

Insider trading: o crime no mundo dos investimentos

Maria Paula Arias Neves Alves

O *insider trading* é um crime contra o mercado financeiro que consiste no uso indevido de informações privilegiadas por um participante do mercado, o qual negocia com base em materiais ainda não divulgados para obter vantagem para si ou para outrem. Assim, para que seja caracterizado o *insider trading*, três elementos hão de estar presentes: (i) a existência de informação privilegiada; (ii) o acesso a essa informação; e (iii) a negociação baseada na informação privilegiada com o objetivo de auferir vantagem. Quando verificado, pode acarretar punição no âmbito civil, administrativo e até mesmo penal.

O *insider*, então, negocia tendo por parâmetro preços que ainda não refletem as condições gerais do mercado. Isso se dá justamente em razão do acesso à informação privilegiada, de modo que, para que se caracterize o delito, esta deve ser, simultaneamente, sigilosa e relevante. Assim, além de não ser de conhecimento do público geral, a informação, para ser privilegiada, deve ter o potencial de influir consideravelmente na cotação de valores mobiliários.

Deste modo, por meio dessa manipulação, o *insider* fere a transparência e a confiança dos investidores, princípios fundantes do mercado de capitais:

A credibilidade das operações do mercado de valores mobiliários se consubstancia na transparência das informações e na divulgação ampla de fato ou ato relevante a fim de garantir a igualdade de condições a todos os investidores de operar no mercado de capitais. Isso se deve ao fato de que o insider negocia com base em preços que ainda não refletem o impacto de certas informações relevantes, que são de seu conhecimento. É por essa razão que se diz que o bem jurídico tutelado pela repressão ao uso de informações privilegiadas é a tutela da confiança depositada pelos investidores, e necessária ao funcionamento eficiente do mercado de capitais.¹

A conduta, ainda, afeta o bom funcionamento do mercado e o torna menos eficiente: a negociação deixa de ser igualitária, interferindo no processo de formação dos títulos de emissão de determinada companhia. Assim, a informação assume protagonismo no contexto do mercado de capitais, uma vez que é determinante na tomada de decisão dos investidores.

¹ SAYDELLES, Rodrigo Salton Rotuno. **A Caracterização do Insider Trading no Direito Brasileiro**. Res Severa Verum Gaudium. Vol. 5. Porto Alegre, 2020.

Nesse sentido, o raciocínio que leva à punição da conduta está justamente no fato que só pode existir um mercado saudável caso sejam asseguradas condições minimamente equitativas a todos os seus investidores no que diz respeito ao acesso às informações. Ainda que na realidade concreta haja uma inevitável assimetria informacional, é necessária certa regulação para que os seus agentes não se utilizem de condutas excessivamente oportunistas ou mesmo fraudulentas, tornando a competição injusta.²

É evidente, então, o grau de nocividade do *insider trading* no mercado financeiro, o que torna a conduta um grande ponto preocupação dos órgãos reguladores de todo o mundo. No Brasil, é um dos principais focos de ação da Comissão de Valores Imobiliários (“CVM”), a qual, segundo o art. 4º, VII, da Lei nº 6.404/76 – Lei das Sociedades Anônimas (“LSA”), é a autoridade competente para “assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários” – e não há dúvidas de que o *insider trading* configura prática não equitativa.

Embora hoje a CVM atue ativamente na fiscalização da matéria, a primeira tentativa de combate ao *insider trading* ocorreu já em 1965, ainda que de forma bastante primitiva, por meio da Lei nº 4.278/65³. Quando instituída, a fiscalização do uso indevido de informações privilegiadas por agentes do mercado competia ao Banco Central, visto que, à época, a CVM nem mesmo existia. Muito embora consistisse em norma isolada e não descrevesse ou tipificasse a conduta como crime ou ato ilícito, foi um primeiro e importante passo para a introdução do tema no país.

Com a promulgação da LSA a matéria recebeu maior atenção, tendo sido caracterizada em seu art. 155. Assim, surgia uma primeira disposição legal que, ainda que limitada, proibiu o *insider trading* no sistema jurídico brasileiro, conferindo-lhe maior concretude:

Art. 155. [...]

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

² COELHO, Fábio Ulhoa. **Lei das Sociedades Anônimas Comentada**. Rio de Janeiro: Grupo GEN, 2021.

³Art. 3º Compete ao Banco Central:

[...]

X – fiscalizar a utilização de informações não divulgadas ao público em benefício próprio ou de terceiros, por acionistas ou pessoas que, por força de cargos que exerçam, a elas tenham acesso.

outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários.

§ 2º O administrador deve zelar para que a violação do disposto no § 1º não possa ocorrer através de subordinados ou terceiros de sua confiança.

§ 3º A pessoa prejudicada em compra e venda de valores mobiliários, contratada com infração do disposto nos §§ 1º e 2º, tem direito de haver do infrator indenização por perdas e danos, a menos que ao contratar já conhecesse a informação.

Observa-se que a redação original do dispositivo restringia o dever de sigilo ao administrador da companhia, vedando, ainda, o aproveitamento da informação sigilosa. Também instituía-se a possibilidade de reparação por danos sofridos na hipótese de violação da obrigação pelo administrador no intuito de obter vantagem com a compra e venda de valores mobiliários.

Em 2001, por meio de importante alteração legislativa, o dever de sigilo deixou de ser incumbido apenas ao administrador, abrangendo qualquer pessoa que viesse ter acesso à informação privilegiada. Surgia, então, uma definição jurídica da conduta no Brasil:

Art. 155. [...]

§ 4º É vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001)

Assim, pelas normas brasileiras já aqui citadas, em conjunto aos arts. 13 da Instrução CVM 358⁴ e 27-D da Lei nº 6.385/76⁵, a CVM entende que todo aquele que possui informação privilegiada é um potencial sujeito ativo da conduta de *insider trading*, o qual é vedado a qualquer pessoa que tenha a ela

⁴Art. 13. Antes da divulgação ao mercado de ato ou fato relevante ocorrido nos negócios da companhia, é vedada a negociação com valores mobiliários de sua emissão, ou a eles referenciados, pela própria companhia aberta, pelos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, ou por quem quer que, em virtude de seu cargo, função ou posição na companhia aberta, sua controladora, suas controladas ou coligadas, tenha conhecimento da informação relativa ao ato ou fato relevante.

⁵ Art. 27-D. Utilizar informação relevante de que tenha conhecimento, ainda não divulgada ao mercado, que seja capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiros, de valores mobiliários: (Redação dada pela Lei nº 13.506, de 2017)

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

tido acesso, e não apenas aos que se encontram na estrutura interna da sociedade.

Nesse sentido, o *insider* pode receber a informação privilegiada de forma direta, em razão da posição que ocupa na companhia, seja como administrador, controlador ou empregado, caso em que é denominado “*insider* primário” ou “institucional”, ou por repasse daqueles que estão dentro da companhia, seja direta ou indiretamente. Estes são os “*insiders* secundários”, que não possuem qualquer relação fiduciária com a sociedade, mas recebem a informação privilegiada dos próprios *insiders* primários.

Em suma, para que haja *insider trading*, deve haver efetiva negociação com base na informação privilegiada tendo por objetivo a obtenção de alguma vantagem para si ou para terceiro. Assim, não são todas as negociações que são vedadas, mas apenas aquelas que são realizadas a fim de angariar benefício a partir de uma informação não divulgada. Inclusive, é justamente por essa razão que nada impede os *insiders* primários de legitimamente negociarem com os valores mobiliários da companhia da qual fazem parte, devendo apenas observar os limites legais aliados à boa prática concorrencial.

Deste modo, se restar provado que o lucro não era o objetivo desejado, não há *insider trading*, o que não equivale a dizer que se não houve efetiva obtenção de lucros não há punição. A CVM tem entendimento consolidado de que a configuração do *insider trading* não depende apenas da lucratividade da operação ou da concreta obtenção da vantagem pretendida, mas do dolo de alcançá-la.

Assim, reside na caracterização do delito a presença de um elemento subjetivo, de difícil prova: o *insider* deve não só ter consciência da ilicitude, como também desejar o resultado, a vantagem indevida⁶. Por óbvio, é impossível adentrar no íntimo do agente para verificar suas motivações, presumindo-se, então, a intenção de obter proveito descabido daquele que negocia valores mobiliários de determinada companhia quando em posse de informações privilegiadas desta.

Nesse sentido, a convicção do juiz sobre a prática de *insider trading* deve se valer de dois elementos: (i) a existência de fato relevante ainda não divulgado ao público; e (ii) a compra e venda de valores mobiliários emitidos pela companhia no período que se interpõe entre a posse da informação sigilosa e a

⁶ N. Eizirik, A. Gaal, F. Parente e M. F. Henriques. **Mercado de capitais – Regime jurídico**. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

sua divulgação ao público⁷. Como exemplos de elementos que podem ser analisados para o convencimento do ilícito, se tem o histórico de operações do acusado, o momento em que as operações foram realizadas e, ainda, o montante investido, sobretudo diante do capital que o potencial *insider* tem disponível.

Portanto, a regulação do delito não é, em hipótese alguma, uma forma de preservar o investidor do feito de uma má escolha, mas de garantir alguma equidade nas condições decisórias. O *insider trading* deve, sim, estar em pauta, bem como ser crescente foco de atuação das autoridades competentes, pois, se não há confiança e transparência, não há mercado de capitais.

⁷ M. Carvalhosa, *Comentários à lei de Sociedades Anônimas, Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações das Leis n. 9.457, de 5 de maio de 1997, 10.303 de 31 de outubro de 2001, e 11.638, de 28 de dezembro de 2007*, 4. ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2009.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

MUSSNICH, Francisco Antunes M. **O insider trading no direito brasileiro - DIG**. São Paulo: Editora Saraiva, 2017.

COELHO, Fábio Ulhoa. **Lei das sociedades anônimas comentada**. Rio de Janeiro: Grupo GEN, 2021.

SAYDELLES, Rodrigo Salton Rotuno. **A caracterização do insider trading no direito brasileiro**. Res Severa Verum Gaudium. Vol. 5, 2020.

PASCHOALINI, Ana Paula; JACOMINI, Fernanda Perez; MERLUSSI, Natália Parmigiani. **Utilização de informação privilegiada**. Revista de Direito Empresarial. Vol. 4, 2014.

GOUVÊA, Marcus de Freitas. **Insider trading, dever de lealdade e a lei penal carente de bem jurídico tutelado**. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais. Vol. 83, 2019.