Justiça Federal, que vem, mediante relevantes e fundamentadas decisões, confirmando ser efetivamente sua a competência para os crimes contra o mercado de capitais.

Por todo o exposto, e considerando que os crimes contra o mercado de capitais:

- i) são, essencialmente, crimes contra o sistema financeiro nacional;
- ii) ostentam caráter pluriestadual e nítido potencial transnacional;
- iii) violam direta e frontalmente o notório interesse da CVM em manter um mercado de valores mobiliários hígido, confiável, transparente e eficiente;
- iv) causam danos diretos a todo o público investidor, obviamente desprotegido perante os grandes acionistas e demais detentores de informações privilegiadas;
- v) prejudicam o desenvolvimento do mercado, aniquilando a confiança na lisura das suas relações e causando impacto suficientemente hábil

a afetar a necessária credibilidade e a harmonia que constituem a sua base fundamental; e

vi) em última análise, afetam a própria economia do país, acarretando óbvios e inegáveis prejuízos à sociedade como um todo.

Fábio de Sanctis vai por uma rota contrária à apresentada. Para o autor, o inciso VI do artigo 109, CF, afasta a competência da Justiça Federal uma vez que no seu entendimento, o delito não fere bens, serviços ou interesses da CVM. O único prejudicado pelo delito então seria o Estado. (2003, p.119)

Todavia, os interesses prejudicados pelo uso indevido de informações privilegiadas são múltiplos, como já analisado anteriormente. Entre eles se encontra a lisura das operações realizadas no mercado de capitais.

## 2.6 – PENALIDADE

Encontramos no texto da Lei 6.385 a penalização para o crime de uso de informação privilegiada.

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.**  
(BRASIL, Lei nº 6.385, 2001)

Como é possível verificar, trata-se de pena de reclusão de um a cinco anos, sendo possível então ser enquadrada na figura da suspensão condicional do processo prevista na Lei nº 9.099/95 em seu artigo 89:

Art. 89. Nos crimes em que a pena mínima cominada for igual ou inferior a um ano, abrangidas ou não por esta Lei, o Ministério Público, ao oferecer a denúncia, poderá propor a suspensão do processo, por dois a quatro anos, desde que o acusado não esteja sendo processado ou não tenha sido condenado por outro crime, presentes os demais requisitos que autorizariam a suspensão condicional da pena.  
(BRASIL, Lei nº 9.099, 1999)

A multa pode ser de até 3 vezes o valor em cima da vantagem obtida, ou seja, nem todos os casos configurarão essa multa. Observa-se que essa multa foi criada pelo legislador no sentido de se adequar ao dano causado pelo *insider*.

A figura do *tipping* se enquadra na mesma pena conforme o § 1º. Já nos casos de *insiders* primários, a pena é aumentada em 1/3, pois esse além de cometer o crime, falta com seu dever legal de manter sigilo e prejudica não só o mercado de valores mobiliários como a sociedade da qual possuía relação.

Por fim, ainda há a possibilidade de a multa ser triplicada novamente nos casos de reincidência de acordo com o artigo 27–F.

A CVM explica ainda sobre o processo de comunicação ao Ministério Público para dar início à ação penal pública incondicionada:

Além de comunicar o Ministério Público Federal (MPF) sobre a possível ocorrência de uso indevido de informação privilegiada, a CVM poderá atuar como assistente de acusação, auxiliando o MPF no entendimento e na apuração do ilícito penal. (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2016, p. 38)

### **3 – ANÁLISE DO CASO DA SADIA PERDIGÃO SOB A ÓTICA PENAL**

Para concluir este trabalho, será feita uma análise sobre o caso de *insider trading* da Sadia Perdigão no Brasil, com o intuito de verificar no caso concreto, todas as pontuações feitas anteriormente do tipo penal além do posicionamento judiciário sobre essa questão. Esse foi o primeiro caso julgado no Brasil no âmbito penal.

Vale salientar que à época do fato, o tipo penal não incriminava os *insiders* secundários por conta da norma vetada, dessa forma, a análise dessa especificidade será sobre a luz do antigo artigo e as devidas pontuações de comparação serão realizadas.

O processo do caso é o de nº 0005123-26.2009.403.6181 (2009.61.81.005123-4), que será usado de embasamento para este capítulo, foi julgado em 1ª instância pelo juiz Marcelo Constenaro Cavali da 6ª Vara Federal

Especializada em Crimes contra o Sistema Financeiro Nacional e Lavagem de Valores de São Paulo.

### 3.1 – DOS FATOS

Conforme a íntegra da sentença, após serem verificados indícios de uso de informação privilegiada, o MP foi acionado para que caso entendesse cabível, iniciasse o processo penal. O Procurador da República, Rodrigo de Grandis, pertencente ao Ministério Público Federal de São Paulo ofereceu em 2009 uma denúncia contra Romano Ancelmo Fontana Filho, Luiz Gonzaga Murat Junior e Alexandre Ponzio de Azevedo.

A informação em questão era sobre a pretensão da Sadia em realizar oferta pública de aquisição das ações (OPA) da Perdigão S.A.

Luiz era Diretor de Finanças e Relações com Investidores da Sadia. Depois de tomar conhecimento da informação privilegiada, em 07 de abril de 2006, ele teria, na mesma data, realizado a compra, em nome da empresa offshore BRACKHILL INVESTMENTS INC, registrada nas Ilhas Virgens Britânicas, por intermédio da corretora MERRYL LINCH, de 5.100 ADRs (*American Depositary Receipts*) representativos de ações de emissão da PERDIGÃO S.A. na Bolsa de Valores de Nova York, pelo valor unitário de US\$ 69,20, totalizando o valor de US\$ 352.907,00. Posteriormente, o acusado realizou a mesma ação, dessa vez, adquiriu 30.600 ADRs, totalizando US\$ 586.801,00.

Já Romano, era membro do conselho de administração da Sadia. Ele adquiriu, em 05 de julho de 2006, em nome próprio, a partir de conta mantida na corretora do HSBC REPUBLIC BANK SUISSE, 10.000 ADRs pelo valor unitário de US\$ 19,30, totalizando US\$ 193.000,00. Em 07 de julho, adquiriu mais 5.000 pelo valor unitário de US\$ 19,00, totalizando US\$ 95.000,00. Em 12 de julho de 2006, adquiriu mais 3.000 ADRs, pelo valor unitário de US\$ 18,70, totalizando US\$ 56.100,90. Em 21 de julho de 2006, Romano, ciente de outra informação privilegiada — qual seja, a revogação da OPA descrita por parte da SADIA S.A.

—, vendeu os 18.000 ADRS adquiridos, ao preço unitário de US\$ 26,84, totalizando US\$ 483.215,40. Com isso, lucrou US\$ 139.114,50.

Por fim, Alexandre era superintendente executivo de empréstimos estruturados e gestão de portfólio do Banco ABN AMRO REAL S.A. Depois de tomar conhecimento da informação privilegiada, em 20 de junho de 2006, realizou a compra, em nome próprio, de 14.000 ADRs por intermédio da corretora estadunidense CHARLES SCHWAB & CO., pelo valor total de US\$ 269.919,95.

Sobre o acusado Alexandre, o MPF decidiu em propor o benefício da suspensão condicional do processo que foi aceita e por isso foi desmembrado do processo.

Após isso, o juiz condenou Luiz e Romano pela prática de uso de informação privilegiada onde Luiz iria cumprir 01 ano e 09 meses de reclusão mais a multa de R\$ 349.711,53 e Romano cumpriria 01 ano, 05 meses e 15 dias de reclusão mais a multa de R\$ 374.940,52. Contudo, essas penas foram substituídas por penas restritivas de direito sendo elas: prestações de serviço à comunidade ou entidades públicas e pela vedação do exercício do cargo de administrador e de conselheiro fiscal de qualquer sociedade anônima de capital aberto pelo prazo de cumprimento das penas aplicadas. (Sentença, processo nº 0005123-26.2009.403.6181, 2011)

Tanto o MPF quanto os condenados apelaram, contudo, a 5ª turma do Superior Tribunal de Justiça manteve a condenação em fevereiro de 2016, onde somente retirou a reparação de danos morais coletivos fixada pelo Tribunal Regional Federal da 3ª Região.

Os ex-executivos realizaram agravo regimental, contudo, o ministro relator Dias Toffoli desproveu o agravo e foi acompanhado pelos demais ministros em unanimidade. Desse modo, o Supremo Tribunal Federal manteve a primeira condenação criminal do Brasil pelo crime de *insider trading* (BRASIL, Agravo Regimental, 2017).

A título de complemento, no âmbito administrativo a CVM entendeu por inabilitar para o exercício dos cargos de administrador e conselheiro de

companhia aberta pelo prazo de 05 anos, de acordo com os processos Administrativos Sancionadores SP 2007/011719 e 2007/0118 (BRASIL, Processos Administrativos Sancionadores, p. 1)

Internacionalmente, os ex-executivos foram processados pelas SEC onde o desfecho se deu com a não ajuização criminal, mas, houve a sanção civil e administrativa sendo elas a de indenização dos valores adquiridos, pagamento de penalidades cíveis e inabilitação para cargo de administrador de S.A com ações abertas ao mercado estadunidense por 05 anos.

Como já informado, perante os fatos, será iniciada um apontamento sob o aspecto penal do caso.

### **3.2 – QUANTO À CONSUMAÇÃO**

Todas as partes do processo entenderam com sendo um crime formal, ou seja, aquele que não necessita de resultado naturalístico para se consumir. Em consonância, o magistrado não encontrou atipicidade na acusação e manteve-se nesse raciocínio.

Seguindo esse entendimento, o MPF ainda alegou o exaurimento das condutas, pois ambos obtiveram a vantagem indevida, logo, a pena-base deveria ser majorada

Somente a defesa de Luiz contrapôs essa alegação de exaurimento da conduta. O argumento utilizado foi de que a utilização da informação privilegiada caracterizaria o exaurimento da conduta e não a obtenção da vantagem indevida. Alegaram ainda que não havia o que se falar em exaurimento pela vantagem indevida obtida pois o réu teria sofrido um prejuízo de US\$ 931,00 com as operações.

O magistrado prendeu-se ao posicionamento da parte autora e manifestou-se da seguinte forma:

As consequências do crime devem ser consideradas negativamente. Isso porque o delito de utilização de informação privilegiada é formal, não exigindo a efetiva obtenção da vantagem indevida. Se essa, porém, é obtida, tem-se configurado o exaurimento do delito, sendo devida a exasperação da pena, quanto à vertente “consequências do crime”. Nesse sentido, conforme já decidiu o STJ, “Tendo o réu sido

condenado pela prática de crime formal, verificado o seu exaurimento pela ocorrência de resultado, tal fato pode ser utilizado como fundamento idôneo para exasperar a pena-base na apreciação das consequências do delito” (HC 41.466/MG, Rel. Min. Gilson Dipp, Quinta Turma, julg. 16.06.2005, DJ 10.19.2005, p. 402)

Essa majorante aumentou em 02 meses às penas mínimas fixadas. Sobre o réu Luiz não ter obtido lucros, mais à frente no processo o juiz entendeu, assim como a CVM, que o valor das ações não vendidas totalizaria um lucro de US\$ 176.656,00 e que o fato de não ter auferido o lucro de fato, não descaracteriza a existência do efetivo lucro.

### **3.3 – CRIME PRÓPRIO X CRIME COMUM**

Conforme já ensinado nos capítulos anteriores, à época do fato, o tipo penal de uso de informação privilegiada se tratava de crime próprio, pois uma das exigências era o dever de manter em sigilo.

Nesse diapasão, restava claro que ambos os réus se enquadrariam no crime, Luiz por ser diretor de finanças e Romano por ser integrante do conselho de administração da Sadia.

Em exercício dessas funções, ambos aproveitaram para utilizar a informação privilegiada que lhes fora passada em razão de seus cargos, e que conseqüentemente, geravam o dever de sigilo.

O juiz ainda cita o artigo 8º da Instrução da CVM nº 358/2002 que dita sobre esse dever de sigilo:

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. (BRASIL, Instrução CVM nº 358, 2002)

### **3.4 – DA COMPETÊNCIA PARA JULGAR**

A competência foi apontada tanto em grau recursal como na sentença também.

Cavali foi no sentido de que a competência pertence à Justiça Federal e baseou-se nos fundamentos trazidos no capítulo 2 desse trabalho, onde já foi informado que apesar de não estar expresso na Lei 6.385/76, o artigo 109, inciso IV da CF é suficiente para sustentar essa competência.

Além disso, o juiz também entendeu no sentido de que o uso de informação privilegiada aciona os sistemas de fiscalização da CVM, o que obstrui o serviços dos estabelecimentos de valores mobiliários. Logo, os crimes contra o mercado de capitais vão de encontro ao sistema financeiro nacional que é um dos casos de competência da Justiça Federal, conforme artigo 109, inciso VI, CF.

A defesa arguiu que se caso o inciso IV fosse ser utilizado, deveria então ter a devida comprovação de que se tratava de uma lesão aos bens, interesses ou serviços da União, conforme o devido inciso exige. Nesse mesmo raciocínio, trouxe também o artigo 20 da CF, que cita os bens da União e onde não está enquadrado a figura do mercado de capitais:

Art. 20. São bens da União:

I - os que atualmente lhe pertencem e os que lhe vierem a ser atribuídos;

II - as terras devolutas indispensáveis à defesa das fronteiras, das fortificações e construções militares, das vias federais de comunicação e à preservação ambiental, definidas em lei;

III - os lagos, rios e quaisquer correntes de água em terrenos de seu domínio, ou que banhem mais de um Estado, sirvam de limites com outros países, ou se estendam a território estrangeiro ou dele provenham, bem como os terrenos marginais e as praias fluviais;

IV - as ilhas fluviais e lacustres nas zonas limítrofes com outros países; as praias marítimas; as ilhas oceânicas e as costeiras, excluídas, destas, as áreas referidas no art. 26, II;

IV - as ilhas fluviais e lacustres nas zonas limítrofes com outros países; as praias marítimas; as ilhas oceânicas e as costeiras, excluídas, destas, as que contenham a sede de Municípios, exceto aquelas áreas afetadas ao serviço público e a unidade ambiental federal, e as referidas no art. 26, II;

V - os recursos naturais da plataforma continental e da zona econômica exclusiva;

VI - o mar territorial;

VII - os terrenos de marinha e seus acrescidos;

VIII - os potenciais de energia hidráulica;

IX - os recursos minerais, inclusive os do subsolo;

X - as cavidades naturais subterrâneas e os sítios arqueológicos e pré-históricos;

XI - as terras tradicionalmente ocupadas pelos índios. (BRASIL, Constituição Federal, 1988)

Alegou, ainda, que não há ofensa à CVM na qualidade de autarquia federal pela prática do uso de informação privilegiada. O interesse da autarquia seria indireto e não direto. Trouxa ainda entendimento do STJ em casos análogos, no sentido de que o simples fato de uma autarquia federal ser responsável pela fiscalização não seria suficiente, por si só, para determinar a competência da Justiça Federal:

O fato de o IBAMA ser responsável pela administração e a fiscalização da APA, conforme entendimento desta Corte Superior não atrai, por si só, a competência da Justiça Federal. [...] Não sendo o crime de que aqui se trata praticado em detrimento de bens, serviços ou interesse direto da União ou de suas entidades autárquicas ou empresas públicas, inexistente razão para que a respectiva ação penal tivesse tramitado perante a Justiça Federal. (STJ, HC 38.469, Rel. Min. Paulo Galloti, dj. 26.06.2006)

A defesa então conclui sua tese nessa linha visto que o interesse da União foi disposto de maneira genérica.

O juiz manteve seu posicionamento e defendeu que o inciso VI do artigo 109 da CF não restringe o inciso IV e acrescentou:

Ora, a se entender que os crimes financeiros de competência da Justiça Federal são apenas aqueles com previsão expressa na lei, na hipótese imaginada teríamos de reconhecer a competência da Justiça Estadual para crimes previstos em tratados, em evidente afronta ao inciso V da Constituição, o que me parece não se coadunar com a finalidade prevista no texto constitucional. [...]

Não são todos os delitos financeiros que são de competência da Justiça Federal, interpretação que tornaria letra morta a ressalva contida no inciso VI, mas apenas os delitos financeiros que afetam bens ou interesse da União ou de suas entidades autárquicas ou empresas públicas. (BRASIL, Sentença, 2011)

### **3.5 – BEM JURÍDICO TUTELADO**

O MP entendeu no sentido que a tutela do bem jurídico é tanto sobre os investidores quanto do próprio mercado de capitais.

A defesa, no seus memoriais (BRASIL, 2007), entendeu que seria atípica a conduta dos acusados, pois o local dos investimentos foi na bolsa estadunidense, logo, só os investidores de lá seriam os reais prejudicados, e assim, não teria o que se falar em violação de qualquer bem jurídico brasileiro.

O juiz, contudo, não acatou os argumentos pois entendeu que as atitudes de uso de informação privilegiada tirariam a confiança do investidor e conseqüentemente, prejudicaria o mercado brasileiro. Ele se baseou no entendimento da CVM de que a alteração dos preços das ADR's está diretamente ligada com as ações no Brasil, alterando seus preços e influenciando o mercado nacional.

Concluiu afirmando que o Brasil adota o princípio da ubiquidade, conforme pode se verificar no artigo 6º do Código Penal, sendo suficiente que um único ato executório atinja o território nacional para que possa ser julgado pela jurisdição brasileira.

### **3.6 – CONCEITO DE INFORMAÇÃO RELEVANTE**

A defesa entrou no mérito da informação relevante, mais precisamente qual seria o conceito de informação relevante e em qual momento que ela ganha esse aspecto. O assunto foi direcionado para verificar se seria possível que a aquisição de OPA de ações da Perdigão poderia influenciar de forma considerável algum investidor em suas operações.

O magistrado decidiu que era uma informação relevante, pois era capaz de influenciar nos preços dos valores mobiliários e era privilegiada porque ainda não havia sido divulgada ao mercado

### **3.7 – A PRESENÇA DE *BIS IN IDEM***

Apesar de não ter sido mencionado no capítulo anterior, a figura do *bis in idem* é simplesmente quando uma pessoa é sentenciada mais de uma vez pelo mesmo crime. Nesse contexto Juliana Jennifer em seu artigo nos esclarece:

No direito penal, este princípio estabelece que ninguém pode ser julgado duas vezes pelo mesmo delito. O *bis in idem* acontece quando

o princípio não é observado, e o autor do delito acaba sendo punido mais de uma vez pelo mesmo crime. (JENNIFER, 2019)

Agora que ficou esclarecido, voltaremos aos apontamentos do julgado.

A defesa alegou que por terem sido acusados nos Estados Unidos da América pela SEC e administrativamente pela CVM no Brasil, estaria sendo presente a figura do *bis in idem*.

Contudo, o juiz decidiu contrário ao entendimento da defesa pois resta claro que tanto para a doutrina quanto para a jurisprudência, as esferas civis, penais e administrativas possuem uma independência entre si, logo, não configura o *bis in idem* a sanção cumulativas em cada âmbito.

Dessa forma, tanto a condenação na CVM quanto a no estrangeiro não configuram esse instituto pois não há a repetição da sanção penal que só foi aplicada no Brasil.

## CONCLUSÃO

O surgimento do *insider trading* parece ter ocorrido da necessidade de se proteger bens ainda não abrangidos pela proteção do direito penal clássico. Esses bens decorrem do contexto do desenvolvimento do sistema capitalista moderno, onde as sociedades anônimas, mercado de capitais e sistema financeiro possuem uma destaque para o desenvolvimento das economias do mundo e, conseqüentemente, para o desenvolvimento da própria nação, abrangendo fatores não somente econômicos, como também sociais.

Diante desta nova situação, novos tipos de crimes surgiram, incluindo o abuso de informação privilegiada e devido ao seu impacto socioeconômico, pesquisas sérias e panorâmicas devem ser realizadas. O objetivo de proibir o uso de informações privilegiadas é principalmente para prevenir e punir esse tipo de comportamento. A partir da exposição feita, pode-se concluir que a curta experiência do Brasil e o curto histórico de criminalização podem despertar a dúvidas sobre sua forma de implementação.

O crime é tipificado na Lei nº 6.385/76 e dita que é proibido 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. É abarcado também aquele que repassa a terceiro essa informação e tinha o dever de guardá-la.

Com isso, o primeiro questionamento é sobre o que se trata a informação relevante. A informação relevante é aquela que possui a potencialidade de influenciar na formação do preço de valores mobiliários, o que dependendo do caso concreto, pode ser de difícil averiguação. Visa salientar que essa informação não pode ser pública, pois caso contrário não há que se falar na tipificação de *insider trading*.

Sobre o bem jurídico tutelado, não há somente um elemento sendo protegido pela incriminação da conduta, o que traz muita divergência doutrinária. Contudo, entende-se por bem jurídico tutelado do *insider trading* como o regular

funcionamento do mercado de valores mobiliários, que apesar de ser um bem jurídico tutelado de maneira ampla, leva a estabilidade e confiança nos mercados, através do processo de *disclosure* que se trata da ampla divulgação das informações que garante a proteção aos investidores e a própria eficiência do mercado, bem como a atuação fiscalizatória e regulatória da CVM.

Quanto ao elemento subjetivo do tipo, não há que se falar em outro senão o dolo específico, visto que o próprio texto diz que deve haver o intuito de obter a vantagem indevida.

Em relação aos sujeitos ativos temos dois casos, os *insider* primários e os *insiders* secundários. Este faz alusão ao caso de um crime comum, que é o que o texto atual do tipo preconiza, já aquele, tem um dever legal de sigilo com a informação que detém mediante seu vínculo com a companhia.

Com relação ao momento do crime e sua classificação como crime material ou crime formal, verificou-se que o entendimento da maioria da doutrina e jurisprudência é descrevê-lo como um crime formal. Isso porque, mesmo que esse comportamento não traga lucros ou resultados benéficos para os *insiders*, por si só afetará o mercado de valores mobiliários. Portanto, o uso de informações relevantes e confidenciais para obter benefícios indevidos é suficiente para constituir crime.

Sobre a competência de julgamento, o *insider trading* é conduta realizada em detrimento tanto de bens da União, como contra a CVM. Essa abordagem afeta os interesses dos investidores, principalmente os interesses do mercado de capitais, já que, como já foi mencionado, o mercado de capitais é fundamental para o desenvolvimento econômico e social de um país. Além disso, o interesse da CVM pelo normal funcionamento do sistema financeiro e do mercado de capitais é inquestionável, pois é o órgão fiscalizador responsável por fiscalizá-los.

Por fim, a análise do caso nos mostra que, apesar da condenação ter sido encaminhada da melhor forma possível, é a exceção, pois conduta delituosa do *insider trading* é de difícil comprovação na prática. Isso porque o tipo penal tem diversos caracteres que precisam estar presentes de forma concomitante para a caracterização do ilícito. A grande dificuldade está na aferição da

relevância de uma informação e na devida conexão da utilização da informação com a vantagem.

## REFERÊNCIAS

ALONSO, Leonardo. Crimes contra o mercado de capitais. São Paulo. 2009. Tese (Mestrado em Direito Penal) – Departamento de Direito Penal, Medicina Forense e Criminologia da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. Disponível em: [https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2136/tde-07052010-075537/publico/Dissertacao\\_Completa\\_Leonardo\\_Alonso.pdf](https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2136/tde-07052010-075537/publico/Dissertacao_Completa_Leonardo_Alonso.pdf).

Acessado em: 12/03/2021

AVOLIO, Luiz Francisco Torquato. A criminalização do insider trading no Brasil e seu contributo para o direito penal econômico, v. 95, n. 850. Revista dos Tribunais. São Paulo, 2006;

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: 18/02/2021;

BERTIN, Dirceu. Insider Trading, controle jurídico do uso indevido de informação privilegiada no mercado de capitais. Dissertação apresentada ao curso de Pós-Graduação Stricto Sensu em Direito Político Econômico da Universidade Presbiteriana Mackenzie como requisito para obtenção de título de mestre, 2010;

BITENCOURT, Cezar Roberto. Tratado de direito penal. Volume 1: parte geral. 14ª ed. São Paulo, Editora Saraiva, 2009;

BRASIL. Constituição Federal de 1988, Brasília, DF. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/constituicao/constituicao.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm). Acessado em: 22/03/2021;

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador SP2007/0118. Colegiado da CVM. Acusado Luiz Gonzaga Murat Júnior. São Paulo. Julgado em 26/02/2008. Disponível em: [http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2008/20080226\\_PAS\\_SP20070118.pdf](http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2008/20080226_PAS_SP20070118.pdf). Acessado em: 02/04/2021;

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador SP2007/0117. Colegiado da CVM. Acusado Romano Ancelmo Fontana Filho. São Paulo. Julgado em 26/02/2008. Disponível em: [http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2008/20080226\\_PAS\\_SP20070117.pdf](http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2008/20080226_PAS_SP20070117.pdf). Acessado em: 02/04/2021;

BRASIL. Instrução CVM nº 358, 3 de janeiro de 2002. Disponível em <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst358.html>. Acessado em: 18/02/2021;

BRASIL. Lei nº 6.385 de 1976, Brasília, DF. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6385.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm). Acessado em: 16/02/2021;

BRASIL. Lei nº 6.404 de 1976, Brasília, DF. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm). Acessado em: 16/02/2021;

BRASIL. Lei nº 9.099 de 1999, Brasília, DF. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l9099.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l9099.htm). Acessado em: 28/03/2021;

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. DIREITO PENAL, Crimes Previstos na Legislação Extravagante, Crimes de "Lavagem" ou Ocultação de Bens, Direitos ou Valores. Conflito de Competência nº82.961. Relator: Arnaldo Esteves Lima. São Paulo. 18 abr. 2007. Disponível em: <https://ww2.stj.jus.br/processo/pesquisa/?tipoPesquisa=tipoPesquisaNumeroRegistro&termo=200700810965&totalRegistrosPorPagina=40&aplicacao=processos.ea>. Acessado em: 03/03/2021

BRASIL. Supremo Tribunal Federal. Penal e Processual Penal. Uso indevido de informação privilegiada. Agravo Regimental nº 971036. Relator: Min. Dias Toffoli. São Paulo, 2017. Disponível em: <http://www.stf.jus.br/portal/processo/verProcessoAndamento.asp?incidente=4983571>. Acessado em: 02/04/2021

CANTON FILHO, Fábio. Bem jurídico penal. Rio de Janeiro, Editora Elsevier, 2012;

CASTELLAR, João 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;

CELLIM, Sarah Barros. Aspectos históricos e penais de casos de Insider Trading. Jusbrasil, 2016. Disponível em: <https://sarahbc.jusbrasil.com.br/artigos/337509597/aspectos-historicos-e-penais-de-casos-de-insider-trading#:~:text=A%20primeira%20lei%20brasileira%20que,tenha%20sido%20investigado%20pelo%20Banco>. Acessado em 16/02/2021;

COMPARATO, Fábio Konder; PROENÇA, José Marcelo Martins. Insider Trading - Regime Jurídico do Uso de Informações Privilegiadas no Mercado de Capitais. São Paulo, Editora Quartier Latin, 2005;

Diretiva 2003/06 do Parlamento Europeu e do Conselho, relativa ao abuso de informação privilegiada e à manipulação de mercado (abuso de mercado). Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/pt/TXT/?uri=CELEX%3A32003L0006>. Acessado em: 20/03/2021;

EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A Comentada. Volume II- Arts. 121 a 188. São Paulo, Editora Quartier Latin, 2011;

EIZIRIK, Nelson. "Insider Trading" e Responsabilidade de Administrador de Companhia Aberta. Revista de Direito Mercantil. São Paulo, v. 22, n. 50, abril/jun, 1983;

EIZIRIK, Nelson; B. GAAL, Ariadna; PARENTE, Flavia; DE FREITAS FENRIQUES, Marcus. Mercado de capitais: regime jurídico. 2ª ed. Rio de Janeiro, Editora Renovar, 2008;

FILHO, Sérgio Cavaliere. Programa de responsabilidade civil. 7ª ed. São Paulo, Editora Atlas, 2007;

FORIGO, Camila Rodrigues e col. Direito Penal Econômico. 1ª ed. Londrina, Thoth Editora, 2017;

JENNIFER, Juliana. O que significa bis in idem? Tirando dúvidas sobre termos jurídicos de forma simples. 2019. Disponível em:

<https://julianajennifer.jusbrasil.com.br/artigos/700244457/o-que-significa-bis-in-idem>. Acessado em: 03/03/2021

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Mercado de capitais e *insider trading*. São Paulo, Editora Revista dos Tribunais, 1982;

MOBILIÁRIOS, Comissão de Valores. Uso indevido de informação privilegiada (insider trading) 1ª ed. Rio de Janeiro, Editora Comissão de Valores Mobiliários, 2016;

OLIVA, Marcio Zuba de. O Insider Trading no Brasil: breves considerações. Disponível em: <https://www.migalhas.com.br/depeso/112841/o-insider-trading-no-brasil--breves-consideracoes>. Acessado em: 05/03/2021;

PEDROSO, Fernando de Almeida. Direito Penal – Parte Geral. São Paulo, Editora Método, 2008;

PEREIRA, Luiz Fernando. Noções sobre os Crimes contra o Mercado de Capitais. Uma breve análise. Disponível em: <https://drluizfernandopereira.jusbrasil.com.br/artigos/744085687/nocoes-sobre-os-crimes-contra-o-mercado-de-capitais#:~:text=%C3%89%20uma%20pr%C3%A1tica%20danosa%20ao,Lei%20n%C2%BA%206.385%20%2F1976>). Acessado em: 20/03/2021

PROENÇA, José Marcelo Martins. Insider trading – regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais. São Paulo, Editora Quartier Latin, 2005;

SAINZ, Esther Hernandez. El abuso de información privilegiada em los mercados de valores. Pamplona, Editora Thomson, 2007;

SANCTIS, Fausto Martin. Punibilidade no sistema financeiro nacional, tipos penais que tutelam o sistema financeiro nacional, incluindo o mercado de capitais. São Paulo, Editora Millennium, 2003;

SENTENÇA, Processo nº 0005123-26.2009.403.6181, 2011. Disponível em: <https://www.jfsp.jus.br/documentos/administrativo/NUCS/decisoes/2011/2011-02-22-insidersadia.pdf>. Acessado em 31/03/2021;

STJ - HC: 44972 SP 2005/0099513-0, Relator: Ministro PAULO GALLOTTI, Data de Julgamento: 09/02/2006, T6 - SEXTA TURMA, Data de Publicação: DJ 08/10/2007 p. 370). Disponível em: <https://stj.jusbrasil.com.br/jurisprudencia/8867623/habeas-corpus-hc-44972-sp-2005-0099513-0/inteiro-teor-13963532>. Acessado em: 02/04/2021

STJ - CC: 82961 SP 2007/0081096-5, Relator: Ministro ARNALDO ESTEVES LIMA, Data de Julgamento: 27/05/2009, S3 - TERCEIRA SEÇÃO, Data de Publicação: - > DJe 22/06/2009LEXSTJ vol. 241 p. 283. Disponível em: <https://stj.jusbrasil.com.br/jurisprudencia/6063809/conflito-de-competencia-cc-82961-sp-2007-0081096-5>. Acessado em: 20/03/2021;

TRF- 2 - ACR: 201451010220546 RJ, Relator: Desembargador Federal MESSOD AZULAY NETO, Data de Julgamento: 04/11/2014, SEGUNDA TURMA ESPECIALIZADA, Data de Publicação: 24/11/2014. Disponível em: <https://trf-2.jusbrasil.com.br/jurisprudencia/160163437/apelacao-criminal-acr-201451010220546-rj>. Acessado em: 20/03/2021

WELLISCH, Julya Sotto Mayor. Direito do Mercado de Valores Mobiliários, 1ª ed. Rio de Janeiro, Comissão de Valores Mobiliários, 2017;

ZAFFARONI, Eugenio Raúl; PIERANGELI, José Henrique. Manual de direito penal brasileiro. São Paulo, Revista dos Tribunais, 2002.



PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE GOIÁS  
PRÓ-REITORIA DE DESENVOLVIMENTO  
INSTITUCIONAL  
Av. Universitária, 1069 | Setor Universitário  
Caixa Postal 85 | CEP 74605-010  
Goiânia | Goiás | Brasil  
Fone: (62) 3946.3081 ou 3089 | Fax: (62) 3946.3080  
www.pucgoias.edu.br | prodin@pucgoias.edu.br

## RESOLUÇÃO n° 038/2020 – CEPE

### ANEXO I

#### APÊNDICE ao TCC

Termo de autorização de publicação de produção acadêmica

O(A) estudante Raphael Cívila dos Santos  
do Curso de Direito, matrícula 20171000102118,  
telefone: (62) 93205-3272 e-mail raphael2299@hotmail.com, na  
qualidade de titular dos direitos autorais, em consonância com a Lei n° 9.610/98 (Lei dos Direitos  
do autor), autoriza a Pontifícia Universidade Católica de Goiás (PUC Goiás) a disponibilizar o  
Trabalho de Conclusão de Curso intitulado  
Insider Grading sobre o aspecto penal

gratuitamente, sem ressarcimento dos direitos autorais, por 5 (cinco) anos, conforme permissões  
do documento, em meio eletrônico, na rede mundial de computadores, no formato especificado  
(Texto (PDF); Imagem (GIF ou JPEG); Som (WAVE, MPEG, AIFF, SND); Vídeo (MPEG,  
MWV, AVI, QT); outros, específicos da área; para fins de leitura e/ou impressão pela internet, a  
título de divulgação da produção científica gerada nos cursos de graduação da PUC Goiás.

Goiânia, 24 de maio de 2021.

Assinatura do(s) autor(es): Raphael Cívila dos Santos

Nome completo do autor: Raphael Cívila dos Santos

Assinatura do professor-orientador: Gil César Costa de Paula

Nome completo do professor-orientador: Doutor Gil César Costa de Paula