

A (IN)EFICÁCIA DA LEGISLAÇÃO PÁTRIA NO ÂMBITO DE COMBATE A PRÁTICA DE *INSIDER TRADING*

THE (IN)EFFICIENCY OF NATIONAL LEGISLATION IN COMBATING *INSIDER TRADING PRACTICES*

Frank Saulo de Sousa¹
Lucas de Oliveira Campos²

RESUMO: O objetivo do artigo científico centra-se em uma abordagem sobre a in(eficácia) da legislação pátria no combate à prática de *insider trading*. Compreende-se que o *insider trading* consiste na conduta de obtenção de informações privilegiadas e antecipadas do mercado financeiro e mobiliário, para fins de realização de negócios e de auferimento de vantagens indevidas e ilícitas, em detrimento dos demais acionistas, sócios e investidores. Desse modo, diante da constante prática desse delito, o legislador pátrio buscou tratar sobre esse assunto e reprimir essa prática através do conteúdo presente no artigo 27- D da Lei nº 6.385/76, da Lei nº 10.303/2001 (denominada “Lei das Sociedades Anônimas”) e da Instrução 358/02 proveniente da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Diante dessa celeuma, tem-se a seguinte problemática: a legislação moderna é capaz de atuar de forma eficiente no combate à prática do *insider trading*? Para fins de apresentação de uma hipótese ao problema suscitado, compreende-se que, apesar de existirem elementos normativos e instrutórios que abordam sobre o *insider trading*, estes ainda se mostram ineficazes, sobretudo na esfera combativa dessa atuação. Tem-se que o objetivo geral de pesquisa visa demonstrar que a legislação pátria não é capaz de tratar da forma devida acerca da prática do *insider trading* e das formas de punição em detrimento dos agentes infratores. Diante de todo o estudo realizado, coaduna-se com o posicionamento adotado pela doutrina e jurisprudência pátria, ou seja, que apesar de se tratar de importantes mecanismos legais, existe a necessidade premente de criação de uma legislação específica que venha a abarcar o delito mencionado e todos os seus pormenores (classificações, punições na seara penal, administrativa e cíveis), bem como a estipulação de outras formas de comprovação dessa conduta. Quanto à metodologia, enfatiza-se a utilização de fontes bibliográficas, doutrinárias e jurisprudenciais, sendo um tema com critérios qualitativos de pesquisa e predominantemente teórico.

8101

Palavras-chave: *Insider trading*. Comissão de Valores Mobiliários. Investidores. Atuação combativa. Informações privilegiadas.

¹ Acadêmico do curso de Direito do Centro Universitário Una da Instituição de Ensino Superior (IES) da rede Ânima Educação.

² Acadêmico do curso de Direito do Centro Universitário Una da Instituição de Ensino Superior (IES) da rede Ânima Educação.

* Artigo apresentado como requisito parcial para a conclusão do curso de Graduação em Direito do Centro Universitário Una de Bom Despacho. 2025. Orientador: Daniel Carlos Dirino.

ABSTRACT: The objective of this scientific article focuses on an approach to the ineffectiveness of national legislation in combating the practice of *insider trading*. It is understood that *insider trading* consists of the conduct of obtaining privileged and advanced information from the financial and securities markets, for the purpose of conducting business and obtaining undue and illicit advantages, to the detriment of other shareholders, partners and investors. Thus, in view of the constant practice of this crime, the national legislator sought to address this issue and repress this practice through the content present in article 27-D of Law No. 6,385/76, Law No. 10,303/2001 (called the “Law of Public Limited Companies”) and Instruction 358/02 from the Brazilian Securities and Exchange Commission (CVM). In view of this controversy, the following problem arises: is modern legislation capable of acting efficiently in combating the practice of *insider trading*? To present a hypothesis to the problem raised, it is understood that, despite the existence of normative and instructive elements that address *insider trading*, these are still ineffective, especially in the combative sphere of this activity. The general objective of the research is to demonstrate that the national legislation is not capable of dealing properly with the practice of *insider trading* and the forms of punishment to the detriment of the offending agents. In view of the entire study carried out, it is consistent with the position adopted by Brazilian doctrine and jurisprudence, that is, despite these being important legal mechanisms, there is an urgent need to create specific legislation that will cover the aforementioned crime and all its details (classifications, punishments in the criminal, administrative and civil spheres), as well as the stipulation of other forms of proving this conduct. As for the methodology, emphasis is placed on the use of bibliographic, doctrinal and jurisprudential sources, being a topic with qualitative research criteria and predominantly theoretical.

Keywords: *Insider trading*. Securities and Exchange Commission. Investors. Combative action. Privileged information.

8102

1 INTRODUÇÃO

Compreende-se que o mercado financeiro e mobiliário atual se encontra em constante mudança. Nessa senda de pensamento, tem-se que todas as informações e os conteúdos se revelam de inestimável importância, seja para os sócios, para os investidores ou acionistas pertencentes a esse segmento.

Contudo, apesar de esse mercado buscar acompanhar todas as mudanças e nuances sociais, sobretudo nas informações repassadas aos investidores e na adoção de novas técnicas para firmamento de negócios, vislumbra-se que as práticas inadequadas também passaram a ser adotadas e, dentre tais práticas, tem-se a *insider trading*.

Nesse contexto inicial, salienta-se que o *insider trading* consiste na obtenção de informações privilegiadas e prévias, para fins de firmamento de negócios e auferimento de vantagens e lucros indevidos no âmbito do mercado financeiro e mobiliário. Em outras

palavras, trata-se da conduta desonesta de alguns investidores e acionistas para com os demais, para obterem informações privilegiadas e uma posição de maior destaque nessa seara.

Com o passar da incidência dessa prática, tem-se que o legislador pátrio buscou tratar sobre esse ato por intermédio de leis ordinárias e de uma instrução proveniente da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Contudo, diversos doutrinadores e estudiosos vêm questionando a eficácia desses mecanismos legais, sobretudo no combate à prática do *insider trading*.

Com base nessa celeuma apresentada, tem-se a seguinte problemática: A legislação moderna é capaz de atuar de forma eficiente no combate à prática do *insider trading*? Para fins de apresentação de uma hipótese ao problema suscitado, compreende-se que, apesar de existirem elementos normativos e instrutórios que abordam sobre o *insider trading*, estes ainda se mostram ineficazes, sobretudo na esfera combativa dessa atuação. Tem-se que o objetivo geral de pesquisa visa demonstrar que a legislação pátria não é capaz de tratar da forma devida acerca da prática do *insider trading* e das formas de punição em detrimento dos agentes infratores.

Para atender aos objetivos específicos, aduz-se que a presente pesquisa é dividida por capítulos. Desse modo, trata-se inicialmente sobre o *insider trading*, apresentando uma análise conceitual e os elementos preponderantes. Ademais, trata-se de forma breve sobre os tipos de *insiders* existentes.

8103

Posteriormente, aborda-se sobre a legislação pátria atinente ao delito em comento, sobre os atos normativos pertinentes, sobre o órgão regulador e preventivo da prática de *insider trading*, bem como acerca da responsabilidade penal, civil e administrativa que podem consideradas em detrimento do agente infrator.

Outrossim, por intermédio do capítulo principal, apresentam-se os posicionamentos doutrinários e jurisprudenciais modernos que abrangem a temática suscitada, realçando a visão majoritária sobre a questão da eficácia da legislação pátria no âmbito combativo da prática de *insider trading*, bem como em relação às medidas alternativas que podem ser consideradas e aplicadas nesse âmbito

No que se refere à metodologia empregada, enfatiza-se a utilização de instrumentos de natureza bibliográfica, doutrinária e jurisprudencial, haja vista que o tema suscitado possui critérios qualitativos de pesquisa e se demonstra predominantemente teórico.

2 INSIDER TRADING: ANÁLISE CONCEITUAL E ELEMENTOS PREPONDERANTES

Compreende-se, inicialmente, que o denominado “*Insider trading*” consiste na realização de uma operação financeira, a partir de Valores Mobiliários embutidos no Mercado de Capitais, onde se almeja a obtenção de lucros e a atenuação de perdas, a partir do uso de informações de caráter privilegiado. Em outras palavras, tem-se que o agente que pratica o “*Insider trading*” se utiliza dessas informações para antecipar eventos ou evitar perdas financeiras de grande relevo, passando a ocupar uma posição de destaque em detrimento dos demais “players” que não possuem esse mesmo acesso no mercado (Proença, 2020).

Suplementarmente ao exposto, aduz Eizirik (2021) acerca do termo em comento, traduzindo-o como uma atuação prévia, com a manipulação de informações e conteúdo de conhecimento restrito:

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, 2021, p. 18).

No mesmo contexto, complementa Mussnich (2017) que através do *insider trading*, busca-se a obtenção de uma “vantagem indevida”, de um posicionamento no mercado financeiro privilegiado e indevido:

Com o *insider trading*, o participante do mercado negocia com base em informações ainda não divulgadas, com intenção de obter para si ou para terceiro uma vantagem indevida. Em um mercado que tem como objetivo a disseminação simétrica, perfeita de informação, o *insider trading* é um dos maiores ilícitos a serem combatidos (Mussnich, 2017, p. 102).

Dessa maneira, Proença (2020) ressalta que a mencionada conduta coloca esse participante no mercado financeiro em condições bem vantajosas. Acerca de quais pessoas poderiam figurar nesse polo, na condição de “players”, argumentam Barbosa, Camargos e Romero (2008) que pode ser:

[...] qualquer pessoa que tenha alguma ligação direta ou indireta com uma empresa, seja esta profissional, pessoal ou familiar, da qual possa vir a obter, de maneira voluntária ou não, dados e informações passíveis de serem utilizados em estratégias de investimento no mercado (Barbosa; Camargos; Romero, 2008, p. 56).

Com subsídio nesses critérios de análise, Eizirik (2021) também preleciona que esses “*insiders*” são pessoas que exercem grandes cargos executivos, bem como também podem ser aqueles que possuem uma relação mais próxima com pessoas que ocupam cargos de grande relevo e prestígio:

São considerados como *insiders* aqueles que têm o acesso direto às informações, são eles: altos executivos, advogados, contadores e demais empregados da empresa. Há ainda aqueles que possuem algum tipo de relação com essas pessoas e acabam por ter um acesso indireto (*tippies*) às informações relevantes de forma antecipada (Eizirik, 2021, p. 19).

É importante destacar que, consoante Mussnich (2017), existem elementos precípuos para fins caracterização do *insider trading*. Nesse prumo, trata-se da existência de uma informação de cunho privilegiado (que não tenha sido divulgada ou compartilhada com os demais componentes desse mercado financeiro), o acesso à informação privilegiada e a intenção de obter vantagens em uma negociação, valendo-se desse conteúdo ou dessa informação obtida de modo prévio.

Acerca desses elementos caracterizadores do *insider trading*, esclarece Mussnich (2017):

A prática do delito de *insider trading* não se aperfeiçoa sem a efetiva verificação de negociação com a intenção do *insider* de realizá-la com o objetivo de obter vantagem utilizando a informação privilegiada à qual teve acesso. Trata-se do elemento subjetivo do ilícito, o *animus* que impele o agente a realizar a operação (Mussnich, 2017, p. 105).

Com relação à questão da consumação do delito em comento, esclarece Mussnich (2017) que não há necessidade de consumação (obtenção da vantagem em uma negociação) para fins de configuração. Dessa maneira, basta apenas a intenção do agente de se utilizar desse conteúdo para ultrapassar os demais integrantes do mercado financeiro e obter uma posição diferenciada e privilegiada nesse âmbito de negociação.

8105

Portanto, compreende-se que a conduta de utilização indevida de informações obtidas de modo prévio e privilegiado se mostra formal, configurando-se apenas com a realização dessa negociação, mesmo que não haja a obtenção de uma vantagem pecuniária nesse processo:

O delito de uso indevido de informação privilegiada é formal, consumando-se com a realização da negociação com valores mobiliários, independentemente da produção de qualquer resultado distinto dessa conduta – como a obtenção de vantagem pecuniária. É que o tipo penal se refere à informação ‘capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida’, tornando clara a suficiência do *potencial* gerador de vantagem da informação (Cavali, 2022, p. 86).

Nessa linha de raciocínio, se mostra necessário destacar que existem diferentes agentes que praticam a conduta de *insider trading* no âmbito do Mercado Financeiro. Portanto, mister que se aborde acerca dos tipos de *insiders* existentes, bem como sobre as características precípuas que os diferenciam.

2.1 Os tipos de *insiders* existentes

Salienta-se que os *insiders*, ou seja, pessoas detentoras de informações prévias e privilegiadas, geralmente se dividem em *insiders* primários e secundários. Nesse esteio, tal

divisão, conforme Mussnich (2017) se deve ao fato de que algumas pessoas obtêm esse conteúdo de forma direta (por intermédio do cargo ou função que exercem), além daqueles que possuem o conhecimento necessário para fins de utilização daquelas informações em âmbito negocial.

Nesse prumo, Eizirik (2021) esclarece que os *insiders* primários são conhecidos por obterem fácil acesso às informações privilegiadas, haja vista que possuem uma relação direta para com a companhia emissora dos valores imobiliários ali inseridos. Ademais, trata-se aqui de acionistas, controladores, administradores desses locais, ou pessoas que, devido ao cargo ali ocupado, possam obter acesso ao conteúdo sigiloso ou restrito.

No mesmo sentido em análise, Eizirik (2021) argumenta que os principais agentes que se enquadram nessa situação em comento são advogados, auditores, assessores financeiros e consultores. Nesses casos, conforme o autor supracitado (Eizirik, 2021), se faz necessária uma atuação contundente por parte das associações de classe desses profissionais, para que compreendam as normas, diretrizes e valores contidos nos códigos de conduta e para que se evite a prática dessa conduta ilícita e indevida (Eizirik, 2021).

Segundo informações obtidas por intermédio da denominada “Comissão de Valores Mobiliários” (CVM), o *insider* primário consiste naquele que possui acesso às informações de cunho privilegiado devido à posição profissional que ocupam para com a companhia responsável pela emissão do valor mobiliário. Nesse diapasão, essas pessoas estão dentro das empresas, são detentoras de todos os conhecimentos capazes de mensurar o impacto desses conteúdos na seara do mercado de capitais (Brasil, CVM, 2022).

Para fins de complementação desse entendimento, se observa que a própria CVM preceitua, através da Resolução CVM nº 44, nos incisos II e III, acerca desses agentes, sendo eles:

II – acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração e do conselho fiscal, e a própria companhia, em relação aos negócios com valores mobiliários de própria emissão, têm acesso a toda informação relevante ainda não divulgada; III – as pessoas listadas no inciso II, bem como aqueles que tenham relação comercial, profissional ou de confiança com a companhia, ao terem tido acesso à informação relevante ainda não divulgada sabem que se trata de informação privilegiada (Brasil, CVM, 2002).

No aspecto mensurado alhures, tem-se que o conjunto normativo exposto traz em seu bojo o entendimento de que os *insiders* primários possuem ciência sobre as informações de maior relevo. Dessa maneira, caso haja uma investigação em sede de processo administrativo, que envolva um *insider* primário, aplicar-se-á a inversão do ônus da prova, ou seja, incumbirá

ao agente investigado a obtenção de provas que atestem que ele não possuía tais informações, nem tampouco deva ser condenado pela prática dessa conduta (Mussnich, 2017).

Nesse mesmo contexto suscitado, observa-se as ponderações realizadas pelo CVM, atinentes à valoração dessas provas contidas em processos administrativos que envolvam *insiders* primários:

Em linha com precedentes desta Comissão, o art. 13 da Instrução CVM nº 358/2002, estabelece regras relativas à valoração das provas que instruem os processos sancionadores nos quais são formuladas acusações de insider trading. Assim, em relação à companhia e seus acionistas controladores, diretos ou indiretos, os diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, que negociaram na pendência de fato relevante, a norma reconhece ser legítimo inferir que tiveram acesso à informação privilegiada e, ainda, que negociaram com o intuito de obter vantagem. 21. Em outras palavras, o art. 13, caput, da Instrução CVM nº 358/2002, apresenta duas presunções relativas que têm por objetivo preservar a integridade do mercado de valores mobiliários e atenuar o ônus probatório da CVM, diante da gravidade da prática de insider trading e da dificuldade em comprovar a intenção do agente. Com efeito, diante de negociação de valores mobiliários, antes da divulgação ao mercado de ato ou fato relevante, pelos chamados *insiders* primários – acionistas controladores, diretos ou indiretos, os diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, como no caso da negociação pelo administrador – a CVM presume a efetiva utilização da informação privilegiada e a sua intenção de auferir vantagem. 22. Como bem consignado em precedente da CVM, “nos casos contemplados no art. 13 da Instrução nº 358/2002, a CVM considera determinado fato provado (e.g., o fato de o investigado ser administrador da companhia aberta) como indício hábil a autorizar, por indução, a conclusão quanto à ocorrência de fatos que configuram a prática do insider trading (o conhecimento da informação relativa ao fato relevante pendente de divulgação e o intuito de obter de vantagem). Ou seja, esses elementos da infração são reputados provados pela CVM, até que o investigado ou acusado demonstre o contrário (Brasil, CVM, 2013, p. 16).

Dessa maneira, Mussnich (2017) preleciona que persiste grande dificuldade para a obtenção de provas por parte da acusação, para fins de comprovação da conduta de *insider trading*. Dessa maneira, há uma presunção legal acerca do conhecimento desse conteúdo por parte dos *insiders* primários.

Do mesmo modo, quanto aos *insiders* secundários, Mussnich (2017) aduz que são aquelas pessoas que obtêm as informações privilegiadas (seja de forma direta ou indireta), mas que não possuem nenhum vínculo direto para com a companhia emissora do título em negociação.

Diferentemente dos *insiders* primários, Mussnich (2017) assevera que para os *insiders* secundários não há uma presunção de que saibam acerca desse conteúdo privilegiado. Contudo, há uma vedação para que esses agentes negociem valores mobiliários nessas condições, em consonância com a legislação vigente.

É importante destacar também que a CVM também apresenta em seu bojo determinados preceitos, abarcando o denominado “*insiders* acidentais”. Trata-se, sobretudo, daquele agente que não obteve essa informação privilegiada de forma direta, nem tampouco através de alguém, mas sim de forma atípica. Dentre os exemplos citados pela doutrina pátria, tem-se aquelas pessoas que escutam o conteúdo de uma conversa de desconhecidos e passam a obter aquela informação privilegiada (Proença, 2020).

Segundo Proença (2020), todos os tipos de *insiders* abordados pela doutrina pátria vão na contramão do mercado de capitais, violando a confiança depositada por investidores na economia e todos os preceitos, valores e direitos ali contidos.

3 A LEGISLAÇÃO PÁTRIA ATINENTE AO INSIDER TRADING

Consoante visto alhures, a prática de *insider trading* contraria não apenas as regras atinentes ao mercado econômico brasileiro, mas também preceitos, valores e diretrizes contidas nas legislações vigentes. Nesse esteio, mister que se analise esse conteúdo legal e todos os preceitos relativos à temática suscitada.

3.1 Os atos normativos pertinentes

Tem-se que, apesar de a primeira legislação ordinária a tratar acerca da prática de *insider trading* ter sido elaborada em 1976, foi apenas nos anos de 2001 e 2017 que foi possível vislumbrar uma punição mais efetiva para tal ato. Nesse prumo, vislumbra-se o conteúdo previsto no artigo 27-D da Lei 6.385/76, onde se proibia a utilização de informações relevantes e não divulgadas ao mercado, para fins de obtenção de vantagens indevidas, em nome próprio ou de terceiros, de valores mobiliários:

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. (Redação dada pela Lei nº 13.506, de 2017) 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 (Brasil, 1976).

Hodiernamente, consoante o entendimento de Prado, Rachman, Vilela (2019), a instrução 358/02, proveniente da Comissão de Valores Mobiliários, bem como a Lei nº 10.303/2001 (denominada “Lei das Sociedades Anônimas”), também buscam abordar sobre essa celeuma e todos os elementos de responsabilização pela prática de *insider trading*.

No contexto apresentado, observa-se que a Lei 10.303/2001 ocasionou em mudanças no âmbito da lei 6.404/76 onde, através de seu artigo 155, § 4º, passou a dispor acerca das obrigações relativas ao administrador de empresa, sendo vedada a prática de *insider trading*:

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

[...] § 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, 2001).

Conforme Cassandre (2017), a intenção do legislador, ao complementar o artigo 155 da Lei 6.404/76 foi para punir não apenas os responsáveis diretos pelo acesso e uso de informações privilegiadas, mas também todos aqueles que estivessem envolvidos nessa operação, independentemente do cargo, função, ofício ali exercido. Nesse sentido, complementa o autor em comentário que todos seriam punidos com o rigor da lei em vigência, haja vista que “Sabe-se que investidores podem atuar através de amigos, parentes e funcionários não registrados” (Cassandre, 2017, p. 14).

Além disso, atualmente observa-se que a definição acerca dos sujeitos ativos do delito de *insider trading* está contida na Instrução 358, oriunda da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Nesse aspecto, ressalta-se o conteúdo previsto no artigo 13 da mencionada instrução:

Art. 13. Antes da divulgação ao mercado de ato ou fato relevante ocorrido nos negócios da companhia, é vedada a negociação com valores mobiliários de sua emissão, ou a eles referenciados, pela própria companhia aberta, pelos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, ou por quem quer que, em virtude de seu cargo, função ou posição na companhia aberta, sua controladora, suas controladas ou coligadas, tenha conhecimento da informação relativa ao ato ou fato relevante (CVM, 2002).

8109

No mesmo sentido, tem-se que os parágrafos 1º, 2º e 4º, contidos no artigo 13 da CVM ampliaram a vedação da prática de *insider trading* a qualquer outra pessoa ou situação ali vivenciada:

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

§2º Sem prejuízo do disposto no parágrafo anterior, a vedação do caput se aplica também aos administradores que se afastem da administração da companhia antes da divulgação pública de negócio ou fato iniciado durante seu período de gestão, e se estenderá pelo prazo de seis meses após o seu afastamento.

[...] § 4º Também é vedada a negociação pelas pessoas mencionadas no caput no período de 15 (quinze) dias que anteceder a divulgação das informações trimestrais

(ITR) e anuais (DFP) da companhia, ressalvado o disposto no § 2º do art. 15- A (CVM, 2002).

No mesmo aspecto de análise, ressalta-se que o Caderno da Comissão de Valores Mobiliários, mais especificamente no âmbito da edição acerca do Uso Indevido de Informação Privilegiada (2016), deixa expresso que as informações que são divulgadas de modo correto, seguindo todos os procedimentos pertinentes, necessitam de ser disseminadas no mercado em um período de tempo razoável, para que os investidores comuns tenham acesso aquele conteúdo e possam tomar suas decisões. Ademais, tal período de tempo se encontra previsto no artigo 5º da Instrução 358/02, sendo que tal conteúdo informativo deverá ser disponibilizado antes de se iniciar ou após encerrar os negócios firmados na seara da bolsa de valores.

3.2 Do órgão regulador e preventivo da prática de *insider trading*

Compreende-se que a prática de *insider trading* é fiscalizada pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Nesse prumo, tem-se que a CVM foi criada por intermédio da Lei 6.385/76, tendo como finalidades precípuas a fiscalização, normatização e abordagem acerca do mercado de valores mobiliários e todos os seus componentes.

No contexto avençado, Eizirik (2021) aduz sobre a divisão de competências que abrangem o Banco Central e a CVM:

O legislador optou por distribuir a competência normativa e fiscalizadora a ser exercida sobre o mercado entre as duas entidades, cabendo ao Banco Central a disciplina do sistema financeiro bancário, monetário e creditício e à CVM, especificamente, aquela relacionada ao mercado de valores mobiliários.

Com o advento, em 1976, da Lei nº 6.385, obtivemos a seguinte divisão: o Banco Central deve atuar frente ao mercado financeiro *stricto sensu*, enquanto a CVM regula o mercado de capitais. Como Eizirik explica, as duas autarquias supracitadas continuam a ser supervisionadas pelo Conselho Monetário Nacional – CMN (Eizirik, 2021, p. 268).

Segundo preceitua Mendonça (2023), a partir do advento da Medida Provisória nº 08, a CVM passou a ter uma personalidade jurídica própria, ou seja, uma gestão sem hierarquia e detentora de autoridade administrativa. Ademais, seus gestores passaram a atuar com maior autonomia financeira e orçamentária.

De forma complementar ao exposto, observa-se o conteúdo previsto no âmbito do artigo 5º da Lei 6.385/76, onde se detalham todos os elementos atinentes à CVM:

Art. 5º É instituída a Comissão de Valores Mobiliários, entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária (Brasil, 1976).

Na seara do poder regulamentar da CVM também se encontram as denominadas “Instruções”, ou seja, certas matérias e competências relacionadas ao mercado de capitais. Cita-se, por exemplo, a Instrução nº 358/02, que trata sobre os pormenores relativos à divulgação de informações de grande importância nesse setor.

Além das funções acima destacadas, tem-se que a CVM também objetiva prevenir e reprimir condutas ilícitas. Dessa maneira, conforme preceitua-se no artigo 13 da Lei 6.385/76, através de uma “manifestação de entendimento”, a mencionada autarquia poderá ponderar e tratar acerca da legalidade ou ilegalidade das práticas realizadas no mercado imobiliário.

De modo supletivo, aduz Eizirik (2021):

A manifestação de entendimento consiste na divulgação, por parte da CVM, de opiniões sobre possível ocorrência de ilegalidade num caso concreto, assim como sobre a existência de violação de regulamento, norma estatutária, contratual ou proveniente de autorregulação. Possui, portanto, cunho eminentemente interpretativo e visa a divulgar aos agentes do mercado o entendimento da Comissão sobre os assuntos de sua competência (Eizirik, 2021, p. 269).

Portanto, conforme o entendimento de Eizirik (2021), a CVM possui plena atuação no âmbito de regulamentação de ações praticadas no mercado mobiliário, bem como ativa atuação para prevenir o “*insider trading*”, garantindo que todos tenham um acesso justo às informações precípuas dessa área.

8111

3.3 A responsabilidade penal, cível e administrativa: breves ponderações

Conforme Mendonça (2023) as condutas repressivas à prática de *insider trading* são inspiradas no ordenamento jurídico americano, através da SEC (*Securities and Exchange Commission*), podendo ocorrer na esfera penal, cível e administrativa, a depender do resultado ali vislumbrado.

Desse modo, tem-se que no âmbito administrativo, a Lei das S.A.s (Lei nº 6.404/76) impõe ao administrador o dever de manter sigilo quanto às informações ou fatos relevantes a todos os acionistas. Nesse prumo, deve-se manter o cuidado para que esse conteúdo não seja utilizado por terceiros, para fins ilícitos. Contudo, caso se vislumbre a prática de *insider trading* em âmbito de regência da Lei das S.A., caberá aos gestores da CVM conduzir esse processo administrativo e sancionador, podendo punir o *insider* sob a forma de advertência, multa pecuniária, suspensão ou inabilitação temporária de até 20 anos do exercício da função de administrador ou conselheiro fiscal de companhia aberta, de alguma entidade pertencente ao sistema de distribuição ou outro setor que necessite de autorização ou registro na CVM,

suspensão da autorização ou registro para fins de exercício de atividades contidas na Lei nº 6.385/76, bem como a cassação da autorização ou registro que essa pessoa possua (Mendonça, 2023).

De outra forma, preceitua Mendonça (2023) que a vítima da prática de *insider trading* poderá requerer uma indenização pelos danos ocasionados, de forma individual, através do Ministério Público e Associações de Investidores por intermédio de uma Ação Civil Pública. Dessa maneira, a mencionada ação poderá ser proposta em detrimento de administradores, membros de órgãos consultivos ou demais agentes elencados no rol constante no artigo 155 da Lei 6.404/76. além disso, a vítima poderá requerer perdas e danos em face do *insider*, em consonância com o artigo 159 do Código Civil e a anulação da operação ali realizada, em conformidade com os artigos 92 e 94 do Código Civil Brasileiro (Mendonça, 2023).

Além disso, conforme Mendonça (2023), a prática de *insider trading*, caso comprovada, poderá ser punida com uma pena de reclusão de 01 a 05 anos ou uma multa com o valor de até 03 vezes o montante ilícito ali obtido. Ressalta Mendonça (2023) que o processo penal será de autoria do Ministério Público, em detrimento de todos aqueles que possuíam a responsabilidade de sigilo de tais informações privilegiadas e que não agiram da forma devida, contrariando a legislação vigente e ocasionando em prejuízo para os demais acionistas e negociantes.

8112

4 A INEFICÁCIA DA LEGISLAÇÃO PÁTRIA NO ÂMBITO DE COMBATE À PRÁTICA DE *INSIDER TRADING*

Conforme visto anteriormente, o mercado de valores mobiliários hodierno se movimenta por intermédio da estipulação de normas, valores, diretrizes e princípios próprios, ou seja, existem diversos parâmetros para fins de um bom desenvolvimento nessa seara. Nesse esteio, justamente pela quantidade de informações e conteúdos que são disseminados e pelos altos valores econômicos das transações realizadas, busca-se manter o dever de fiscalização, regulamentação e a transparência:

Leva-se em consideração que o mercado de valores mobiliários se rege por regras muito específicas, tendo em vista preservar, dentre outros, o princípio da equidade nas negociações, buscando-se evitar que os agentes participantes do mercado possam se valer de privilégios – efetivos ou por eles próprios criados – devendo negociar, portanto, em igualdade de condições (CVM, 2003, online).

Apesar de existirem tais normativas e condutas que visam regulamentar e fiscalizar esse mercado, doutrinadores e estudiosos questionam a eficácia dessas normas, sobretudo em relação à prática do *insider trading*. Nesse aspecto, levam em consideração que o afastamento

dos investidores, em decorrência da desconfiança durante o trâmite das negociações mostra-se extremamente danoso para o mercado de capitais. Ademais, quanto mais inseguro ele se apresentar, menor será a disponibilidade de recursos para fins de desenvolvimento de projetos empresariais de grande impacto econômico (Thompson, 2020).

Acerca desse assunto, corroboram Bottino e Guerra (2019):

Com o decurso do tempo, essa prática pode inspirar desconfiança nos investidores lesados, o que traria efeitos nocivos ao próprio sistema financeiro, um dos pilares do desenvolvimento econômico das sociedades. Diante da relevância econômica desse setor, a divulgação de informações estratégicas e sensíveis é protegida de diversas formas pelo Estado, visando promover o acesso adequado e simétrico de informações pelos seus agentes. Além da regulação promovida pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), a utilização abusiva de informações privilegiadas também é reprimida no âmbito do direito penal – mais especificamente, no direito penal econômico, objetivando garantir uma concorrência livre e justa nesse segmento da economia (Bottino; Guerra, 2019, p. 136).

No sentido avençado, observa-se que a escassez de casos que envolvam a prática de *insider trading* no âmbito do ordenamento jurídico pátrio já mostra a falibilidade do ente público para combater essa prática. Desse modo, conforme ponderações de Eizirik, Gaal, Parente e Henriques (2022), com subsídio no conteúdo presente na Lei 10.303/2001, houve apenas uma sentença de condenação acerca dessa prática, sem contar com os demais casos que foram conduzidos para apreciação jurídica e que não levaram ao resultado almejado.

8113

Dentre as dificuldades vislumbradas para fins de identificação e punição do crime de *insider trading*, compreende – se que tal ineficiência também deriva da falibilidade de convencimento do magistrado em relação às provas juntadas, haja vista que se trata de um tipo penal que apresenta um elemento subjetivo especial: “[...] O tipo – uso de informação privilegiada – apresenta elemento subjetivo especial, tratando-se, portanto, de dolo específico: o *insider* deve não só ter consciência da ilicitude, como também desejar o resultado, a vantagem indevida” (Eizirik; Gaal; Parente; Henriques, 2022, p. 538).

Nesse sentido, também destacam os autores supracitados (2022) que os indícios dessa prática devem se mostrar claros, para que haja a configuração do delito. Contudo, a realidade vislumbrada se destoa daquilo que se espera:

Os indícios, que constituem modalidade de prova indireta, devem ser apreciados com muita cautela pela autoridade julgadora, posto que as decisões que não resultam de provas diretas são normalmente fontes de inúmeros equívocos. A prova indiciária somente é suficiente para permitir a condenação do acusado quando existente uma cadeia de indícios que relacione a atuação do acusado à infração supostamente praticada e quando não existam ‘contra indícios’ que lancem dúvidas sobre a efetiva responsabilidade do indiciado (Eizirik; Gaal; Parente; Henriques, 2022, p. 539).

Nessa senda de pensamento, Bottino e Guerra (2019) enfatizam que o Mercado de Valores Mobiliários se mostra extremamente dependente dos mecanismos tecnológicos, ou seja, encontra-se vulnerável e passível de sofrer ataques e operações de caráter ilícito, além da dificuldade de fiscalização dessas plataformas. Em resumo, tem-se que a comprovação de recebimento de e-mails, ligações inidôneas, documentos falsificados e realização de transações em desconformidade com as normas revelam-se de difícil obtenção e fiscalização. Tal situação contribui de modo negativo para as investigações, haja vista que diante dessa dificuldade de obtenção de provas robustas, precisam se valer de mecanismos probatórios indiretos e meras suposições.

De modo complementar ao exposto, prelecionam Salomi e Silva (2018):

Ao que parece, o Brasil caminha no sentido oposto da boa prática legislativa no tocante à criminalidade econômica, posto que aquela implica a edição de normas penais cada vez mais claras, precisas, cognoscíveis, delimitadoras da tipicidade e do subjetivismo dos operadores jurídicos e, sobretudo, a sua constante adaptação à rápida evolução dos regulamentos existentes na seara administrativa financeira e de valores mobiliários. Na prática, visualizamos a vigência de redação normativa cuja realização implica a conformação de tipos penais imprecisos, abrangentes e, por vezes, desprovidos de margem mínima de ação e intenção do agente em determinadas esferas, especialmente no cenário econômico-financeiro (Salomi; Silva, 2018, p. 01).

No contexto avençado, Eizirik, Gaal, Parente e Henriques (2022) asseveram que a dificuldade de comprovação da prática de *insider trading* vem tornando cada dia mais dificultosa a punição e repressão desse ilícito. Ademais, por se tratar de uma conduta que também se faz presente no campo subjetivo do agente, os regulamentos existentes na seara administrativa financeira devem se adequar a essa realidade.

8114

4.1 Casos de grandes repercussões atinentes à prática de *insider trading*

Apesar de toda a dificuldade vislumbrada para fins de punição e repressão à prática de *insider trading*, com base na legislação vigente, existem alguns casos emblemáticos que merecem uma breve pontuação. Dentre tais casos, cita-se o “Caso Perdigão – Sadia” e o “Caso JBS”, onde se deixou demonstrado os impactos ocasionados pelo mencionado crime, tanto em relação às companhias quanto em relação aos sócios e investidores (Wainsten, 2024).

Nesse aspecto, ressalta-se que o caso “Sadia – Perdigão” consiste no primeiro caso criminal em que houve uma sentença penal condenatória no país. Nesse prumo, ressalta-se que a empresa Sadia realizou uma oferta pública para fins de aquisição das ações de mercado disponíveis da empresa Perdigão. Dessa maneira, a partir da obtenção de informações

privilegiadas e não divulgadas no mercado, o Diretor de Relações com Investidores, em parceria com um membro do Conselho de Administração da empresa Sadia, negociou a compra de ações negociadas no mercado americano, mais especificamente disponíveis na Bolsa de Valores de Nova Iorque (Wainsten, 2024).

De forma complementar, tem-se as ponderações de Wainsten (2024) acerca da atuação dos representantes da empresa Sadia, no âmbito da negociação das ações da empresa Perdigão:

Com informações ainda não divulgadas ao mercado sobre a operação de oferta pública da Sadia, o Diretor de Relações com Investidores (DRI), junto a um membro do Conselho de Administração da Sadia e um funcionário do ABNAmro, banco que assessorava a operação, negociaram American Depositary Receipts - ADRs (certificações de ações da companhia brasileiras negociadas no mercado americano) da Perdigão na Bolsa de Valores de Nova Iorque (NYSE). As negociações de compra e venda dos papéis foram realizadas em nome de empresa estrangeira localizada em paraíso fiscal (offshore). O primeiro obteve um lucro estimado de US\$ 58,5 mil, o segundo de US\$ 139,1 mil e o terceiro de US\$ 51,6 mil (Wainsten, 2024, p. 14).

Além disso, ao fazerem uma apuração detalhada da mencionada transação e concluírem que se tratava da prática de *insider trading*, a CVM concluiu que, apesar de a operação ter ocorrido fora do Brasil, a mencionada autarquia era competente para julgar o caso, em consonância com os dizeres contidos no §6º do artigo 9º da Lei 6.385/76, que assim dispõe:

Art. 9º A Comissão de Valores Mobiliários, observado o disposto no § 20 do art. 15, poderá:

[...] § 6º A Comissão será competente para apurar e punir condutas fraudulentas no mercado de valores mobiliários sempre que: I - seus efeitos ocasionem danos a pessoas residentes no território nacional, independentemente do local em que tenham ocorrido; e II - os atos ou omissões relevantes tenham sido praticados em território nacional (Brasil, 1976).

Segundo Wainsten (2024), os representantes da empresa Sadia foram condenados ao cumprimento de penas administrativas, estabelecidas pelas autoridades brasileiras e norte-americanas.

Acerca do caso narrado, teve-se as seguintes ponderações de um ex-diretor e membro do conselho da CVM, Eli Loria, durante o julgamento:

Ademais, qualquer pessoa que realize uma operação com a utilização de informação privilegiada pode ser responsabilizada por esta infração administrativa. A vantagem indevida que o "insider" possui frente a sua contraparte fere os princípios da igualdade no acesso à informação e da negociação por todos nas mesmas bases, afetando a confiança na transparência e eficiência do mercado e desestimulando a participação dos investidores no mercado de valores mobiliários. Tal conceito encontra-se insculpido na Nota Explicativa nº 28 à Instrução CVM nº 31, de 8 de fevereiro de 1984, cabendo reproduzir um trecho que traduz o pensamento do órgão regulador: "O objetivo primordial do sistema de divulgação acima articulado é propiciar ao investidor uma decisão consciente, embasada numa ampla gama de informações que espelhem fidedignamente a situação da companhia. Garantida a efetividade do sistema de informações, pretende-se, adicionalmente, garantir ao investidor que pessoas

intimamente ligadas aos negócios da companhia não poderão se utilizar de informações ainda não disseminadas ao público. Só assim se promoverá a confiabilidade do investidor no mercado de valores mobiliários (CVM, 2007).

Tem-se que outro caso de grande repercussão na esfera econômica e jurídica se trata daquele que envolveu o Grupo JBS. Nesse prumo, salienta-se que os administradores dessa empresa teriam manipulado ações de companhias ligadas ao grupo e utilizaram informações privilegiadas para fins de obtenção de lucros indevidos.

No caso em apreço, tem-se antes da divulgação de um acordo que seriam firmados entre o Procurador-Geral da República e os representantes da JBS, os acusados teriam alienado grande parte das ações pertencentes à empresa, adquiriram contratos futuros de dólar e contratos a termo, estando plenamente cientes de todo o prejuízo que tais condutas gerariam para a JBS (Wainsten, 2024).

Ademais, tem-se que o conteúdo presente na delação premiada de um dos acusados tratava-se de uma conversa entre esse acusado e o então presidente. Salienta-se que o conteúdo ali presente, ao ser exposto de forma pública, ocasionou na maior queda diária de ações registradas pela IBOVESPA, desde o ano de 2008. Nesse prumo, tem-se que os índices de queda se mostravam preocupantes, ao passo que o dólar americano disparou no mercado de ações (Wainsten, 2024).

8116

Diante daquela situação alarmante e preocupante, foram instaurados três processos administrativos de cunho sancionador:

O índice fechou em queda de 8,8% e o dólar disparou mais de 8%, saindo da casa de R\$ 3,14 para R\$ 3,38, ocasionando o primeiro circuit breaker da bolsa brasileira desde a crise de 2008⁷¹. Ao passo que ainda aguarda decisão na esfera penal, na esfera administrativa, foram instaurados três Processos Administrativos Sancionadores. Em outubro de 2023, foi concluído o julgamento dos PAS, com a absolvição dos empresários nas 3 acusações de insider trading, tendo sido fixada pena de multa à J&F Investimentos no montante de R\$ 500 mil (quinhentos mil reais) por ter negociado ações da JBS em período vedado por força do Programa de Recompra de Ações⁷² da empresa. O relator do caso, Otto Lobo argumentou em seu voto que a informação de que uma delação premiada estava em estudo não era sigilosa e ainda não tinha sido homologada. Além disso, disse que, na época, a holding fazia recompra de seus papéis para proteger as ações prejudicadas pela Operação Carne Fraca (Wainsten, 2024, p. 15).

Além disso, segundo ponderações realizadas em âmbito de apuração administrativa (CVM, 2007), no caso da JBS houve um julgamento e apuramento de condutas sob o crivo administrativo, não adentrando na esfera penal, para fins de julgamento e de proferimento de sentença condenatória, tal qual ocorreu no caso envolvendo a empresa Sadia.

4.2 Medidas alternativas na seara de combate ao delito de *insider trading*

Segundo vislumbrado alhures, a comprovação acerca da prática de *insider trading*, para fins de repressão e punição dos envolvidos, mostra-se dificultosa, haja vista que é necessário adentrar na esfera de intenção do agente. Desse modo, tem-se que os doutrinadores e os estudiosos modernos questionam acerca dos possíveis caminhos que podem ser tomados, frente a essa conduta, para que se tenha uma punição necessária em âmbito penal.

No contexto apresentado, salienta-se que durante muito tempo existiram questionamentos sobre a utilização das denominadas “provas indiciárias”, ou seja, provas indiretas:

No mesmo diapasão é a prova dos crimes e infrações no mercado de capitais. São as circunstâncias concretas, mesmo indiciárias, que permitirão a conclusão pela condenação. Na investigação de *insider trading* (uso de informação privilegiada e secreta antes da divulgação ao mercado de fato relevante): a baixa das ações, a frequência com que são negociadas, ser o acusado um neófito em operação de bolsa; as ligações de parentesco e amizade existentes entre os acusados e aquele que tinham contato com a informação privilegiada; todas estas e outras são indícios que, em conjunto, permitem conclusão segura a respeito da ilicitude da operação (BRASIL, 2015).

Contudo, consoante a visão preceituada pelo ministro Luiz Fux, sob as palavras de Bottino e Guerra (2019), a condenação do agente, sobretudo em delitos que transitam sob a órbita subjetiva, não podem se subsidiar em presunções, suposições ou meros indícios, sendo necessário um conjunto probatório e a adoção de um processo mais concreto e robusto:

Destacou-se que a existência de qualquer indício não pode justificar a condenação do agente pelo ilícito. Segundo o Ministro, para que isso ocorra é indispensável a existência de uma conjunção de múltiplos, veementes e graves indícios da consecução do crime, na mesma linha adotada pela CVM em seus julgamentos sobre a matéria (Bottino; Guerra, 2019, p. 147).

Para corroborar com o entendimento suscitado, observa-se a decisão proferida pelo Superior Tribunal de Justiça, em sede de análise de um *habeas corpus* em um processo de análise de crimes contra o sistema financeiro:

RECURSO EM HABEAS CORPUS. CRIMES CONTRA O MERCADO DE CAPITAIS. MANIPULAÇÃO DE MERCADO E INSIDER TRADING. COMPETÊNCIA DA JUSTIÇA FEDERAL. MAGNITUDE DA LESÃO. INTERESSE DA UNIÃO. CRIME CONTRA O SISTEMA FINANCEIRO. DISTRIBUIÇÃO. VARAS ESPECIALIZADAS. SUPOSTA ILEGALIDADE. INEXISTÊNCIA. RECURSO EM HABEAS CORPUS NÃO PROVIDO.

1. Não há dúvidas de que o mercado de capitais – compreendido como o somatório dos diferentes segmentos do mercado de investimentos – integra a ordem econômico-financeira. No ápice do sistema que regula a atividade financeira estatal, está o Conselho Monetário Nacional, cuja estrutura conta com dois outros órgãos: o Banco Central do Brasil e a Comissão de Valores Mobiliários.

2. É inegável a existência de interação entre o mercado de capitais e a economia como um todo, de tal sorte que condutas ilícitas praticadas em seu âmbito podem repercutir não só em relação aos investidores mas também afetar a própria credibilidade e a harmonia do sistema financeiro, com prejuízos econômicos ao país.

3. A regra prevista no art. 109, VI, da CF fixa a competência federal para o processamento e o julgamento dos crimes contra o sistema financeiro e contra a ordem econômico-financeira, desde que determinados por lei, isto é, conquanto haja previsão expressa acerca dos crimes financeiros quanto à competência federal, como ocorre, por exemplo, com a Lei n. 7.492/1986, em seu art. 26.

4. A Lei n. 6.385/1976, ao dispor sobre os crimes contra o mercado de capitais – os quais, ao menos em tese, poderiam atingir o complexo sistema financeiro –, nada previu a respeito da competência. Logo, sob o prisma do art. 109, VI, da Constituição Federal, não se justificaria a vis atractiva do Juízo Federal; entretanto, mostra-se equivocado concluir nessa direção com base na análise isolada do referido dispositivo. É necessário verificar se o delito, como se depreende na espécie, se enquadra em alguma das hipóteses previstas no art. 109, IV, da CF. Precedentes.

5. Em qualquer caso de delito que repercuta no sistema financeiro ou que faça parte dos crimes contra a ordem econômico-financeira, cuja legislação que os prevê não contenha dispositivo específico que importe na fixação da competência federal, há que se avaliar, no caso concreto, a existência de circunstância de fato que demonstre a existência de efetiva lesão a bens, serviços ou direitos da União, de suas autarquias ou empresas públicas. Assim, nessas hipóteses, mesmo que não haja previsão na legislação infraconstitucional, como é a exigência do art. 109, VI, da Constituição Federal, o delito será processado e julgado perante a Justiça Federal, mas por incidência do disposto no art. 109, IV, da Lei Maior.

6. No caso, a denúncia foi recebida pelos crimes de manipulação de mercado e insider trading. A conduta, tal como descrita, foi capaz de movimentar, no mercado, quantia que totalizou um volume de R\$ 33.700.460,00. Segundo o Parquet, pela dimensão das perdas, houve reflexo no sistema financeiro, sobretudo pelo prejuízo suportado pelo mercado investidor, da ordem de R\$ 70.326.802,80. **Em razão disso, os crimes imputados ao recorrente tiveram o condão de afetar ou, ao menos, expor concretamente a lesão a própria credibilidade do sistema financeiro, com possíveis prejuízos a um número elevado de investidores, a justificar a competência federal.**

7. Inexiste ilegalidade na distribuição do feito a uma das varas especializadas em delitos financeiros da Justiça Federal, em razão da matéria, visto que os crimes contra o mercado de capitais integram a ordem econômico-financeira.

8. Recurso em habeas corpus não provido (Brasil. Superior Tribunal de Justiça. RHC 82.799/RJ. Relator: ministro Rogério Schietti Cruz. Diário Judiciário Eletrônico- DJe, 06 dez. 2018, grifo nosso).

Nesse mesmo sentido, se observam as ponderações realizadas por membros do conselho do CVM, acerca da utilização de provas indiciárias para fins de condenação da prática de *insider trading* e da necessidade de análise, atenção e prudência com todo o material, para que não se tenha um desvio de raciocínio e uma condenação injusta:

As perplexidades e dificuldades que envolvem a aceitação de indícios como elementos suficientes a amparar uma condenação estão centradas no juízo de certeza que se exige para condenar e no princípio in dubio pro reo. Portanto, todo o esforço da doutrina e da jurisprudência que aceitam a condenação com base em indícios dirigiu-se para cercar a utilização de indícios da necessária segurança, como forma de conciliá-lo com o juízo de certeza e a presunção de inocência; e de se acautelar contra certos voluntarismos e evitar desvios de raciocínio.

[...] Em função destes fatos, tanto a doutrina quanto a jurisprudência já apontaram que os indícios devem ser examinados com redobrada cautela, porque, muitas vezes, sob o

pretexto de haver indícios, há apenas conjecturas, suspeitas, suposições, juízos preconcebidos, preconceitos, mas que não encontram respaldo nas provas dos autos. Esta advertência consta da lição de Walter Coelho: ‘Insista-se, pois, em alertar que a prova indiciária – conquanto seja uma prova de raciocínio e, como tal, capaz de iluminar os caminhos na busca da verdade da e da certeza – é um tipo de prova cuja articulação exige grande perspicácia, atenção e prudência, sendo realmente difícil o domínio de sua técnica. Qualquer deslize ou precipitação no trânsito deste cipoal de múltiplas e variadas circunstâncias pode levar à areia movediça dos sofismas, viciando as conclusões e propiciando lamentáveis enganos e erros judiciários’ (CVM, 2003, online).

Conforme ressaltado pelos ministros do STJ, diante do julgamento de crimes contra o mercado financeiro e, sobretudo em relação à prática do *insider trading*, mister que se tenha um conjunto probatório mais concreto, assim como é necessária a comprovação da existência de efetiva lesão a bens, serviços ou direitos ali envolvidos (Brasil. Superior Tribunal de Justiça, 2018).

Desse modo, uma vez que a legislação vigente se mostra ineficaz no âmbito de combate à prática do *insider trading*, tem-se que os estudiosos buscam algumas alternativas para resolução dessa celeuma. Dentre as alternativas viáveis, cita-se a denominada “Hipótese de Eficiência de Mercado” (HEM).

Com relação a essa medida, enfatizam Barbosa, Camargos e Romero (2008) que se trata de uma antecipação das informações acerca de uma empresa, reduzindo, desse modo, uma assimetria de acesso a esse conteúdo e impossibilitando oportunidade de abusos e vantagens indevidas por parte de alguns investidores.

Além dos pontos suscitados, tem-se que a HEM torna o mercado mais eficiente, haja vista que os participantes podem formar expectativas quanto aos preços e valores dos ativos ali disponíveis, uma vez que terão somente as informações essenciais antecipadas (Barbosa, Camargos e Romero, 2008).

É importante destacar, conforme os ensinamentos de Rocha (2020), que a HEM não deve ficar vinculada somente aos investidores e empresas, haja vista que os investidores devem ter ciência apenas de uma taxa normal de retorno e as empresas, por sua vez, devem apenas aguardar para receberem o valor justo pelos títulos vendidos. Trata-se de informações básicas para ambos os lados, para que não se tenham vantagens ou lucros com aumentos indevidos.

5 CONCLUSÃO

Tendo como subsídio a pesquisa científica realizada e todos os elementos suscitados, compreende-se que o *insider trading* consiste em uma série de condutas que são praticadas no

âmbito do mercado financeiro e mobiliário, para fins de auferimento de informações privilegiadas e, concomitantemente, de vantagens pecuniárias e lucrativas indevidas. Em resumo, trata-se de métodos que colocam em uma posição inferior a maioria dos sócios e investidores de determinada empresa ou seguimento financeiro.

Com base nessas premissas e levando-se em consideração que tal prática estava ocasionando em prejuízos ao mercado financeiro, aos sócios e investidores, tem-se que a legislação pátria buscou abarcar os elementos atinentes a essa conduta e, de todo modo, reprimi-lo e torná-lo inaceitável em âmbito legal e social. Desse modo, ressalta-se que a prática do *insider trading* passou a ser abordada no âmbito da Lei 6.385/76, através do artigo 27-D (onde se proíbe a utilização de informações relevantes e antecipadas aos demais investidores, para fins de obtenção de vantagens indevidas, em nome próprio ou de terceiros, de valores mobiliários), da Instrução 358/02, proveniente da Comissão de Valores Mobiliários, bem como na Lei nº 10.303/2001 (denominada “Lei das Sociedades Anônimas”). Observa-se, nesse prumo, que a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) se tornou a principal responsável pela coibição dessa prática indevida e da tomada de medidas de repressão e punição.

Embora se trate de elementos normativos de grande importância na esfera jurídica e social moderna, tem-se que diversos doutrinadores e estudiosos passaram a questionar a eficácia dessas leis no âmbito de combate ao *insider trading*. Em outras palavras, compreendem os nobres estudiosos que os *insiders* se beneficiam de informações privilegiadas, agem de forma desonesta e ilícita no mercado financeiro e mobiliário e, de toda forma, não são punidos da forma devida, sobretudo na esfera penal.

Com base em todos os estudos visitados e todas as ponderações analisadas, coaduna-se com o posicionamento de que a legislação brasileira vigente se mostra falha no combate à prática do *insider trading*, bem como nas punições destinadas a esses investidores. Trata-se de condutas desleais, desonestas que, diante do argumento de que não existem provas robustas e confiáveis, não punem os verdadeiros criminosos do mundo financeiro, mercantil e mobiliário brasileiro.

Portanto, observa-se que há necessidade da criação de uma legislação específica que venha a abarcar o delito de *insider trading* e todos os seus pormenores (classificações, punições na seara penal, administrativa e cíveis), bem como a estipulação de outras formas de comprovação desse delito. Tais medidas mostram-se precípuas para fins de proteção do mercado financeiro em geral, dos interesses das empresas, do patrimônio empresarial e dos

direitos, garantias e valores atinentes a todos os sócios e investidores que agem de forma justa, honesta e dentro dos trâmites legais pertinentes.

REFERÊNCIAS

BARBOSA, Francisco Vidal; CAMARGOS, Marcos Antônio de; ROMERO, Júlio Alfredo Racchumi. Análise Empírica da Prática de Insider Trading em Processos de Fusões e Aquisições Recentes na Economia Brasileira. **Revista de Gestão USP**, São Paulo, v. 15, n. 4, p. 55-70, out. 2008.

BRASIL. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução CVM Nº 31, de 8 de fevereiro de 1984**. Dispõe acerca da divulgação e do uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas. 1984. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/001/insto31.pdf>. Acesso em: 22 abr. 2025.

BRASIL. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução CVM Nº 480, de 7 Dezembro de 2009**. Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. 2009. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/400/inst480consolid.pdf>. Acesso em: 21 abr. 2025.

BRASIL. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução da CVM n. 358, de 3 de janeiro de 2002**. Dispõe sobre a divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas, disciplina a divulgação de informações na negociação de valores mobiliários. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/300/inst358.pdf>. Acesso em: 22 abr. 2025.

8121

BRASIL. **Instrução da CVM n. 358, de 03 de janeiro de 2002**. Dispõe sobre a divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas, disciplina a divulgação de informações na negociação de valores mobiliários e na aquisição de lote significativo de ações de emissão de companhia aberta, estabelece vedações e condições para a negociação de ações de companhia aberta na pendência de fato relevante não divulgado ao mercado. Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/300/inst358.pdf>. Acesso em: 03 abr. 2025.

BRASIL. **Instrução da CVM n. 461, de 23 de outubro de 2007**. Disciplina os mercados regulamentados de valores mobiliários e dispõe sobre a constituição, organização, funcionamento e extinção das bolsas de valores, bolsas de mercadorias e futuros e mercados de balcão organizado. Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/400/inst461consolid.pdf>. Acesso em: 03 abr. 2025.

BRASIL. **Instrução da CVM n. 607, de 17 de junho de 2019.** Dispõe sobre o rito dos procedimentos relativos à atuação sancionadora no âmbito da Comissão de Valores Mobiliários. Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst607.html>>. Acesso em: 03 mai. 2025.

BRASIL. **Lei 6.385 de 07 de dezembro de 1976.** Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Diário Oficial da União, Brasília, 09 dez. 1976. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385.htm>. Acesso em: 01 abr. 2025.

BRASIL. **Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976.** Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Diário Oficial da União, Brasília, 17 dez. 1976. Disponível em <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404compilada.htm>. Acesso em: 01 abr. 2025.

BRASIL. **Lei 10.303 de 31 de outubro de 2001.** Altera e acrescenta dispositivos na Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Diário Oficial da União, Brasília, 31 de out. 2001. Disponível em: <https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/leis_2001/l10303.htm> Acesso em: 01 abr. 2025.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. **RHC 82.799/RJ.** Relator: ministro Rogério Schietti Cruz. Diário Judiciário Eletrônico- DJe, 06 dez. 2018.

BOTTINO, Thiago. O crime de uso indevido de informação privilegiada (insider trading): a persistente dificuldade probatória do delito após a edição da Lei 13.506, de 2017. **Revista da Procuradoria-Geral do Banco Central.** v. 13., n. 1, 2019.

8122

CASSANDRE, Priscila Marcos. **Anúncios de fusões e aquisições: análise empírica da existência de insider trading no mercado brasileiro.** 2017. 33 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Economia, Faculdade Ibmec São Paulo, São Paulo, 2017.

CAVALI, Marcelo Costenaro. **Insider trading:** repressão administrativa e penal do uso indevido de informação privilegiada. São Paulo: Quartier Latim, 2022.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Uso Indevido de Informação Privilegiada (Insider Trading).** Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2022. Disponível em: <<http://www.portaldoinvestidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/menu/atividades/CampanhaNaoAoInsiderTrading/CVMCaderno-11.pdf>>. Acesso em: 03 mai. 2025.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Uso Indevido de Informação Privilegiada (Insider Trading).** Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2013. Disponível em: <<http://www.portaldoinvestidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/menu/atividades/CampanhaNaoAoInsiderTrading/CVMCaderno-11.pdf>>. Acesso em: 04 mai. 2025.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Uso Indevido de Informação Privilegiada (Insider Trading)**. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2016. Disponível em:

<<http://www.portaldoinvestidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/menu/atividades/CampanhaNaoAoInsiderTrading/CVMCaderno-11.pdf>>. Acesso em: 01 mai. 2025.

EIZIRIK, Nelson *et al.* **Mercado de capitais: regime jurídico**. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2021.

EIZIRIK, Nelson; B. GAAL, Ariádna; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais: Regime Jurídico**. São Paulo: Quartier, 2022.

GUERRA, Luis; BOTTINO, Thiago. O crime de uso indevido de informação privilegiada (insider trading): a persistente dificuldade probatória do delito após a edição da Lei 13.506, de 2017. **Revista da Procuradoria-Geral do Banco Central**, v. 13, n. 1, p. 135-150, 2019.

MENDONÇA, Gabriela Silva. **Insider trading: tipificação e as consequências penais brasileiras**. 2023. Disponível em: < <https://www.jusbrasil.com.br/artigos/insider-trading-tipificacao-e-as-consequencias-penais-brasileiras/1742710458> > Acesso em: 18 mai. 2025.

MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. **O insider trading no direito brasileiro**. Dissertação (Mestrado em Direito da Regulação) - Escola de Direito do Rio de Janeiro, Fundação Getúlio Vargas - FGV, Rio de Janeiro, 2017.

8123

PRADO, Viviane Muller; RACHMAN Nora; VILELA, Renato. **Insider trading: normas, instituições e mecanismos de combate no Brasil**. São Paulo: FGV Direito SP, 2019.

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR: RJ2012/8010. Relatora: Luciana Dias. j. 21.07.2015. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2015/20150721_PAS_RJ20128010.pdf>. Acesso em: 23 abr. 2025.

PROENÇA, José Marcelo Martins. **Regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais - insider trading**. 2020. Tese (Doutorado) - Universidade de São Paulo, São Paulo, 2020.

ROCHA, Luis Eduardo Silveira. **A recorrência do insider trading nos negócios de fusões e aquisições**. Escola de Direito e Relações internacionais, 2020.

SALOMI, Maíra Beauchamp; SILVA, Roberta de Lima. **Possíveis repercussões penais da Lei 13.506/2017**. 2018. Disponível em: < <https://www.conjur.com.br/2018-ago-10/opiniao-repercussoes-penais-lei-1350617/> > Acesso em: 18 mai. 2025.

THOMPSON, James H. A Global Comparison of Insider Trading Regulations. v. 3, n. 1. **International Journal of Accounting and Financial Reporting**, 2020.

WAINSTEIN, Juliana Gonzalez. **Tensões éticas, econômicas e jurídicas no mercado de capitais brasileiro:** Uma análise do insider trading sob a perspectiva do direito societário. 2024. Disponível em: https://repositorio.pucrs.br/dspace/bitstream/10923/26845/1/2024_I_JULIANA_GONZALEZ_WAINSTEIN_TCC.pdf > Acesso em: 18 mai. 2025.