

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

Thiago Bottino*

Luis Roberto Cordeiro Guerra**

Introdução. 1 A proteção do sistema financeiro e o direito penal econômico. 2 O insider trading na legislação brasileira. 2.1 A repressão do insider trading no âmbito penal. 3 A (in)distinção entre insider primário e secundário. 4 As inovações promovidas pela Lei 13.506, de 2017: um futuro promissor? Conclusão. Referências.

Resumo

No presente artigo, teve-se a oportunidade de refletir sobre o crime de uso indevido de informação privilegiada, mais conhecido como *insider trading*, destacando a sua evolução no âmbito legislativo brasileiro. A nova sistemática introduzida pela Lei 13.506, de 13 de novembro de 2017, alterou substancialmente os requisitos para a configuração do ilícito, com o objetivo de tornar a sua repressão mais efetiva. Apesar dos esforços legislativos, é possível que a alteração legislativa não alcance o fim pretendido. A complexidade que permeia o crime em questão dificulta a obtenção de provas robustas e concretas, requisito até então essencial para a incriminação de seus agentes na seara penal, frustrando o combate eficaz a essa prática nociva ao mercado de capitais. A obtenção de provas para responsabilização dos insiders ainda é um desafio tanto no âmbito administrativo quanto na seara criminal. Os constantes avanços tecnológicos proporcionam novas modalidades de operações no mercado de capitais, que se tornam, a cada dia, mais complexas, desafiando continuamente as atividades de supervisão, fiscalização e aplicação de penalidades.

Palavras-chave: Mercado de capitais. Direito penal econômico. Informação privilegiada. *Insider trading*.

* Professor do Corpo Docente Permanente do Mestrado e do Doutorado em Direito e Regulação e Coordenador do Curso de Graduação em Direito da FGV Direito Rio. Professor associado da Universidade Federal do Estado do Rio de Janeiro (UNIRIO). Professor Visitante da *Columbia Law School* (2018). Membro efetivo da Comissão Permanente de Direito Penal do Instituto dos Advogados Brasileiros. Pós-Doutor pela *Columbia Law School* (2014). Doutor (2008) e Mestre (2004) em Direito pela PUC-Rio.

** Advogado. Mestrando em Direito da Regulação pela FGV Direito Rio. Graduado pela Universidade Cândido Mendes.

The Insider Trading Crime: the persistent probatory difficulty of the offense after the publication of Law no. 13.506/2017

Abstract

In this article we had the opportunity to reflect on the crime of misuse of privileged information, better known as insider trading, highlighting its evolution in the Brazilian legislative scope. The new system introduced by Law 13.506/17 substantially changed the requirements for setting up the wrongdoing, with the aim of making its repression more effective. Despite legislative efforts, it is possible that the legislative amendment will not achieve its intended purpose. The complexity of the crime in question makes it difficult to obtain robust and concrete evidence for the incrimination of its agents, frustrating the effective fight against this practice that is harmful to the capital market.

Keywords: *Capital market. Economic criminal law. Privileged information. Insider trading.*

Introdução

A informação é um bem valioso.¹ Vista sob a ótica estritamente funcional, pode ser utilizada como um recurso redutor de incertezas, tornando as decisões mais racionais, assertivas e precisas.

Na sociedade contemporânea, ela ganha especial relevo no sistema financeiro. Em uma economia cada vez mais complexa, impulsionada pelo crescente desenvolvimento tecnológico, informação é um elemento essencial no mundo globalizado, sobretudo nas operações de ativos junto ao mercado de capitais.

As aplicações nesse segmento são realizadas em um ambiente de risco, cuja intensidade poderá ser maior ou menor, dependendo do nível de informação do gestor. Trata-se, portanto, de um componente indispensável na definição de estratégias para a alocação de recursos, visando o melhor desempenho e o maior lucro. Nesse contexto, o acesso a informações relevantes que não sejam de conhecimento dos demais partícipes do setor representa inequívoca vantagem competitiva.

Entretanto, o conhecimento assimétrico de informações relevantes também guarda efeitos perversos. Os investidores estarão expostos ao risco de transacionar valores mobiliários a um preço abaixo de mercado, enquanto os detentores dessas informações estratégicas e sensíveis podem adquiri-las, já cientes do resultado esperado a partir de seu conhecimento prévio. Cria-se, assim, um mercado cujos preços são artificialmente controlados pelos detentores dessas informações estratégicas, em detrimento dos investidores que não tiveram o mesmo privilégio.

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.

¹ Segundo George J. (apud STIGLER, 1961, p. 213), “one should hardly have to tell academicians that information is a valuable resource: knowledge is power”.

O crime de *insider trading* – ou, nos termos da lei, o “uso indevido de informação privilegiada” – foi inserido em nossa legislação com a edição da Lei 10.303, de 31 de outubro de 2001, tipificado no art. 27-D da Lei 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Nesse período, o delito consistia na utilização de informações relevantes ainda não divulgadas ao mercado, de que o agente tivesse conhecimento e da qual devesse manter sigilo, capaz de propiciar para si ou para outrem vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiro, com valores mobiliários.

Desde a sua inserção no ordenamento jurídico, o referido tipo penal vem sendo objeto de amplo debate doutrinário, resultando em diversas teses e questionamentos acerca do seu alcance e da sua aplicabilidade. Com a edição da Lei 13.506, de 2017, publicada em 14 de novembro de 2017, o debate foi renovado e fomentado, em razão da simplificação e do aumento do alcance do tipo penal.

Antes da edição da referida lei, esse tipo penal era aplicável apenas às pessoas que, a despeito do dever de guardar sigilo, negociavam no mercado de capitais utilizando informações recebidas em função do exercício de seu cargo. A punição, portanto, estava restrita aos denominados “agentes primários”. Na atual redação, o dever de sigilo deixou de ser um elemento do tipo, possibilitando a responsabilização de qualquer pessoa que utilize informação privilegiada para negociar indevidamente no mercado de capitais. Ou seja, a punição agora atinge também os “agentes secundários” – que, até então, sujeitavam-se a punição apenas no âmbito administrativo junto à CVM.

O legislador ainda previu a punição do agente que transmite a terceiros a informação adquirida a partir do cargo ou posição que ocupa, ainda que não faça uso do recurso em negociação no mercado de capitais nem tenha a finalidade de obter vantagem.

Nesse contexto, caberá ao presente artigo fazer uma análise crítica das inovações implementadas pela Lei 13.506, de 2017, no que diz respeito ao tipo penal de *insider trading*.

O trabalho foi dividido da seguinte forma: inicialmente, o texto fará uma breve contextualização da importância do Sistema Financeiro Nacional e a sua proteção no direito penal; após, será realizada uma análise da evolução histórica e legislativa da repressão do crime de *insider trading* no Brasil; em seguida, o texto buscará distinguir as figuras do *insider primário* e do *insider secundário* e expor suas respectivas peculiaridades. Por fim, será feita uma análise crítica da nova redação do tipo penal de *insider trading*, apresentada pela Lei 13.506, de 2017, com destaque para ampliação de sua incidência e para os questionamentos quanto a sua efetividade.

A pesquisa desenvolvida neste artigo tem natureza descritiva. As principais fontes utilizadas são a doutrina nacional e estrangeira, a legislação e a jurisprudência que versam sobre o tema em análise.

1 A proteção do sistema financeiro e o direito penal econômico

O Sistema Financeiro Nacional (SFN) é representado pelo conjunto de instituições financeiras e instrumentos financeiros que intermedeiam e viabilizam o fluxo de recursos entre os agentes econômicos capazes de gerar poupança (poupadores) e os agentes econômicos deficitários de recursos (setor produtivo). Trata-se, assim, de um importante mecanismo que promove o desenvolvimento e crescimento econômico do país.

O Banco Central do Brasil (BCB) propõe uma subdivisão do SFN em três níveis: *i*) órgãos normativos; *ii*) operadores; e *iii*) entidades supervisoras. No que concerne ao presente artigo, convém destacar que as entidades supervisoras – notadamente o BCB e a CVM, entre outras – exercem funções fiscalizatórias, relativamente às instituições integrantes do setor, bem como funções normativas, por meio da regulamentação de dispositivos legais e normas editadas pelos órgãos normativos.

As referidas instituições, nas suas respectivas áreas de atuação, têm empreendido esforços com o objetivo de tornar o mercado mais eficiente e mais transparente. No atual contexto de globalização e constante surgimento de novos instrumentos delitivos, é inegável que a atuação desses órgãos, nos últimos anos, tem sido essencial à repressão de diversas condutas prejudiciais ao funcionamento e à confiabilidade do sistema financeiro.

No âmbito penal, o desenvolvimento da técnica delitiva e o aumento da complexidade das relações sociais demandaram o surgimento de um novo ramo do direito para coibir práticas nocivas contra o sistema financeiro nacional. Trata-se do Direito Penal Econômico, segmento voltado à proteção da denominada sociedade de risco de ameaças modernas,² provocadas pelos processos sociais mais complexos e caracterizada pela ampliação de bens jurídicos. É exatamente nessa categoria que se enquadra a conduta do *insider trading* no âmbito penal.

2 O *insider trading* na legislação brasileira

A partir da compreensão de que a informação é um fenômeno essencial no mundo moderno, e, sobretudo, economicamente relevante para o mercado de capitais, faz-se necessário promover instrumentos aptos a garantir maior transparência e segurança na divulgação simétrica desse bem.

Tais medidas visam, em última análise, proteger os interesses dos investidores e promover o necessário desenvolvimento do mercado de capitais, sendo indispensável, para tanto, socorrer-se da intervenção estatal para que regule e organize o adequado e eficiente funcionamento do mercado de capitais.³

A proteção do investidor no Brasil se justifica a partir da adoção do princípio de *full disclosure*. O referido princípio representa a obrigação de divulgar informações sensíveis e tidas como relevantes à companhia de forma expressa e transparente. Esse dever também contempla a necessidade de revelar questões que podem influenciar a compreensão, o conhecimento e a avaliação da companhia pelos seus investidores. Nesse sentido, eis as lições da doutrina a respeito do tema:

Um dos princípios fundamentais sobre os quais se alicerça a legislação do mercado de capitais é o do *full disclosure*. A Comissão de Valores Mobiliários (CVM), entidade reguladora e fiscalizadora desse mercado, pauta suas ações nesse princípio, segundo o qual os investidores são livres para tomar suas decisões de investimento com base nas informações disponíveis no mercado. Se quiserem ser tolos, tem esse direito. Mas devem ter à sua disposição informações que reflitam, com fidedignidade e precisão, a situação financeira e patrimonial das companhias emissoras e as características dos valores mobiliários ofertados (BOCATER, 1999, p. 211).

Apesar da edição de algumas leis esparsas anteriores sobre o tema, o fato é que a efetiva repressão ao *insider trading* na legislação brasileira só foi tratada de maneira adequada e sistemática a partir da edição da Lei 6.404 em 15 de dezembro de 1976 (Lei das Sociedade Anônimas).

2 Nesse sentido, Jesús-María Silva Sánchez (2002, p. 30), ao tratar da sociedade de risco, destaca a crescente expansão do direito penal diante da demanda social e coletiva por mais proteção. Tal situação, segundo o autor, resulta no aumento significativo da punição.

3 “A constatação de que o mercado de capitais representa uma peça fundamental para o desenvolvimento econômico brasileiro recente está diretamente ligada às funções que essa ferramenta desempenha em uma sociedade capitalista de mercado. A negociação de ações em bolsas de valores aumenta as alternativas de financiamento para as empresas e reduz o custo do financiamento porque elimina a intermediação da instituição financeira. Por outro lado, o crescimento do mercado de capitais deve vir acompanhado de maior proteção ao investidor (seja por meio de mecanismos de governança corporativa, seja pelo maior controle estatal). É nesse contexto de rápido crescimento e do grande desenvolvimento do mercado financeiro no Brasil que se constatou a necessidade de tutela penal das infrações praticadas no mercado de capitais” (BOTTINO; OLIVEIRA, 2012, p. 157).

A leitura dos arts. 155 e 157 da referida legislação revela a imposição desses deveres e responsabilidades aos administradores e acionistas de companhias abertas. Trata-se de deveres inerentes ao próprio exercício da função que desempenha o agente, notadamente aqueles referentes à lealdade, à diligência e ao dever de sigilo com as informações que recebe em razão do exercício de suas funções e posições.

A divulgação de informações relevantes não é um dever absoluto. Em determinadas situações, é necessário que o indivíduo que tem acesso a informações restritas adote conduta justamente oposta, conforme as previsões contidas no § 1º do art. 155 da Lei 6.404, de 1976. Nesse caso, é vedado ao agente revelar ao mercado, durante determinado período de tempo, as informações tidas como relevantes, mantendo reserva em relação a temas sensíveis aos quais tenha tido acesso em razão da sua posição na companhia e que possam afetar os valores mobiliários.

A referida legislação também impõe sanções à transgressão desses deveres e obrigações impostas aos administradores, controladores, executivos, entre outros,⁴ que violem o dever de manter sigilo em relação a informações relevantes de que teve conhecimento ou, ainda, que as utilize em benefício próprio com a finalidade de obter vantagem. É justamente a violação a esses deveres que caracteriza a conduta do *insider trading*.

2.1 A repressão do *insider trading* no âmbito penal

Até o final dos anos 1990, a punição da prática de *insider trading* estava limitada ao âmbito administrativo. Isso porque o direito penal deve ser utilizado apenas para resguardar os bens mais importantes e necessários à vida em sociedade,⁵ atuando em caráter subsidiário, e deve ser chamado a intervir, para coibir determinada prática quando o resultado dessa conduta não for objeto de proteção por outro ramo do direito, oferecendo um real (ou potencial) efeito lesivo à coletividade.⁶

Nesse contexto, com o decorrer do tempo, verificou-se a necessidade de implementar outros meios mais eficazes do que a sanção administrativa, de modo a reprimir e responsabilizar os agentes, optando-se por criminalizar essa conduta.⁷

Então, por meio da alteração legislativa introduzida pela edição da Lei 10.303, de 2001, foi inserido o art. 27-D em nosso ordenamento jurídico. O referido dispositivo, vigente à época, tipificou a conduta do *insider trading* no ordenamento penal brasileiro, no capítulo legislativo destinado à repressão do “Uso Indevido de Informação Privilegiada”:

4 Inicialmente, a Instrução CVM 31, de 1984, ampliou o rol dos agentes previsto na legislação (BRASIL, 1984). Posteriormente, com a edição da Instrução CVM 358, de 2002, aditou-se para esclarecer, em seu art. 13, os agentes que podem ser considerados como *insiders*: a própria companhia, os 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 (BRASIL, 2002).

5 A respeito do tema, o autor Guilherme Brenner Lucchesi ainda pontua o seguinte: “Em realidade, o Direito Penal deve ter por objeto a criminalização de condutas – e não e toda e qualquer conduta, ao bel prazer do legislador. Atentando-se a uma das funções da pena criminal identificada por Claus Roxin, qual seja, a proteção de bens jurídicos penalmente relevantes – a chamada função preventiva geral positiva da pena criminal –, só podem ser criminalizadas as condutas verdadeiramente lesivas de bens jurídicos, caso contrário admitir-se-ia que o legislador penalizasse alguma conduta simplesmente porque dela não gosta. É inconcebível, no quadro constitucional brasileiro, a utilização do Direito Penal como forma de garantir interesses individuais, reprimindo-se todo e qualquer posicionamento diverso” (BRENNER LUCCHESI, 2011, p. 143).

6 A respeito do tema, Guilherme Brenner Lucchesi também pontua: “Segundo Luigi Ferrajoli, [o] direito [...] não é – não deve ser, pois a razão jurídica não o permite, nem a razão moral o pretende – um instrumento de reforço moral. O seu objectivo não é de oferecer um braço armado à moral, ou melhor, dada a existência de várias concepções morais na sociedade, a uma determinada moral. Desta forma, é necessário para que determinada conduta constitua crime, que tal conduta efetivamente provoque algum tipo de lesão à coletividade, seja reduzindo ou suprimindo a liberdade ou segurança dos cidadãos (bens jurídicos individuais), seja limitando o adequado funcionamento do aparelho estatal cujo objetivo seja garantir aos cidadãos liberdade e segurança (bens jurídicos coletivos). Não basta que tal conduta seja meramente tida por ‘imoral’ ou inconveniente ao legislador” (BRENNER LUCCHESI, 2011, p. 143).

7 “A incriminação do abuso de informação pretende, por um lado, tutelar a confiança dos investidores no correcto funcionamento do mercado e, por outro, proteger a decisão económica individual no sentido de que esta seja tomada em situação de igualdade de informação para todos os potenciais intervenientes no mercado. Criando-se, assim, as condições de livre concorrência entre os investidores” (COSTA; RAMOS, 2006, p. 37).

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

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

A leitura do referido dispositivo acima revela que era necessária a concorrência dos seguintes requisitos para que se configurasse o tipo penal: *i*) a obtenção de informação relevante; *ii*) a ausência de divulgação prévia dessa informação ao mercado; *iii*) o dever do agente de manter o sigilo a respeito da respectiva informação tida como relevante; *iv*) a possibilidade de obter vantagem indevida a partir dessa informação; e *v*) a efetiva utilização dessa informação, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiro, com valores mobiliários, conforme abaixo detalhado (BRENNER LUCCHESI, 2011, p. 145).

A conceituação do tipo penal previsto para o crime em questão se faz necessária para compreensão de seu alcance. Inicialmente, o conceito de informação relevante está previsto na Instrução CVM 358, de 2002,⁸ especificamente em seu art. 2º, 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, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável:

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

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

III – na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados.

Não se trata, portanto, de qualquer informação. A leitura do referido dispositivo aponta no sentido de que a informação relevante é aquela capaz de influenciar a cotação dos valores mobiliários ou mesmo a decisão dos investidores em transacionar ativos no mercado de capitais. Além disso, como visto acima, para configuração do crime não basta que a informação seja relevante. É necessário também que essa informação seja desconhecida do público em geral, guardando caráter sigiloso (e, portanto, não acessível a todos, mas restrito a um círculo limitado de pessoas). É justamente por ser desconhecida do mercado em geral que essa informação relevante guarda caráter vantajoso e privilegiado para o seu detentor em relação aos demais partícipes do mercado de capitais (BRENNER LUCCHESI, 2011, p. 145).

Outro elemento essencial para a caracterização do tipo penal era o dever do agente deter dever de sigilo quanto ao seu conteúdo. O sujeito ativo do crime, portanto, é aquele agente obrigado, por força de lei ou de contrato, a manter sigilo sobre as informações relevantes.⁹

8 A Instrução CVM 358, de 2002, define o seu âmbito de atuação e finalidade em seu art. 1º: “São regulados pelas disposições da presente Instrução a divulgação e o uso de informações sobre ato ou fato relevante, a divulgação de informações na negociação de valores mobiliários de emissão de companhias abertas por 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, ainda, na aquisição de lote significativo de ações de emissão de companhia aberta, e a negociação de ações de companhia aberta na pendência de fato relevante não divulgado ao mercado” (BRASIL, 2002).

9 “A efetiva aplicação do tipo penal apresenta algumas outras questões delicadas, como a definição de quem pode praticar o crime. Comparando-se o tipo penal com o administrativo, o que se constata é a maior amplitude de sujeitos ativos e situações em que se aplica o tipo administrativo. Uma interpretação restritiva do tipo penal (como deve ser sempre a interpretação dos crimes) indica que somente pode ser sujeito ativo do crime a pessoa que estiver submetida ao dever legal de sigilo. Aqui cabe uma distinção entre aqueles a quem a lei determinou um dever de sigilo e aqueles que a lei proíbe de negociar ações. Embora o *tippee* (aquele que recebeu a dica do *tipper*) não possa fazer as operações, está sujeito apenas às sanções administrativas, já que a lei penal exige que o autor do crime esteja submetido ao dever de sigilo, algo que as normas administrativas não impuseram a todos que recebem a informação privilegiada. A punição de quem não é sujeito ativo poderá ocorrer se houver participação

Como se extrai do art. 8º da Instrução CVM 358, de 2002,¹⁰ esses sujeitos são, em regra, os acionistas ou executivos ocupantes de cargos de confiança que têm acesso a essas informações relevantes em razão do cargo que ocupam, e que, diante disso, têm o dever legal de guardar sigilo sobre as informações da companhia.

No referido dispositivo, há também o dever de manter a informação tida como relevante fora de alcance de terceiros, seja de forma direta ou indireta, cabendo aos detentores desse ativo zelar por seus subordinados e funcionários de confiança, cuidando também para que as informações não sejam utilizadas por essas pessoas que não têm a obrigação de manter o sigilo acerca da informação.

Ainda para a configuração do tipo penal, como delineado acima, é necessário que a informação seja relevante e, diante dessa característica, tenha o potencial de gerar uma vantagem indevida ao agente ou a terceiros que tenha conhecimento dela. A informação detida pelo agente deve ser capaz de alterar os preços das ações no mercado de capitais a partir da sua revelação, garantindo uma vantagem indevida ao seu agente.

A última característica desse tipo penal diz respeito à conduta do agente. No caso, o sujeito ativo do crime deve efetivamente utilizar essa informação obtida de forma indevida ou em razão da sua posição que ocupa na companhia junto ao mercado de capitais, para a comercialização de ativos mobiliários. Assim, a mera posse dessas informações, sem que sejam utilizadas para a efetiva transação no mercado de capitais, não caracterizaria o crime de *insider trading*, ainda que o agente obtenha uma vantagem a partir dessa conduta omissiva, ante a atipicidade da conduta (DA SILVA; LAGE, 2017, p. 40-59).

Por fim, a definição do bem jurídico tutelado pelo crime de *insider trading* não é consenso na doutrina. Existem diversas correntes a respeito do tema que defendem posicionamentos distintos. A primeira hipótese é a proteção ao interesse dos investidores *latu sensu*, uma vez que eventuais perdas experimentadas pela prática desse tipo penal afetariam, essencialmente, os próprios usuários do mercado de capitais (HURTADO POZO, 1995, p. 419). Tal posicionamento, ao que tudo indica, representa uma interpretação funcionalista desse crime, adotando uma perspectiva exclusivamente patrimonial.

Outros estudiosos do tema atribuem a tutela do delito à integridade do mercado de capitais, ao entender que esse segmento do setor financeiro deve ser objeto de proteção penal, notadamente a proteção dos pressupostos de funcionamento do mercado de capitais, de modo a garantir um funcionamento justo e correto (DE GRANDIS, 2011, p. 163).

Há ainda quem destaque a efetiva necessidade de se proteger o funcionamento de um importante setor que compõe o sistema financeiro – e, como tal, tem relevância constitucional.¹¹ A confiança depositada pelos investidores no mercado de capitais, para outros doutrinadores, é o bem jurídico a ser protegido por esse tipo penal.¹² No entanto, alia-se aqui a corrente que defende a confiança, a transparência e o dever de informação, como assinala parte da doutrina sobre o tema.¹³

de alguém que ostente essa condição, situação em que se aplica a regra do art. 29 do Código Penal (como, aliás, ocorre com a pessoa estranha à administração e pratica crime próprio de funcionário público por meio do concurso de pessoas)” (BOTTINO; OLIVEIRA, 2012, p. 161).

¹⁰ “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, 2002).

¹¹ Veja-se a respeito as lições de Frederico de Lacerda da Costa Pinto (*apud* DE GRANDIS, 2011, p.163), para quem o crime de *insider trading* busca “proteger um bem econômico de natureza supraindividual que corresponde a essas condições essenciais: a função pública da informação enquanto justo critério de distribuição de risco do negócio de valores mobiliários”.

¹² Os entusiastas desse entendimento são: Elena Ínigo Corroza e Jacob López Barja De Quiroga, *apud* Rodrigo De Grandis.

¹³ Segundo Rodrigo de Grandis (2011, p. 170): “Assim, mais do que proteger o interesse singular de tal ou qual investidor, desse ou daquele acionista, parece-nos que o crime de uso indevido de informações privilegiada tem como traço característico – de resto presente em toda criminalidade econômica – o resguardo de um bem jurídico de perfil supraindividual, no ponto evidenciado pela confiança e, principalmente, pelo dever de transparência e de informação no mercado de capitais, o qual, a toda evidencia não pertence à pessoa ou a pessoas determinadas e que está relacionado ao correto, regular e eficiente funcionamento de um sistema com conformação constitucional, qual seja, a ordem econômica e o sistema financeiro nacional”.

3 A (in)distinção entre *insider* primário e secundário

Seguindo a doutrina americana, inaugurou-se também no direito brasileiro uma distinção relevante quanto aos agentes considerados *insiders*, amplamente aceita no direito comparado e aplicada reiteradamente pela CVM. A compreensão dessa divisão é essencial, uma vez que as implicações para cada uma dessas figuras diferem tanto no âmbito administrativo quanto na seara criminal. É igualmente necessário o conhecimento dessa distinção para que se possa analisar a evolução do instituto até a edição da nova legislação tratando do tipo penal.

Os tipos de *insider* são divididos entre *insiders* primários e *insiders* secundários. Os *insiders* primários, também denominados de institucionais, são aqueles indivíduos que contam com o acesso direto a informação privilegiada em razão do cargo que ocupam. São, por exemplo, os acionistas controladores, pessoas com assento nos conselhos de administração, ou ainda no exercício de uma função, mesmo temporária, que admita o acesso a informação tida como privilegiada. Trata-se, portanto, de pessoas que recebem diretamente a informação privilegiada de sua fonte e têm discernimento suficiente para saber que tal informação é relevante.

Os *insiders* secundários, por sua vez, são aqueles que recebem a informação privilegiada, direta ou indiretamente, dos *insiders* primários. Diferentemente dos *insiders* primários, por não exercerem cargo de confiança nem manterem qualquer vínculo direto com a companhia, os *insiders* secundários não estão obrigados a manter o sigilo dessa informação. São também denominados de *tippees*, em referência àqueles que recebem as dicas (*tips*) vindas dos *insiders* primários. A respeito do tema, eis a definição de Nelson Eizirik (2000, p. 545):

Os “*insiders* primários” ou “institucionais” são aqueles que detêm acesso a informação privilegiada em razão de sua condição de acionistas controladores, pelo fato de ocuparem cargo de administração, ou de um ofício, ainda que temporário, que lhes permita o acesso direto a uma informação privilegiada. São as pessoas que recebem, diretamente, a informação privilegiada de sua fonte e têm o conhecimento especializado suficiente para saber que tal informação é relevante. Já os “*insiders* secundários” (*tippees*) são aqueles que recebem a informação privilegiada, direta ou indiretamente, dos “*insiders* primários” e não estão obrigados ao dever de sigilo e nem necessariamente sabem que se trata de uma informação relevante.

Diante dessas características, a tipificação das condutas de cada um dos tipos de *insider* também era distinta. No caso do *insider primário*, as regras previstas na Instrução CVM 358, de 2002, e na Lei 6.404, de 1976, vedam a utilização de informação privilegiada por meio dos arts. 13 e 155, § 1º, respectivamente, enquanto, para os *insiders secundários*, a proibição dessa conduta está prevista no § 1º do art. 13 da referida Instrução, bem como do § 4º do art. 155 da Lei das S.A.

A forma de responsabilização da infração é igualmente distinta. No caso dos *insiders primários*, na esfera administrativa existe uma presunção *juris tantum* de conhecimento de informação relevante. Tal fato ocorre em razão do cargo ou da posição que ocupam, sendo presumível a irregularidade de eventual negociação com ativos mobiliários da companhia ou a ela relacionados. A responsabilização do *insider secundário*, por outro lado, não admite presunção, cabendo à CVM provar o efetivo acesso à informação, ainda que de forma indiciária.¹⁴

14 No âmbito do Processo Sancionador CVM RJ 2015/2666, a autarquia reafirmou esse entendimento ao consignar em voto o seguinte: “28. Por esta razão, a comprovação de casos de insider trading, especialmente o secundário, ocorre por meio de indícios, que equivale aos demais meios de prova, estabelecido no art. 239 do Código de Processo Penal como ‘a circunstância conhecida e provada, que, tendo relação com o fato, autorize, por indução, concluir-se a existência de outra ou outras circunstâncias’. 29. O indício é amplamente reconhecido no direito processual penal

Os efeitos penais da conduta nociva também são diversos em relação a cada um desses agentes. É necessário destacar que as normas administrativas tratam a matéria de maneira mais ampla do que o originalmente previsto no art. 27-D da Lei 6.385, de 1976.

Uma questão que permanecia em aberto, entretanto, era se o crime possuía natureza de crime próprio ou crime de mão própria. Enquanto o primeiro admite coautoria (como nos casos de crimes praticados por funcionário público), crimes de mão própria não permitem a punição daqueles indivíduos que, mesmo tendo concorrido diretamente para o crime, não ostentam uma condição particular exigida pela lei (como ocorre no crime de abandono material, previsto no art. 244 do Código Penal¹⁵, e no crime militar de abandono de posto, previsto no art. 195 do Código Penal Militar¹⁶).

Contudo, essa dúvida foi superada com a decisão da 6ª Turma do Superior Tribunal de Justiça (BRASIL, 2015), em julgamento ocorrido em 2015, que entendeu pela responsabilização do *insider secundário* (ARANHA, 2016, p. 346-350) nos crimes de uso indevido de informação privilegiada, também na esfera criminal, conforme se verifica da ementa do referido julgado:¹⁷

RECURSO ORDINÁRIO. *HABEAS CORPUS*. MERCADO DE AÇÕES. INFORMAÇÕES SIGILOSAS. LEIN. 6.385/1976. TRANCAMENTO DE AÇÃO PENAL. MEDIDA EXCEPCIONAL. 1. O trancamento de ação penal pela via do *habeas corpus* é medida excepcional, cabível quando estiverem comprovadas, de plano, a atipicidade da conduta, a causa extintiva da punibilidade ou a ausência de indícios de autoria, o que não se verifica nestes autos. Peça acusatória que descreve a estreita ligação do recorrente com pessoas detentoras de informações sigilosas, com a finalidade de manipulação do mercado. 2. Dever de sigilo previsto no art. 27-D da Lei n. 6.385/1976. Condição objetiva relacionada aos agentes em razão da função ou cargo exercidos. Possibilidade de eventual punição a terceiros na forma do art. 29 do Código Penal. Elementares do tipo que se comunicam ao partícipe, desde que ele tenha delas conhecimento (art. 30 do CP). Precedentes.

A partir desse julgamento, firmou-se o entendimento de que, nos crimes de *insider trading*, mesmo aqueles que não têm o dever de sigilo poderiam estar expostos a sanções também no âmbito penal, caso estivessem em comunhão de ações e desígnios com o sujeito ativo mencionado no tipo penal. O STJ entendeu, naquela oportunidade, que o crime de uso indevido de informação privilegiada é um delito de infração de dever. A partir dessa concepção, o tribunal reconheceu a possibilidade de responsabilizar o *insider secundário* como partícipe ou coautor, desde que tenha praticado o delito em conjunto com o *insider primário* (no caso, aquele que tem o dever de guardar sigilo da informação).

Trata-se de uma nova perspectiva na punição desse crime, apresentada a partir da interpretação do tipo penal pelo poder judiciário. Buscou-se dar maior alcance ao tipo penal de modo a responsabilizar todos os agentes praticantes desse ilícito, a partir da noção de que o crime em questão deveria ser reprimido de modo mais eficaz.

brasileiro, tendo o próprio Supremo Tribunal Federal, intérprete último da Constituição Federal, reconhecido a força probante dos indícios. O Ministro do STF Luiz Fux destacou nos autos da Ação Penal nº 470 a possibilidade de utilização da prova indiciária, citando expressamente os casos de *insider trading*: [...] 30. Como este Colegiado já teve oportunidade de se manifestar em diversas ocasiões, o sistema jurídico brasileiro não estabeleceu uma hierarquia dos meios de prova, tendo todas elas o mesmo valor, mesmo as indiciárias. Nestes casos, é determinante que os indícios sejam sérios, consistentes e convergentes e, portanto, suficientes para sustentar uma condenação, sendo a prova indiciária essencial para a resolução de casos em que a prova direta torna-se impossível, como acontece nos casos de uso de informação privilegiada” (BRASIL, 2016).

15 “Art. 244. Deixar, sem justa causa, de prover a subsistência do cônjuge, ou de filho menor de 18 (dezoito) anos ou inapto para o trabalho, ou de ascendente inválido ou maior de 60 (sessenta) anos, não lhes proporcionando os recursos necessários ou faltando ao pagamento de pensão alimentícia judicialmente acordada, fixada ou majorada; deixar, sem justa causa, de socorrer descendente ou ascendente, gravemente enfermo: Pena - detenção, de 1 (um) a 4 (quatro) anos e multa, de uma a dez vezes o maior salário mínimo vigente no País.”

16 “Art. 195. Abandonar, sem ordem superior, o posto ou lugar de serviço que lhe tenha sido designado, ou o serviço que lhe cumpria, antes de terminá-lo: Pena - detenção, de três meses a um ano.”

17 BRASIL. Superior Tribunal de Justiça (STJ). 6ª Turma. *Habeas Corpus* nº 46.315, Rio Grande do Sul, Relator: Ministro Sebastião Reis Júnior. Data de Julgamento: 25/8/2015. Data de Publicação: 25/9/2015.

No entanto, a punição do *insider* secundário continuava condicionada à identificação e punição do *insider* primário. Isso significava que não bastaria demonstrar o uso da informação privilegiada por um sujeito não submetido ao dever de sigilo, sendo obrigatório indicar a comunhão de ações e desígnios na negociação com valores mobiliários de algum sujeito ativo a fim de preencher o requisito do tipo penal.

4 As inovações promovidas pela Lei 13.506, de 2017: um futuro promissor?

No dia 13 de novembro de 2017, a Presidência da República promulgou a Lei 13.506, que trata essencialmente de alterações no processo administrativo sancionador, nas esferas de atuação do BCB e da CVM, além de outras atualizações e modificações atinentes ao funcionamento do sistema financeiro.

A despeito de a norma versar sobretudo acerca de outras matérias, a maior modificação foi na seara penal, especificamente na estrutura do tipo penal prevista no art. 27-D, referente ao crime de uso indevido de informação privilegiada (*insider trading*). Eis abaixo o quadro comparativo dos dispositivos legais:

Art. 27-D da Lei 6.385, de 1976, conforme a redação dada pela Lei 10.303, de 2001

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

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

§ 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.

Art. 27-D da Lei 6.385, de 1976, conforme a redação dada pela Lei 13.506, de 2017

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.

A redação do art. 27-D, conferida pela Lei 13.506, de 2017, excluiu do referido dispositivo o “dever de manter sigilo” como elemento necessário para a configuração do tipo penal, perdendo a sua característica de crime próprio. Nesse contexto, o novo dispositivo admite responsabilizar qualquer pessoa que negocie valores mobiliários com o uso de informação privilegiada, independentemente de seu vínculo com a companhia emissora de valores mobiliários.

A alteração promovida pela Lei 13.506, de 2017, ainda estabeleceu, no parágrafo primeiro do referido dispositivo, que também “incorre na mesma pena quem repassa informação sigilosa relativa a fato relevante a que tenha tido acesso”. Com a atual redação, existe a possibilidade de punir também o agente que somente transmite informação sigilosa à qual teve acesso em função de seu cargo ou da sua relação com a fonte da informação.

A pena estabelecida para a condenação pela prática do “Uso Indevido e Informação Privilegiada” não sofreu modificação com a promulgação da Lei 13.506, de 2017. Entretanto, o § 2º do art. 27-D, atualmente vigente, estabelece uma agravante, fixada em 1/3 (um terço) da pena, caso a negociação seja realizada por agentes com deveres fiduciários na companhia, ou seja, a pena destinada a esses casos foi elevada, em relação à legislação anterior.

Todas essas alterações revelam que o legislador optou por buscar uma simplificação do tipo penal, com o objetivo de facilitar a incriminação de toda a cadeia de agentes que praticam o ilícito de uso indevido de informações no mercado de capitais.

Apesar de o esforço legislativo ser válido e necessário, a efetividade dessa medida na repressão do crime de *insider trading* é questionável. Dois estudos indicam que os principais obstáculos à efetiva repressão desse tipo penal não têm relação direta com a abrangência da norma penal.

O estudo pioneiro sobre o tema foi realizado em 2010.¹⁸ Por meio de requerimentos formais apresentados ao Superintendente-Geral da CVM, ao chefe da Procuradoria da República no Estado do Rio de Janeiro e ao Juiz Federal Diretor do Foro da Seção Judiciária do Rio de Janeiro (os quais deram ensejo à instauração de procedimentos administrativos que culminaram com a expedição das certidões que servem como base para as análises realizadas), os autores identificaram o número total de fatos que ensejaram instauração de Inquéritos Administrativos, Procedimentos Administrativos Sancionadores e Termos de Compromisso celebrados pela CVM relacionadas às infrações administrativas subjacentes aos crimes contra o mercado de capitais, no período de 2002 a 2010. Identificadas as ocorrências, o mesmo procedimento foi utilizado para verificar quantas representações ensejaram a instauração de inquérito, quantas permitiram o imediato oferecimento de denúncia e quantas foram arquivadas.

A pesquisa constatou que a CVM encontrou indícios da prática desses crimes em 19 casos, sendo 8 deles submetidos a punições (42,1%) e 11 objeto de termo de compromisso (57,9%). Contudo, apenas 15 ocorrências foram reportadas ao MPF, a quem competiria deflagrar inquéritos policiais para apuração dos crimes e ajuizar as correspondentes ações penais (taxa de comunicação de 83%). Por outro lado, verificou-se que a efetiva utilização dessas comunicações para deflagrar a instauração de inquéritos criminais é baixa (26,7%), na medida em que apenas seis inquéritos foram instaurados no período, não tendo nenhuma denúncia sido apresentada.

O segundo estudo utilizou metodologia semelhante. A partir da análise de dados de diversos julgamentos ocorridos no âmbito da CVM, o trabalho publicado pelo Núcleo de Estudos em Mercados e Investimentos da FGV Direito de São Paulo (PRADO; RACHMAN; VILELA, 2016, p. 81-84) concluiu que, de um universo de 764 processos administrativos sancionadores em rito ordinário julgados pelo órgão entre os anos de 2002 a 2015, 50 casos envolviam denúncias de *insider trading*.

Ainda segundo o referido estudo, a maior parte dos denunciados administrativamente são os agentes de mercado – notadamente aqueles agentes que têm o dever fiduciário com a companhia –, representando essa categoria praticamente 2/3 do total dos indiciados nos processos sancionadores junto à CVM.

Outra informação importante extraída do estudo diz respeito ao índice de punição no âmbito administrativo. Dos 50 processos administrativos envolvendo denúncias de *insider trading*, em 22 casos todos os indiciados foram absolvidos; em 14 procedimentos houve indiciados punidos e absolvidos; e em 14 julgados todos os indiciados foram punidos, totalizando 28 casos em que ocorreram punições aos envolvidos.

Era natural supor que o expressivo número de punições no âmbito administrativo repercutisse também em denúncias na seara criminal. Afinal, cabe à CVM, depois de apresentada a acusação formal do indivíduo no âmbito administrativo, transmitir ao Ministério Público Federal as respectivas informações para que o *parquet* adote as medidas necessárias para a eventual responsabilização dos agentes também no âmbito penal.

Apesar desse elevado número de casos julgados pelo referido órgão no período, apenas quatro deles foram levados à esfera criminal, sendo a primeira ocorrência no ano de 2009 (ou seja, oito anos após a criminalização da conduta).

A evidente disparidade entre as condenações no âmbito administrativo e criminal, vista no período de 2002 a 2015, pode ser atribuída a dois principais fatores, como assinala o estudo.

¹⁸ Bottino e Oliveira (2012).

Inicialmente, em determinado período, não existia uma interlocução entre a CVM e o Ministério Público Federal. Isso veio a ocorrer apenas em 2008, com a assinatura de convênio entre os referidos órgãos,¹⁹ cujo escopo é justamente “o estreitamento do relacionamento institucional entre os convenientes, de modo a imprimir maior agilidade e efetividade nas ações de prevenção, apuração e repressão às práticas lesivas ao mercado de capitais; [...]” (BRASIL, 2018). Como consequência desse acordo, acredita-se, a primeira denúncia criminal de *insider trading* foi oferecida em 2009.

A segunda causa que pode ser atribuída ao baixo índice de denúncias criminais – e mais desafiadora – diz respeito à distinção entre os requisitos administrativos necessários à condenação no âmbito administrativo pela prática de *insider trading* e aqueles necessários à denúncia no âmbito criminal.

A obtenção de provas para responsabilização dos *insiders* é um desafio tanto no âmbito administrativo quanto na seara criminal.²⁰ Os constantes avanços tecnológicos proporcionam novas modalidades de operações no mercado de capitais, que se tornam, a cada dia, mais complexas, desafiando continuamente as atividades de supervisão, fiscalização e aplicação de penalidades.

Como solução a esse obstáculo à repressão do delito, a CVM vem admitindo a prova indiciária²¹ como elemento único para punição do *insider trading* na seara administrativa. A adoção desse critério está fundada na ideia de que o ordenamento jurídico nacional não estabelece hierarquia entre os meios de prova. Nesse sentido, a prova indiciária teria igual valor aos demais tipos de prova admitidos no direito, sendo certo que, nesse caso, como assinalam Eli e Victor Hugo (*apud* LORIA e SILVA, 2017, p. 313), os indícios devem ser “fortes, robustos e em conjunto, a fim de que se configure de fato a prova indiciária e não uma mera suspeita incapaz de ensejar uma responsabilização administrativa”. Ainda assim, como se extrai do estudo elaborado pela FGV/SP, a efetiva condenação tem sido significativamente maior aos *insider primários*, enquanto os *insider secundários* têm menor participação na punição naquele período. Tal fato, por óbvio, está ligado à dificuldade de demonstrar, ainda que com base em indícios, a recepção e utilização da informação pelo *insider secundário*, uma vez que, no caso do *insider primário*, o vínculo com a companhia torna a comprovação mais simples.²²

Em sentido diametralmente oposto, no âmbito penal, em regra, não é possível admitir exclusivamente indícios para subsidiar uma condenação criminal. A incriminação do indivíduo exige a comprovação dos fatos, por intermédio de provas diretas, concretas e substanciais.

A utilização de prova indiciária como elemento único para a condenação no âmbito criminal ainda parece estar distante. Existem pontuais manifestações nesse sentido,²³ sendo esse tema pouco

19 O Termo de Cooperação foi firmado em 2008 e teve a sua vigência prorrogada, pela segunda vez, em 2018. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2018/20180508-2.html>. Acesso em: 3 jul. 2019.

20 A condenação em um processo criminal exige um grau de certeza muito maior do que um processo civil, seja relativamente às provas e evidências em que será baseado o convencimento jurisdicional, seja relativamente ao rigor no exame de admissibilidade da petição inicial. Essa dificuldade decorre da necessária observância de garantias processuais, as quais derivam da disparidade de poderes entre as partes (Estado e indivíduo) e do potencial dano causado pela pena privativa de liberdade.

21 A respeito do tema, Eli Loria e Victor Hugo Cunha Silva (2017, p. 313) concluem que “[...] a Comissão de Valores Mobiliários utiliza amplamente a prova indiciária nos casos de *insider trading* julgados pela autarquia, em especial nos casos de *insider secundário*, devido à difícil caracterização de provas materiais contundentes que demonstrem o caminho da informação privilegiada até o agente que a utiliza indevidamente”.

22 “Unlike a bank robbery, however, where the offense is not debated, the prosecutor in *insider trading* cases must prove that an offense was indeed committed. The complexities of the definition of the offense and the reliance on the circumstantial evidence are common problems that prosecutors of white-collar crime must overcome. What looked like the strongest case for the government resulted in a non-guilty finding, leaving jurors questioning the wisdom of allocating resources of the prosecution of this offense” (SZOCKYJ, 1995, p. 238).

23 O Supremo Tribunal Federal (BRASIL, 1993) já adotou esse entendimento no passado: “EMENTA: HABEAS-CORPUS. Tráfico de entorpecente. Indícios. Inexistência de causa para condenação. Artigos 157 e 239 do CPP. Os indícios, dado ao livre convencimento do Juiz, são equivalentes a qualquer outro meio de prova, pois a certeza pode provir dele. 1. O princípio processual penal do favor do rei não ilide a possibilidade de utilização de presunções *hominis* ou *facti*, pelo juiz, para decidir sobre a procedência do *ius puniendi*, máxime porque o Código de processo penal prevê expressamente a prova indiciária, definindo-a no art. 239 como “a circunstância conhecida e provada, que, tendo relação com o fato, autorize, por indução, concluir-se a existência de outra, ou outras circunstâncias.” Doutrina (LEONE, Gionanni. Trattato di Diritto Processuale Penale. V.II. Napoli: Casa Editrice Dott. Eugenio Jovene, 1961. P.161-162) Precedente (HC 96062, Relator(a): Min. Marco Aurélio, Primeira Turma, julgado em 06.10.2009, Dje-213 DIVULG 12-11-2009 PUBLIC 12-11-2009 EMENT VOL-02382-02 PP-00336). 2. **O julgador pode, através de um fato devidamente provado que não constitui elemento do tipo penal, mediante raciocínio engendrado com supedâneo nas suas experiências empíricas, concluir pela ocorrência de circunstância relevante para a qualificação penal da conduta**” (grifos nossos). (BRASIL. Supremo Tribunal Federal (STF). *Habeas Corpus* 70344/RJ. Relator: Ministro Paulo Brossard. Data de Julgamento. 14/9/93. Segunda Turma. Data de Publicação. DJ 22/10/93)

debatido no cenário penal brasileiro. O julgamento da Ação Penal 470 levantou discussões sobre o papel das provas indiretas na condenação de réus envolvidos em crimes do colarinho branco. Em seu voto, o Ministro Luiz Fux se declarou a favor dessa hipótese, justamente nos casos de *insider trading*:

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).

No referido voto, 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.

Em diversos momentos, o Código de Processo Penal prevê a tomada de decisões judiciais com base em juízo de verossimilhança, em que não se exige prova, mas somente indícios (definidos no art. 239 do Código de Processo Penal como “a circunstância conhecida e provada, que, tendo relação com o fato, autorize, por indução, concluir-se a existência de outra ou outras circunstâncias”).

Seja para a aplicação de determinadas medidas cautelares (como o sequestro de bens,²⁴ hipoteca legal²⁵ e prisão preventiva²⁶) ou para decisões interlocutórias (caso da pronúncia,²⁷ que submete o indivíduo ao julgamento pelo Tribunal do Júri), basta o juízo acerca da plausibilidade da tese de acusação por meio de circunstâncias, não sendo exigida prova.

Da mesma forma, a deflagração da persecução penal, que decorre do recebimento da denúncia, pode ocorrer diante da presença de indícios de autoria e materialidade do crime, conforme pacificado pela jurisprudência do STF. No entanto, caso tais indícios não redundem em provas concretas, fica vedada a condenação, preservando o indivíduo seu *status* de inocente:

[...] INÉPCIA DA DENÚNCIA. REJEIÇÃO. INDÍCIOS DE AUTORIA E MATERIALIDADE DEMONSTRADOS. SUBSTRATO PROBATÓRIO MÍNIMO PRESENTE. ATENDIMENTO DOS REQUISITOS DO ART. 41 DO CÓDIGO DE PROCESSO PENAL.

[...] 5. O juízo de recebimento da denúncia é de mera delibação, nunca de cognição exauriente. Assim, há que se diferenciar os requisitos para o recebimento da exordial acusatória, delineados no art. 41 do Código de Processo Penal, com o juízo de procedência da imputação criminal. Conforme já anunciado pelo Plenário do Supremo Tribunal Federal, o conteúdo dos depoimentos colhidos em colaboração premiada não é prova por si só eficaz, tanto que descabe condenação lastreada exclusivamente neles, nos termos do art. 4º, § 16, da Lei 12.850/2013. São suficientes, todavia,

24 “Art. 126. Para a decretação do sequestro, bastará a existência de indícios veementes da proveniência ilícita dos bens.”

25 “Art. 134. A hipoteca legal sobre os imóveis do indiciado poderá ser requerida pelo ofendido em qualquer fase do processo, desde que haja certeza da infração e indícios suficientes da autoria.”

26 “Art. 312. A prisão preventiva poderá ser decretada como garantia da ordem pública, da ordem econômica, por conveniência da instrução criminal, ou para assegurar a aplicação da lei penal, quando houver prova da existência do crime e indício suficiente de autoria.”

27 “Art. 413. O juiz, fundamentadamente, pronunciará o acusado, se convencido da materialidade do fato e da existência de indícios suficientes de autoria ou de participação.”

como indício de autoria para fins de recebimento da denúncia (INQ 3.983, Rel. Min. TEORI ZAVASCKI, Tribunal Pleno, DJe de 12.5.2016).²⁸

Conforme constatou Gary Becker em seu notório trabalho *Crime and Punishment: an Economic Approach* (1967, n. 72), a probabilidade de condenação do agente do crime tem fundamental influência no número de ilícitos praticados. Assim, um incremento nessa probabilidade resultaria no decréscimo do número de crimes cometidos. Essa análise assume que o criminoso é um agente racional e irá escolher empregar tempo, recursos e planejamento em uma atividade lícita, se a ocupação ilícita se tornar demasiadamente arriscada. Objetivamente, o custo do cometimento do crime não compensará o risco. Por outro lado, o agente permanecerá cometendo crimes enquanto a utilidade – leia-se, o proveito – for superior em relação às alternativas legais.

Esses fatos conduzem à natural reflexão acerca da efetividade do novo dispositivo introduzido pela Lei 13.506, de 2017, que se limitou a ampliar o tipo penal, sem atentar para o fato de que o maior problema enfrentado na repressão desse crime parece estar na obtenção de provas, e não somente no maior ou menor número de pessoas consideradas sujeitos ativos do crime em questão.

Afinal, para proferir uma sentença condenatória (ato por meio do qual o juiz julga procedente o mérito da pretensão deduzida na denúncia), é necessário que o magistrado afirme se são verdadeiros ou não os fatos imputados ao réu, se ele os cometeu culposa ou dolosamente, se os fatos se subsumem em lei penal incriminatória, se estão presentes os requisitos para que o réu seja condenado e sofra a pena correspondente ao crime cometido. E essa atividade não pode se dar com base em presunções, suposições, circunstâncias ou indícios incertos na medida em que o juiz deverá dar conhecimento às partes do raciocínio percorrido para chegar ao veredicto, ou seja, como valorou as provas produzidas.

Conclusão

No presente artigo, tivemos oportunidade de refletir sobre o crime de abuso de informação privilegiada, destacando a sua evolução no âmbito legislativo brasileiro. A nova sistemática introduzida pela Lei 13.506, de 2017, revela a preocupação do legislador em intensificar a repressão ao crime. A nova previsão legal demonstra que o legislador optou por buscar a simplificação do tipo penal, com o objetivo de possibilitar a incriminação de todos os agentes que praticam o uso indevido de informações, indistintamente.

Entretanto, com base em estudos sobre o tema, verificou-se que o principal entrave na repressão desse tipo penal está intimamente ligado à produção de provas concretas do ilícito. A complexidade do crime em questão dificulta a obtenção de provas robustas para a incriminação de seu agente, impedindo a consumação de denúncias criminais concretas.

Nesse sentido, apesar dos esforços legislativos, é possível que a alteração legislativa não alcance o fim pretendido em razão das peculiaridades probatórias inerentes ao próprio direito penal, conforme acima demonstrado. O decurso do tempo demonstrará a efetividade da norma e os limites do seu alcance na repressão desse tipo penal.

28 BRASIL. Supremo Tribunal Federal (STF). 2ª Turma. Inquérito nº 4.633, Distrito Federal, Relator: Ministro Edson Fachin. Data de Julgamento: 8/5/2018. Data de Publicação: 8/6/2018.

Referências

- ARANHA, Paulo José. Análise doutrinária do recurso em HC 46.315/RS: o concurso de agentes nos delitos de infração de dever. **Revista Brasileira de Ciências Criminais**, São Paulo, v. 24, n. 118, jan./fev. 2016 p. 346-350.
- BECKER, G S. Crime and Punishment: An Economic Approach, **Journal of Political Economy** n. 72, 1968. Disponível em: <https://www.nber.org/chapters/c3625.pdf>. Acesso em: 25 fev. 2019.
- BOCATER, Maria Isabel do Prado. O exercício do poder de polícia e regulador da CVM – aperfeiçoamentos recentes. In: QUIROGA MOSQUERA, Roberto (Org.). **Aspectos Atuais do Mercado Financeiro e de Capitais**. São Paulo: Ed. Dialética, 1999. p. 211.
- BRASIL. Superior Tribunal de Justiça (STJ). 6ª Turma. Habeas Corpus 46.315, Rio Grande do Sul, Relator: Ministro Sebastião Reis Júnior. Data de Julgamento: 25 ago. 2015. Publicado no **Diário de Justiça Eletrônico** em: 25 set. 2015. Disponível em: https://ww2.stj.jus.br/processo/revista/documento/mediado/?componente=ITA&sequencial=1420715&num_registro=201400596334&data=20150925&formato=PDF. Acesso em: 19 dez. 2018.
- BRASIL. Portal da Comissão de Valores Mobiliários. **CVM e MPF prorrogam Termo de Cooperação Técnica**. Rio de Janeiro, 8 maio 2018. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2018/20180508-2.html>. Acesso em: 25 fev. 2019.
- BRASIL. Supremo Tribunal Federal (STF). Segunda Turma. Habeas Corpus nº 70344/RJ. Relator: Ministro Paulo Brossard. Data de Julgamento: 14 set. 1993. Publicado no Diário de Justiça em: 22 out. 1993. Disponível em: <http://redir.stf.jus.br/paginadorpub/paginador.jsp?docTP=AC&docID=72370>. Acesso em: 21 jan. 2019.
- BRASIL. Supremo Tribunal Federal (STF). Tribunal Pleno. Ação Penal: 470 Minas Gerais, Relator: Ministro Joaquim Barbosa. Data de Julgamento: 10 fev. 2015. Publicado no **Diário de Justiça Eletrônico** em: 19 fev. 2015.
- BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). **Instrução CVM 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. Publicado no Diário Oficial [da] União em 14/02/1984. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/insto31.html>. Acesso em: 25 jan. 2019.
- BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). **Instrução CVM 358, de 3 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, revoga a Instrução CVM 31, de 8 de fevereiro de 1984, a Instrução CVM 69, de 8 de setembro de 1987, o art. 3º da Instrução CVM 229, de 16 de janeiro de 1995, o parágrafo único do art. 13 da Instrução CVM 202, de 6 de dezembro de 1993, e os arts. 3º a 11 da Instrução CVM 299, de 9 de fevereiro de 1999, e dá outras providências. Publicado no Diário Oficial [da] União em 28 jan. 2002. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst358.html>. Acesso em: 25 jan. 2019.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Extrato da Sessão de Julgamento do Processo Sancionador CVM nº RJ 2015/2666. Diretor-Relator: Roberto Tadeu Antunes Fernandes. Presidente da sessão de Julgamento: Leonardo P. Gomes Pereira. Data do Julgamento: Rio de Janeiro, 13 de setembro de 2016. Publicado no **Diário Oficial [da] União** em: 14 out. 2016. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2016/20160913_PAS_RJ20152666.pdf. Acesso em: 25 jan. 2019.

BRENNER LUCCHESI, Guilherme. O objeto de tutela penal no delito de insider trading. Uma análise crítica a partir da dogmática penal contemporânea. **Revista Brasileira de Ciências Criminais**. São Paulo, v. 19, nº 90, p. 143. Maio/Junho de 2011.

BOTTINO, Thiago; OLIVEIRA, Eduardo. Seletividade do sistema penal nos crimes contra o mercado de capitais. In: BOTTINO, Thiago e MALAN, Diogo. **Direito Penal e Economia**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2012.

COSTA, José de Faria; RAMOS, Maria Elisabeth. **O crime de abuso de informação privilegiada** (Insider trading – A informação enquanto problema jurídico-penal). Coimbra: Coimbra Editora, 2006, p. 37.

DA SILVA, Cristian Kiefer; LAGE, Telder Andrade. Insider Trading: uma realidade à luz do direito brasileiro e a responsabilidade civil e criminal do insider. **Revista Brasileira de Direito Empresarial**. Maranhão, v. 3, nº 2, p. 40-59. Julho/Dezembro de 2017.

DE GRANDIS, Rodrigo. Aspectos penais do uso de informação privilegiada (insider trading) no direito brasileiro. In: VILARDI, Celso Sanchez; BRESSER PEREIRA, Flávia Rahal; DIAS NETO, Theonomiro (Coordenadores). **Direito Penal Econômico. Crimes financeiros e correlatos**. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 163-170.

EIZIRIK, Nelson; B. GAAL, Ariadna; PARENTE, Flavia; DE FREITAS FENRIQUES, Marcus. **Mercado de capitais: regime jurídico**. 2. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Renovar, 2000, p. 545.

HURTADO POZO, José. El delito de explotación de información privilegiada en el Código Penal suizo. En: AAVV. **Hacia um Derecho penal económico y europeo**. Madrid: Bolitín Oficial del Estado, 1995, p. 419.

LORIA, Eli; SILVA, Victor Hugo Cunha. Insider Trading e provas indiciárias na CVM: uma análise qualitativa e quantitativa. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. São Paulo, v. 76, Abr./Jun. 2017, p. 313.

PRADO, Viviane Muller; RACHMAN, Nora Matilde; VILELA, Renato. **Insider Trading: normas instituições e mecanismos de combate no Brasil**. FGV Direito SP, 2016, São Paulo, Coleção Acadêmica Livre, p. 81-84. Disponível em: <http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/17696>. Acesso em: 25 fev. 2019.

SÁNCHEZ, Jesús-María Silva. **A expansão do direito penal**. Aspectos da política criminal nas sociedades pós-industriais. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2002. p. 30.

SZOCKYJ, Elizabeth. Insider Trading. In: GEIS, Gilbert; MEIER, Robert F.; SALINGER, Lawrence. **White-Collar Crime – Classic and Contemporary Views**. 3. ed. Nova York: The Free Press, 1995, p. 238.

STIGLER, George J. The Economics of Information. **The Journal of Political Economy**, Volume nº 69, 1961, p. 213. Disponível em: <http://home.uchicago.edu/~vlima/courses/econ200/spring01/stigler.pdf>. Acesso em: 12 dez. 2018.