

Os Desafios do Combate ao Uso Indevido de Informações Privilegiadas no Âmbito Penal

Laysla Oliveira Santos*

Lucier Marangoni Neto**

Introdução. 1 Bem jurídico protegido na criminalização do insider trading. 2 Características do insider trading. 3 A tutela do uso de informação privilegiada no Judiciário. Conclusão. Referências.

Resumo

A simetria de informações é imprescindível para garantir um funcionamento seguro e justo do mercado. Sendo assim, o crime de *insider trading* representa uma problemática que deve ser combatida. Nesse sentido, o presente artigo objetiva identificar os motivos que dificultam a apuração desse crime na Justiça Penal, visto que se constatam muitas disparidades entre a atuação do Judiciário e dos órgãos administrativos. Isso posto, o presente estudo foi realizado seguindo uma metodologia qualitativa baseada em pesquisas bibliográficas e documentais, com uso do método comparativo. Ao fim da análise, é possível constatar alguns fatores que frustram a aplicação do direito penal no que tange o crime de informação privilegiada.

Palavras-chave: Bem-jurídico. Informação privilegiada. Direito Penal. Comissão de Valores Mobiliários. Lei 6.385/1976.

* Laysla Oliveira Santos, graduanda de direito pela Universidade Federal do Espírito Santo (Ufes). E-mail: laysla.o.santos@gmail.com.

** Lucier Marangoni Neto, graduando de direito pela Universidade Federal do Espírito Santo (Ufes). E-mail: lucier.marangoni@edu.ufes.br.

The Challenges of fighting the Misuse of Privileged Information in the criminal context

Abstract:

The symmetry of information is essential to guarantee a safe and fair functioning of the market, therefore, the crime of insider trading represents a problem that must be fought. In this sense, the article identifies the reasons that make it difficult to investigate this crime in Criminal Justice, since there are many disparities between the performance of the judiciary and administrative bodies. That said, the study was carried out following a methodology based on theoretical study, with bibliographic and documentary research using a comparative method. At the end of the analysis, it is possible to verify some factors that frustrate the application of criminal law regarding the crime of priority of information.

Keywords: Legal good. Privileged information. Criminal Law. Securities and Exchange Commission. Law 6.385/1976.

Introdução

No cenário hodierno, a complexidade das relações econômicas depende de condições seguras e estáveis para seu funcionamento eficiente e justo. Em vista disso, um contexto de assimetria de informações no mercado tem o potencial de causar prejuízos em amplos aspectos aos agentes e a toda coletividade.

Com efeito, apesar de diversos mecanismos terem sido criados pelo Estado para combater o uso de informações privilegiadas no Brasil, é notável a existência de muitos entraves que dificultam a tutela desse crime.

Nesse panorama, percebe-se que uma análise que permite compreender a difícil atuação do Direito Penal em relação a tal crime é de suma importância. Assim sendo, o presente trabalho busca responder à seguinte pergunta: quais fatores dificultam a apuração dos crimes de uso de informações privilegiadas no âmbito criminal?

Nesse prisma, o presente estudo será realizado por meio de uma metodologia qualitativa, baseada em coletas documentais e bibliográficas, e também pelo emprego do método comparativo, a fim de encontrar desafios particulares da atuação do Poder Judiciário quando comparado à ação do Poder Administrativo Sancionador. Desse modo, essa pesquisa objetiva compreender os motivos que dificultam a tutela do crime *insider trading* na esfera Penal. Para isso, têm-se como marco teórico principal os ensinamentos do professor e pós-doutor em Direito Penal, Luiz Regis Prado.

Diante disso, o trabalho foi dividido em três partes, sendo que o primeiro capítulo apresenta quais os bens jurídicos protegidos na criminalização do uso de informação privilegiada, a fim de clarificar o entendimento da importância da temática abordada e evidenciar as consequências dessa prática.

O segundo capítulo busca trazer as características desse crime e detalhar as leis que o regulam, a fim de expor como a matéria legal trata essa prática. *In fine*, a terceira parte é responsável por analisar a problemática que compreende a aplicação das leis penais para casos concretos de uso de informação privilegiada, com o fito de responder ao questionamento proposto.

1 Bem jurídico protegido na criminalização do *insider trading*

A partir do momento que as sociedades se tornam cada vez mais globalizadas, numerosas e complexas, novos interesses e necessidades surgem e precisam ser tutelados. Nessa conjuntura, à medida que determinados bens coletivos passam a ser vistos como essenciais, o Estado cria mecanismos para protegê-los. Nesse sentido, considerando que a Constituição Federal, em seu art. 170, afirma a importância da ordem econômica como um meio de assegurar uma existência digna a todos (BRASIL, 1988), uma ciência é necessária para resguardá-la.

O Direito Penal tem como missão a paz e o progresso social, assim, ele não está limitado à proteção do concretamente observado no mundo do ser, como o patrimônio e a vida, devendo auxiliar toda a regulação estatal que busca sustentar a coexistência harmônica (AGUIAR, 2021, p. 385).

Sob essa ótica, o Direito Penal Econômico surgiu como uma especialização do Direito Penal incumbido de proteger a política econômica estatal por meio de normas específicas de conteúdo econômico, dotadas de mobilidade, flexibilidade, revisibilidade e maleabilidade das condutas tipificadas (ZINI, 2012, p. 160).

Desse modo, este sub-ramo do Direito Penal atua proibindo práticas prejudiciais ao Sistema Financeiro Nacional (SFN), ao mercado, ao sistema monetário, às finanças públicas e aos demais institutos da vida econômica, com o objetivo de assegurar um ambiente seguro para um desenvolvimento econômico saudável e que respeite os direitos fundamentais (AGUIAR, 2021, p. 384).

Nessa lógica, constata-se que o Direito Penal Econômico, ao combater tais delitos lesivos, contribui para o justo desenvolvimento econômico do país, possibilitando a participação da coletividade nas relações econômicas. A esse respeito, entre os principais grupos de delitos que são alvos de tal especialidade, estão aqueles contra o SFN, o sigilo das operações de instituições financeiras e finanças públicas, e o mercado de capitais.

O mercado de capitais é um conjunto de instituições e de instrumentos que negociam com títulos e valores mobiliários, por meio da reunião de recursos dos agentes compradores para os agentes vendedores (PRADO, 2019, p. 340). Enquanto o SFN é formado por entidades que promovem a intermediação entre agentes credores e tomadores de recursos (BOTTINO; GUERRA, 2019, p. 137). Evidencia-se, assim, a importância do Direito Penal Econômico na proteção de tais institutos, uma vez que eles são imprescindíveis para a dinâmica, eficiência e confiabilidade das atividades econômicas.

Nesse contexto de complexas relações sociais e econômicas, percebe-se que há um elemento que, se utilizado de forma inadequada pelos agentes do mercado, possui um intenso potencial lesivo ao SFN: a informação. Isso porque todas as interações entre os participantes do mercado estão submetidas ao risco, todavia, o nível de informação disponível aos agentes pode alterar radicalmente tal cenário de incertezas na negociação dos ativos, gerando desvantagens a uns e vantagens a outros.

Ademais, ao observar os aspectos da economia atual, caracterizada como emergente, dotada de crescente desenvolvimento tecnológico e novas formas de transações, a informação ganha um potencial ainda maior de influência nesse meio globalizado.

Com efeito, a existência de assimetria de informação entre os participantes do mercado permite uma anormal vantagem competitiva a alguns, os quais possuem o poder de definir estratégias assertivas de alocação de recursos a fim de maximizar seus lucros (BOTTINO; GUERRA, 2019, p. 136).

Nesse ínterim, é importante destacar que à luz do ensinamento do professor Luiz Regis Prado, a informação privilegiada significa informação sigilosa e confidencial, na medida em que só é conhecida de um círculo restrito de pessoas. Dessa forma, para caracterizar o tipo de injusto em

exame é preciso que a informação privilegiada seja relevante, isto é, idônea ao fim proposto, ainda não divulgada publicamente, e capaz de propiciar vantagem indevida de natureza patrimonial nas negociações de valores mobiliários, influenciando a decisão de investidores favoravelmente a quem dela faz uso (PRADO, 2019, p. 345). Na contemporaneidade, o uso dessas informações tem se tornado cada vez mais constantes, recaindo sobretudo no uso criminoso de tais informações

Nessa senda, é necessário identificar os sujeitos do delito e os respectivos bens jurídicos protegidos na tutela do correto funcionamento do mercado de valores e da igualdade de oportunidades (PRADO, 2019, p. 343-344). Quanto aos sujeitos do delito, há os sujeitos ativos, quando a prática só poderá ser praticada por determinadas pessoas, sendo necessário ter acesso à informação privilegiada e o dever de sigilo. Dessa maneira, a previsão do conhecimento e dever de sigilo convertem essa figura típica em *delito especial próprio*, excluindo do âmbito de responsabilidade penal aquele que não detém tais qualidades. Em contrapartida, os sujeitos passivos são, por exemplo, a coletividade, o Estado e o investidor (PRADO, 2019, p. 344).

A respeito dos bens jurídicos, há uma concepção material e valorada, já que sua definição substancial é realizada a partir de um juízo de valor, sendo, portanto, relativa. Isso ocorre porque a valoração incide sobre as circunstâncias reais presentes em uma comunidade, sendo válida apenas para um contexto social específico, geográfico, cultural e temporalmente delimitado (RAPOSO, 2013, p. 280).

Ao negociarem no mercado de capitais, os indivíduos devem dispor das mesmas informações em relação aos outros, não sendo permitido privilégios entre eles no que diz respeito a informações públicas. Segundo a doutrina, esse tipo de privilégio corresponde a uma das mais graves infrações no mercado de capitais e financeiro, pelo simples fato de destruir a confiança dos investidores (DIAS, 2017, p. 9). Desse modo, é de fundamental importância que o investidor acredite que a informação é suficiente, adequada e credível para o funcionamento eficiente do mercado (DIAS, 2017, p. 10).

Afirma-se, a propósito, que o correto funcionamento do mercado, na formação dos preços, deve ser consequência da normal evolução das contratações. Constitui-se em garantia básica dos direitos dos investidores, que devem concorrer em condições de igualdade de risco, e cuja confiança na transparência do mercado é indispensável à sua manutenção e ao próprio sistema econômico-financeiro (PRADO, 2019, p. 17).

Nesse panorama, ao analisar as amplas consequências do crime de uso indevido das informações privilegiadas, percebe-se que a repressão aos abusos de mercado se constitui em uma etapa fundamental para assegurar a integridade e a transparência do mercado financeiro, no âmbito nacional e externo (PRADO, 2019, p. 340).

Isso porque 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. Nessa lógica, a divulgação de informações estratégicas e sensíveis é protegida de diversas formas pelo Estado, visando ao acesso adequado e simétrico de informações pelos seus agentes.

Sob essa perspectiva, pode-se esperar que as empresas que tenham ações negociadas sob o impacto de informações privilegiadas tenham sua avaliação viesada, pois tais informações podem proporcionar vantagens a seus portadores, ou *insiders*, influenciando suas avaliações e decisões de investimento (GIRÃO; MARTINS; PAULO, 2014, p. 463).

Assim, segundo os pensadores Luiz Girão, Orleans Martins e Edilson Paulo (2014, p. 35), nas economias emergentes, como a do Brasil, onde ainda há grande concentração do capital das firmas entre poucos investidores, existe maior probabilidade de ganhos anormais por agentes informados através da obtenção de informação privada.

Definitivamente, a utilização indevida de informações privilegiadas causa grande mazelas para mercado de capitais, por retirar a igualdade entre seus operadores, inviabilizando a livre concorrência. Cria-se, assim, segundo Bottino e Guerra (2019, p. 136) um mercado cujos preços são artificialmente controlados pelos detentores dessas informações estratégicas, em detrimento dos investidores que não tiveram o mesmo privilégio.

Com efeito, a utilização abusiva de informações privilegiada, além ser regulada pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), também é reprimida no âmbito do direito penal, mais especificamente, no direito penal econômico (BOTTINO; GUERRA, 2019, p. 136).

Assim, forçoso reconhecer que tal conduta em análise se subsume à norma prevista no art. 27-D da Lei 6.385/1976, que foi editada justamente para assegurar a todos os investidores o direito à equidade da informação, condição inerente à garantia de confiabilidade do mercado de capitais, sem a qual ele perde a sua essência, notadamente a de atrair recursos para as grandes companhias (BRASIL, 2016, p. 18).

Posto isso, as características do crime de uso indevido de informações privilegiadas serão abordadas no seguinte capítulo.

2 Características do *insider trading*

O crime previsto no art. 27-D da Lei 6.385/1976 pode ser exemplificado em casos em que determinado participante do mercado detenha informação privada de sinal de alta sobre uma firma e, antes da divulgação de tal notícia ao público, ele adquire novas ações da companhia, disparando uma ordem de compra e obtendo, assim, ganhos anormais com esse investimento.

De maneira análoga, quando um participante tem informação privada com sinal de baixa, ele inicia uma ordem para vender as ações antes da divulgação da informação e da consequente queda do preço das ações, causando prejuízos a outros agentes (MARTINS; PAULO, 2014, p. 35).

Sob tal perspectiva, importante ressaltar dois marcos fundamentais na legislação brasileira sobre a matéria: o primeiro é a já mencionada Lei de Mercado de Capitais e da Lei de S.A. de dezembro de 1976, e outro, pouco mais de sete anos depois, em 8 de fevereiro de 1984, com a edição da Instrução CVM 31.36 (PRADO; RACHMAN; VILELA, 2016, p. 24).

De antemão, destaca-se o pensamento do professor Francisco Antunes Mussnich (2017), o qual salienta que o *insider trading* é um dos principais focos de ação da CVM no Brasil. Nessa lógica, essa prática constitui tanto infração administrativa, tipificada no art. 155 da Lei 6.404/1976 (Lei das S.A.) e no art. 13 da Instrução CVM 358/2002, como ilícito penal, conforme o art.27-D da Lei 6.385/1976.

Nessa linha de raciocínio, cabe ressaltar que, devido ao caráter altamente reprovável da conduta, o *insider trading* enseja responsabilização em diversas frentes, abrangendo as esferas civil, administrativa e, mais recentemente, penal (MUSSNICH, 2017, p. 25).

A lei também estabelece a responsabilidade civil, uma vez que a própria Lei das S.A., no art. 155, §3º, expressa que cabe ao *insider* ressarcir todos aqueles afetados pelo ilícito perpetrado. O legislador optou, assim, pela exclusividade da solução ressarcitória, sem cogitar da possibilidade de anulação do ato, garantindo o atendimento do interesse daqueles que foram prejudicados sem abalar a segurança e a estabilidade necessárias aos negócios realizados no mercado (MUSSNICH, 2017, p. 28).

Dado seu caráter difuso, portanto, os referidos interesses são tutelados, especialmente, pela via coletiva. E a tutela coletiva ganha corpo por meio da ação civil pública – regulada pela Lei 7.347/1985 e, quanto ao *insider trading*, também pela Lei 7.913/1989 –, sem prejuízo da possibilidade de tutela no âmbito individual para reparação de danos das pessoas prejudicadas pela conduta de uso indevido de informação privilegiada (MUSSNICH, 2017, p. 28).

Quanto à responsabilização administrativa, a referida se dá perante a CVM, por meio de processo administrativo, conforme o art. 9º, incisos V e VI, da Lei 6.385/1976. As instruções 358/2002 e 491/2011 da CVM enquadram o *insider trading* como infração grave, sujeitando o infrator às penalidades previstas nos incisos III a VIII do art. 11 da Lei 6.385/1976, consoante o parágrafo 3º do mesmo dispositivo (MUSSNICH, 2017, p. 30).

Não obstante a previsão das responsabilidades civis e administrativas, a crescente relevância atribuída à tutela do mercado de capitais levou à inclusão, pela Lei 10.303/2001, do crime de uso indevido de informação privilegiada na Lei 6.385/1976, em capítulo dedicado aos crimes contra o mercado de capitais (MUSSNICH, 2017, p. 30).

Sendo importante enfatizar sua redação na esfera penal o disposto no art. 27-D da Lei 13.506/2017, sobre os esclarecimentos quanto à utilização indevida de informações privilegiadas, segundo o qual:

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.

Exercício irregular de cargo, profissão, atividade ou função

§ 1.º 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.

§ 2.º A pena é aumentada de 1/3 (um terço) se o agente comete o crime previsto no caput deste artigo valendo-se de informação relevante de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo (BRASIL, 1976).

A partir disso, requer ressaltar determinadas particularidades desse crime. Inicialmente, observa-se que o crime é de perigo abstrato-concreto, ou seja, exige a demonstração de periculosidade para ser consumado. Bem como, trata-se de um delito de mera atividade, visto que se consuma com a utilização de informações privilegiadas em negociações de valores mobiliários. E o elemento subjetivo do tipo está representado pelo dolo (direto ou eventual), que consiste na consciência e vontade de realização dos elementos objetivos do tipo (PRADO, 2019, p. 345-346).

Outrossim, é importante salientar o conceito de informação relevante. Nesse prisma, sob o ponto de vista da Hipótese dos Mercados Eficientes (HME), o preço de um ativo qualquer em um mercado deve refletir inteiramente todas as suas informações relevantes disponíveis. No mercado de capitais, informações relevantes são aquelas que podem afetar os fluxos de caixa futuros da empresa ou as expectativas futuras dos investidores. Salienta-se que em um mercado eficiente, os preços dos ativos fornecem sinais adequados para a alocação de recursos, pois as informações são simétricas (GIRÃO; MARTINS; PAULO, 2014, p. 463).

Ademais, convém analisar a diferença do crime de uso indevido de informações privilegiadas e do delito de manipulação de mercado. Ressalta-se, pois, o art. 27-C da Lei 6.385/1976, *in verbis*:

Realizar operações simuladas ou executar outras manobras fraudulentas destinadas a elevar, manter ou baixar a cotação, o preço ou o volume negociado de um valor mobiliário, com o fim de obter vantagem indevida ou lucro, para si ou para outrem, ou causar dano a terceiros: Pena – reclusão, de 1 (um) a 8 (oito) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime (Redação dada pela lei 13.506, de 2017) (BRASIL, 1976).

Nesse sentido, a fim de restringir o tipo penal, o legislador prevê que não basta, para a incriminação, a simples utilização de operações ou manobras fraudulentas no âmbito do mercado de valores mobiliários, que podem, inclusive, caracterizar meros ilícitos administrativos. Assim, para que haja efetiva manipulação de mercado, a operação simulada deve consistir em uma alteração artificial das regras desse mercado, excluindo os riscos normais inerentes ao tipo de negociação e até mesmo à conduta especulativa.

Portanto, segundo a visão de Prado (2019, p. 350), os tipos penais dos arts. 27-C e 27-D não preveem, para sua consumação, a percepção de qualquer vantagem. No primeiro, de manipulação de mercado, há apenas o fim específico de obter vantagem ou causar dano, e, no segundo (informação privilegiada), exige-se tão só a potencialidade de propiciar essa vantagem. Contudo, de modo incongruente com a própria caracterização dos delitos, para fixação das penas de multa, a quantificação de vantagem ou dano se faz imprescindível.

A partir de tal análise, o próximo capítulo terá foco em investigar os fatores que influenciam a efetiva aplicação do art. 27-D nos casos concretos.

3 A tutela do uso de informação privilegiada no Judiciário

Conforme apresentado no capítulo anterior, constata-se que o crime de informação privilegiada é combatido por diferentes segmentos da atuação estatal, mormente pelo Direito Administrativo Sancionador e pelo Direito Penal Econômico. Nessa linha de raciocínio, a fim de compreender os desafios relacionados à caracterização do crime de *insider trading* no âmbito criminal, faz-se necessário, inicialmente, entender o papel dos órgãos administrativos nesse contexto.

Sendo assim, requer apresentar a importante função da CVM no sistema punitivo de delitos contra a ordem econômica, em especial, o *insider trading*. A CVM, entre outras atribuições, atua visando proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores contra o uso de informação privilegiada e assegurar o funcionamento eficiente e regular do mercado de capitais e do SFN, nos termos delineados pelo art. 4º, incisos III e IV, alínea “c”, da Lei 6.385/1976 (BRASIL, 1976)

Pois bem, cabe à CVM, apresentar acusação formal contra o indivíduo suspeito de *insider trading* no âmbito administrativo, com a instauração de processo investigativo, e, posteriormente, 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 (BOTTINO; GUERRA, 2019, p. 145). Sob tal perspectiva, verifica-se que uma coordenação entre esfera administrativa e judicial é essencial para a adequada repressão desse crime.

Contudo, nota-se que, apesar de a CVM julgar aproximadamente entre 2 e 4 casos de *insider trading* por ano, bem como efetivar diversas condenações no âmbito administrativo, aplicando multas em 88% dos casos (PRADO; RACHMAN; VILELA, 2016, p. 43), poucas denúncias

repercutem na esfera judicial, sendo a primeira ocorrência apenas no ano de 2009, oito anos após a tipificação do crime (BOTTINO; GUERRA, 2019, p. 145).

Nesse cenário, duas problemáticas são observadas quando comparados os poucos casos julgados na esfera penal e os potenciais casos envolvendo situações nas quais houve condenação na esfera administrativa, sendo elas a falta de comunicação entre CVM e Ministério Público e os requisitos que são necessários para efetivação das denúncias criminais (PRADO; RACHMAN; VILELA, 2016 p. 82). Entrementes, destaca-se como fator positivo o convênio firmado entre o órgão administrativo e o *parquet* em 2008, e que vem sendo renovado a cada quinquênio, com o fito de:

[...] imprimir maior agilidade e efetividade nas ações de prevenção, apuração e repressão às práticas lesivas ao mercado de capitais; o fornecimento e o intercâmbio de informações, documentos, estudos e trabalhos técnicos relacionados à regulação e à fiscalização do mercado de valores mobiliários; ampla cooperação técnica e científica por meio do desenvolvimento conjunto de estudos e pesquisas; comunicações entre os convenientes para adoção de medidas legais cabíveis em defesa dos interesses do mercado de valores mobiliários e dos seus respectivos investidores. (BRASIL, 2008a)

Outro ponto que deve ser considerado como possível motivo para o reduzido número de casos judiciais de apuração de *insider trading* são os chamados “termos de compromisso”. Tais acordos podem ser firmados pela CVM com os investigados, os quais se comprometem a interromper a prática suspeita de irregularidades e a indenizar os prejuízos. Destarte, o procedimento investigativo é suspenso, sem que haja qualquer reconhecimento da ilicitude ou absolvição (BRASIL, 2019, p. 35).¹

Por conseguinte, os termos de compromisso trazem vantagens para o suspeito, visto que uma possível condenação poderia abalar sua reputação. Bem como, para a Administração, a vantagem é que o pagamento indenizatório deve ocorrer em dez dias, e não há qualquer recurso para segunda instância ou Judiciário (PRADO; RACHMAN; VILELA, 2016, p. 71).

Nesse contexto, ganha espaço uma impressão generalizada de que os agentes envolvidos em crimes contra o mercado financeiro ficam impunes penalmente (FERRAZ, OTMAN, 2021, p. 101), exigindo-se uma análise dos motivos que dificultam o julgamento adequado do delito de uso de informação privilegiada no Judiciário.

Para isso, requer compreender o processo que levou à única condenação penal transitada em julgado pelo crime de *insider trading* no Brasil, no qual investigou-se o uso da informação de que houve uma oferta pública de aquisição das ações da Perdigão S.A pela Sadia S.A. De posse de tal relevante conhecimento restrito, os agentes determinaram que seus corretores nos Estados Unidos adquirissem certificados de ações de emissão da Perdigão S.A., na bolsa de Nova York, em 2006 (BRASIL, 2016, p.17).

Nessa senda, a informação em questão foi considerada relevante em razão de ter o potencial “para influenciar de forma ponderável as decisões de investimento e, por conseguinte, a cotação dos ativos da PERDIGÃO S.A.” (BRASIL, 2016, p.17). Além disso, restou indubitavelmente comprovado o acesso dos condenados à informação sigilosa, uma vez que, em razão dos cargos que ocupavam, participaram das discussões e tratativas concernentes à elaboração da oferta pública de aquisição de ações da Perdigão S.A., obtendo, assim, informações confidenciais da Sadia S.A (BRASIL, 2016, p.17).

¹ Art. 88. A celebração do termo de compromisso tem por efeito: I - a suspensão do processo administrativo em curso, pelo prazo estipulado para o cumprimento do compromisso; ou II - a não instauração de processo administrativo sancionador, nos casos em que a proposta for apresentada ainda em fase de apuração ou antes desta.

Observa-se ainda que diversas testemunhas, incluindo outros participantes da reunião sigilosa sobre a oferta de aquisição da Perdigão, foram mencionadas na sentença judicial, as quais contribuíram para comprovar o caráter de informação relevante da matéria, como o depoimento da testemunha João Teixeira (vice-presidente do Banco ABN AMRO Real S.A.):

Confira-se: “[...] nós tínhamos uma obsessão com a questão do vazamento de informações porque, claro, que na medida que essa informação vazasse para o mercado a tendência era o preço da ação da Perdigão subir como consequência qualquer oferta que a Sadia viesse a fazer teria um prêmio sobre o preço do mercado pequeno (fl. 376)” (BRASIL, 2016, p.17).

Por fim, reconheceu-se a prática do crime previsto no art. 27-D da Lei 6.385/1976, sendo determinado a aplicação de multa e pena de reclusão dosada em 1 (um) ano e 9 (nove) meses, a qual foi posteriormente substituída por pena restritiva de direitos (BRASIL, 2016, p. 22).

À luz desse exemplo de condenação criminal por *insider trading*, depreende-se que a caracterização desse delito criminalmente exige inquestionáveis provas relacionadas ao acesso do agente à informação sigilosa de potencial lesivo à competitividade do mercado e do seu uso doloso. Porém, as circunstâncias do crime de *insider trading* são de intensa complexidade, o que dificulta a obtenção de provas definitivas.

As provas têm a função de fornecer ao julgador o conhecimento dos fatos necessários para gerar a convicção de que ele necessita para o seu pronunciamento. Elas podem ser classificadas quanto ao seu objeto em diretas ou indiretas. A prova direta é aquela que demonstra o próprio fato em litígio, enquanto a prova indireta é a prova baseada em indícios (MUSSNICH, 2017, p. 106)

A partir disso, tem-se que outro motivo para os diferentes índices de ações penais que versam sobre o crime de informação privilegiada em relação às investigações administrativas está relacionado às provas que cada esfera exige para identificar a prática do tipo adequadamente. Sabe-se que o ideal é a comprovação da conduta criminoso por meio de provas diretas. Todavia, em razão da:

dificuldade de comprovação inerente ao próprio uso de informações privilegiadas, a CVM tem lastreado a sua atividade sancionadora em indícios (admitidos como provas). Na esfera criminal, apesar de sua capacidade de motivar algumas medidas no curso do processo, indícios não têm sido considerados suficientes para substituir provas concretas da autoria desse crime. (BOTTINO; GUERRA, 2019, p. 146-147)

Tais dificuldades consideradas inerentes ao delito em questão são pautadas na elevada subjetividade de identificar seguramente que o suspeito detinha conhecimento da informação relevante e pretendeu utilizá-la para obter vantagem indevida, o que na prática é extremamente complexo, exceto quando há confissão (BRASIL, 2008b, p.20). Nesse sentido, a comprovação do uso de informação privilegiada pode ser obtida por meio de indícios, desde que robustos, sérios, convergentes e contundentes (MUSSNICH, 2017, p.17).

Evidencia-se, portanto, que ambas as esferas punitivas – criminal e administrativa –, exigem a produção de provas capazes de constatar a prática da conduta delituosa e justificar a aplicação adequada da pena, contudo, pode-se afirmar que a esfera penal possui critérios mais rigorosos em relação à CVM.

A esse respeito, requer reconhecer que apesar de poucos processos em curso no Judiciário brasileiro quando comparado com o âmbito administrativo, há casos notórios que devem ser destacados. Como exemplo, ação ajuizada pelo Ministério Público Federal em face de Eike Fuhrken

Batista, objetivando sua condenação nas penas dos artigos 27-C, manipulação de mercado, e 27-D, uso de informação privilegiada (BRASIL, 2019, p. 1).

Eike Batista foi denunciado porque, na condição de acionista controlador da empresa OSX Construção Naval S/A, teria utilizado informações potencialmente negativas relacionadas a modificações no seu plano de negócios para vender suas ações, antes que essas modificações fossem formalmente publicada no mercado e ocorresse a queda iminente de tais papéis da OSX. Como resultado, o réu lucrou indevidamente R\$10,5 milhões. Destaca-se trecho das alegações finais apresentadas pelo Ministério Público no julgamento:

na condição de presidente do Conselho de Administração da OSX S.A., esteve presente na reunião ocorrida em 15/04/2013, em que foram definidas as medidas que viriam a compor o novo Plano de Negócios da Companhia, e, mesmo na pendência de divulgação desse fato relevante, o acusado alienou, em 19/04/2013, mais de nove milhões de ações da OSX, ciente da vedação normativa estabelecida pelo órgão regulador, a um preço de R\$ 3,40 (três reais e quarenta centavos), por cada uma delas, obtendo com isso um aporte substancialmente maior, eis que no pregão imediatamente posterior a divulgação do fato relevante, em 20/05/2013, a cotação das ações despencou para R\$ 2,50 (dois reais e cinquenta centavos) (BRASIL, 2019, p. 1).

Com efeito, o réu foi condenado à pena de quatro anos de reclusão e multa em três vezes o valor da vantagem ilícita obtida pelo crime de *insider trading*. Tendo sido considerado evidente culpabilidade de Eike Batista ao agir com ambição desmedida, sem se importar com os prejuízos causados aos demais investidores (BRASIL, 2019, p. 1).

A decisão foi proferida pela juíza Rosália Monteiro Figueira, em primeira instância, em 24 de setembro de 2019, a qual o réu propôs apelação. Isso posto, percebe-se que a tutela criminal do uso de informações privilegiadas caminha em passos lentos, especialmente quando constata-se a existência de diversos indícios sendo apurados apenas administrativamente. Todavia ressalta-se que muitos avanços têm sido visualizados na última década.

Conclusão

Diante dos argumentos supracitados, foi possível identificar a importância do combate ao uso da informação privilegiada na sociedade hodierna. Destacando a complexidade em que ocorrem as relações econômicas e como é de extrema relevância que existam condições adequadas para seu funcionamento justo e eficaz. Nesse sentido, qualquer privilégio de informações no atual mercado global tem um potencial devastador, podendo causar inúmeros prejuízos às partes envolvidas, ao Estado e também a todos da sociedade.

Nesse ínterim, cabe destacar a difícil atuação do Direito Penal em tentar solucionar tal crime, dado os inúmeros entraves que dificultam sua tutela. Dessa forma, o presente artigo investigou os desafios particulares da atuação do Judiciário brasileiro quando comparada à ação do Poder Administrativo Sancionador.

Dessa forma, diante da análise realizada, é de se observar, com preocupação, quanto a real efetividade do instrumento penal perante o crime em discussão. Isso ocorre em razão, principalmente, da extrema dificuldade em estabelecer um conjunto de provas robustas para aplicar a regulamentação aos casos concretos, em razão da complexidade inerente ao crime e dos inúmeros avanços tecnológicos que envolvem as relações no mercado.

Conclui-se, portanto, que o principal entrave à responsabilização dos *insiders* na esfera criminal é a custosa tarefa de comprovar a posse e o uso de tais informações privilegiadas por parte de agentes do mercado. Tendo em vista que é necessário um conjunto vigoroso e contundente de informações para que não seja configurado como mera presunção ou convicção do julgador.

Referências

AGUIAR, David Kerber De. A intervenção do Estado na economia e proteção de bens jurídicos pelo Direito Penal no Estado social e democrático de direito brasileiro. III Encontro Virtual do CONPEDI. **Anais [...]**. Florianópolis: CONPEDI, 2021. Disponível em: <http://site.conpedi.org.br/publicacoes/276gsltp/3b53n985/flL5Wz05dk65e4ba.pdf>. Acesso em: 25 fev. 2022.

BOTTINO, Thiago; GUERRA, Luis Roberto Cordeiro. “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 Branco Central**. Vol. 13, Nº 1, jun. 2019. Disponível em: <https://revistapgbc.bcb.gov.br/index.php/revista/issue/view/30/A9%20V.13%20-%20N.1>. Acesso em: 25 fev. 2022.

BRASIL. **Constituição da República Federativa do Brasil de 1988**. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Constituicao/Constituicao.htm. Acesso em: 25 fev. 2022.

BRASIL. **Lei nº 6.385/76, de 7 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: https://www.google.com/url?sa=t&source=web&cd=&ved=2ahUKewiQwe3DzNf2AhV4IrkGHW5DBYAQFnoECBAQAQ&url=http%3A%2F%2Fwww.planalto.gov.br%2Fccivil_03%2Fleis%2F6385compilada.htm&usq=AOvVawo3Kblgsiv e8lhXEPe4Xfnh. Acesso em: 20 mar. 2022.

BRASIL. **Termo de cooperação técnica, 08 de maio de 2008a**. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/convenios/mpf.html>. Acesso em: 25 fev. 2022.

BRASIL. **Instrução CVM nº 607, de 17 de julho de 2019**. Dispõe sobre o rito dos procedimentos relativos à atuação sancionadora no âmbito da Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst607.html>. Acesso em: 25 fev. 2022.

BRASIL, Superior Tribunal de Justiça. **Recurso Especial (REsp) n.º 1569171/SP**. Inteiro Teor do Acórdão, 2016. Disponível em: <https://stj.jusbrasil.com.br/jurisprudencia/861433896/recurso-especial-resp-1569171-sp-2014-0106791-6/inteiro-teor-861433904?ref=serp>. Acesso em: 25 fev. 2022.

BRASIL. Poder Judiciário Federal. **Ação Penal – autos processo nº 0042650-05.2014.4.02.5101**. 3ª Vara Federal Criminal do Rio de Janeiro, 2019. <https://www.conjur.com.br/dl/juiza-condena-eikebatista-oito-anos.pdf>. Acesso em: 25 fev. 2022.

BRASIL. **Processo Administrativo Sancionador Nº 24/05**. Sessão de julgamento do Processo Administrativo Sancionador Nº 24/05, 2008b. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2008/20081007_PAS_2405.pdf. Acesso em: 18 mar. 2022.

DIAS, Lenira Rodrigues, **O Uso Indevido de Informação Privilegiada no Mercado de Capitais**, 2017. Dissertação de mestrado, Iscte - Instituto Universitário de Lisboa. Repositório do Iscte. Disponível em: <http://hdl.handle.net/10071/16811>. Acesso em: 03 de março de 2022.

FERRAZ, Daniel Amin; OTMAN, Samira Mohamad Ali Mahmoud. “Uma análise jus econômica dos desincentivos à prática de insider trading no Brasil”. **Revista Prisma Jurídico**, São Paulo, v. 20, n. 1, p. 100-115, jan./jun. 2021. Disponível em: <https://periodicos.uninove.br/prisma/about/editorialPolicies#custom-2>. Acesso em: 25 fev. 2022.

GIRÃO, Luiz Felipe de Araújo Pontes; MARTINS, Orleans Silva; PAULO, Edilson. “Avaliação de empresas e probabilidade de negociação com informação privilegiada no mercado brasileiro de capitais”. **Revista de Administração**, Vol. 49, N°3, set. 2014. Disponível em: <https://www.revistas.usp.br/rausp/issue/view/6615>. Acesso em: 14 abr. 2022.

MARTINS, Orleans Silva; PAULO, Edilson. “Assimetria de Informação na Negociação de Ações, Características Econômico-Financeiras e Governança Corporativa no Mercado Acionário Brasileiro”. **Revista Contabilidade e Finanças**, Vol. 25, N°64, abr. 2014. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rcf/a/TBT3GhNMtj8XpmGNHkvzxD/?format=pdf>. Acesso em: 14 abr. 2022.

MUSSNICH, Francisco Antunes Maciel Müssnich. **O insider trading no direito brasileiro**. São Paulo, Saraiva, 2017. E-book.

PRADO, Regis Luiz. **Direito Penal Econômico**, Rio de Janeiro, Forense, 8 ed., 2019.

PRADO, Viviane Muller; RACHMAN, Nora; VILELA, Renato. **Insider trading: normas, instituições e mecanismos de combate no Brasil**, São Paulo, FGV Direito SP, 2016. [recurso eletrônico]. Disponível em: <https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/17696#:~:text=O%2oque%20diferencia%20este%20livro,combate%20ao%20uso%20de%20informa%C3%A7%C3%A3o>. Acesso em: 25 fev. 2022.

RAPOSO, Guilherme Guedes. Bem jurídico tutelado e direito penal econômico. In: AMBOS, Kai; BÖHM, María Laura (Coords.). **Desenvolvimentos atuais das ciências criminais na Alemanha**. Brasília: Gazeta Jurídica, 2013.

ZINI, Júlio César Faria. “Apontamentos sobre o Direito Penal Econômico e suas especificidades”. **Revista da Faculdade de Direito da UFMG**, n. 60, Belo Horizonte, jan./jun. 2012. ISSN: 0304-2340. Disponível em: <https://www.direito.ufmg.br/revista/index.php/revista/article/view/P.0304-2340.2012v60p147>. Acesso em: 25 fev. 2022.