

# O CRIME DE *INSIDER TRADING* E A NOVA RESOLUÇÃO CVM 44/2021

*INSIDER TRADING AND THE NEW LEGISLATION OF CVM N. 44/2021*

## Alamiro Velludo Salvador Netto

Doutor em Direito Penal pela USP. Professor Titular do Departamento de Direito Penal, Medicina Forense e Criminologia da Faculdade de Direito da USP. Professor do IDP. Advogado criminalista.

Link Lattes: <http://lattes.cnpq.br/7154108447806564>

ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-4750-9352>

[alamiro@avsn.com.br](mailto:alamiro@avsn.com.br)

## Juliana Villa Mello

Graduada em Direito pela FGV. Graduada em Ciências Sociais pela UNICAMP. Advogada empresarial e de mercado de capitais.

ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-4563-0706>

[juliana.mello@jbs.com.br](mailto:juliana.mello@jbs.com.br)

## José Rodolfo Juliano Bertolino

Pós-graduado em Direito Penal Econômico Penal pela FGV. Advogado criminalista.

ORCID: <https://orcid.org/0000-0003-0618-9062>

[jose.bertolino@jbs.com.br](mailto:jose.bertolino@jbs.com.br)

**Resumo:** O artigo pretende analisar os impactos da Resolução CVM 44/2021 na interpretação do tipo penal de *Insider trading* previsto no Brasil. Essa questão ressalta a denominada acessoriedade administrativa, bastante peculiar ao Direito Penal Econômico, uma vez que as alterações na legislação do mercado de capitais podem modificar os próprios limites da incriminação.

**Palavras-chave:** Direito Penal Econômico - *Insider Trading* - Mercado de Capitais - Acessoriedade Administrativa - Informação Sigilosa.

**Abstract:** The article intends to analyze the impacts of CVM Resolution 44/2021 on the interpretation of the *Insider trading* criminal type in Brazilian Law. This issue highlights the so-called administrative accessory, quite peculiar to Economic Criminal Law, since changes in capital market legislation can modify the limits of incrimination.

**Keywords:** Economic Criminal Law - *Insider Trading* - Capital Markets - Administrative Accessories - Confidential Information.

### 1. O delito de *Insider Trading*: o problema da tipicidade

Não é de hoje que a doutrina jurídica insere a temática da criminalização do *Insider Trading* no âmbito da expansão característica do Direito Penal Econômico. Esse fenômeno de horizontalização das criminalizações, algo marcante a partir dos anos de 1990, trouxe uma série de desafios teóricos e práticos ao sistema jurídico-penal.<sup>1</sup> Afinal, o tratamento normativo conferido a delitos mais rudimentares e comumente praticados por autores individuais, tais como lesões físicas e patrimoniais, não costuma resolver tão facilmente ocorrências muito diversas, a exemplo de delitos observados em ambientes corporativos e cuja responsabilidade espalha-se por uma pluralidade de indivíduos hierarquicamente organizados.

Essa diversidade fática e jurídica entre os delitos, motivo que levou autores a distinguir a "criminalidade de massa" daquela outra "criminalidade econômica", impôs a necessária reflexão acerca da capacidade de antigos institutos criminais responderem de modo satisfatório às demandas contemporâneas. Não por acaso a academia dedica-se há décadas a estudar e renovar conceitos elementares do Direito Penal, destacadamente as noções de tipicidade objetiva e subjetiva, de culpabilidade e de autoria e participação (curso de pessoas).

No campo da criminalização do *Insider Trading* chama a atenção o problema fundamental a respeito de sua tipicidade. Duas são as questões dignas de nota. No plano da tipicidade objetiva, o próprio conceito de "informação relevante" ou "sigilosa" demanda uma compreensão à luz da disciplina peculiar e atinente ao mercado de capitais. Trata-se de uma definição construída pelo Direito Administrativo. Ou seja, mostra-se aqui uma dificuldade presente no bojo do Direito Penal Econômico. Ao contrário dos delitos comuns e clássicos, nos quais seus entendimentos costumam estar consolidados, nos crimes econômicos, os elementos normativos flutuam com muita facilidade em decorrência de que seus respectivos conteúdos são dependentes das disposições jurídicas de outros campos do saber. Aparece, portanto, uma acessoriedade normativo-conceitual, a qual deixa o Direito Penal refém, inclusive, de alterações legais no plano do mercado de capitais.

Já no tocante à tipicidade subjetiva, o delito de *Insider Trading* parece tentar radicalizar uma tendência. Sem adentrar agora em detalhes, o Direito Penal Econômico progressivamente aproximou os conceitos de dolo e culpa, havendo uma confusão entre as suas várias dimensões dogmáticas. Mais ainda, os obstáculos que as organizações empresariais impõem à descoberta de "vontades" e "intenções" de cada um de seus integrantes são compensados quase que por um sistema de presunções. Em outras palavras, já que raramente haverá a prova cabal da "ciência" e da "vontade" do sujeito, prefere a universo sancionatório presumir esses elementos como fator a justificar a imputação de responsabilidade. A crise se instaura exatamente no momento em que esse expediente de presunções intenciona romper as fronteiras do Direito Administrativo e resolve contaminar também o sistema criminal.

### 2. O trajeto legal do *insider* e a agudização do problema

O delito de *Insider Trading* aparece originalmente no Brasil por meio de uma alteração legal que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários (Lei 6.385/1976). Esse diploma, modificado pela Lei 10.303/2001, passou a prever uma série de delitos com a finalidade de proteção e controle do mercado, todos eles já preteritamente tipificados em legislações estrangeiras, principalmente na Europa e nos Estados Unidos. No âmbito europeu, por exemplo, **Silveira** e **Ortiz** apontam que a Diretiva 89/592/CEE, de 13 de novembro de 1989, já "intentava a repressão do chamado *Insider Trading*". Posteriormente, "já em contexto comunitário, sobreveio a Diretiva 2003/6/CE do Parlamento Europeu e do Conselho da Europa, que também tratou do uso de informação privilegiada".<sup>2</sup>

O texto brasileiro original, introduzido no art. 27-D, criminalizava a conduta da pessoa física, que utilizasse informação relevante ainda não divulgada no mercado, de que tivesse conhecimento e devesse manter sigilo, e capaz de propiciar vantagem indevida na negociação de valores mobiliários. Atualmente, em decorrência da Lei 13.506/2017, assim está delineado o delito de *Insider Trading* no mesmo art. 27-D da Lei 6.385/1976:

**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.

Essencialmente, a alteração promovida em 2017 buscou transformar um então elemento essencial do tipo em causa de aumento de pena. Explica-se: originalmente a criminalização do *Insider Trading* exigia que a informação utilizada fosse relevante e, além disso, tivesse o sujeito a obrigação de manter sigilo a respeito dela. O delito impunha simultaneamente uma qualidade à informação e a violação do dever de sigilo por parte do criminoso. A atual versão demanda, para a configuração do crime, apenas que o autor se valha de informação relevante, convertendo a violação do dever de sigilo em causa de aumento a ser aplicada somente nas hipóteses em que sobre o indivíduo recaia essa obrigação. Houve, em resumo, um alargamento da criminalização,<sup>3</sup> uma vez que, se antes o delito exclusivamente poderia ser cometido por quem detivesse o dever de sigilo (delito especial), hoje em dia pode ser perpetrado por qualquer um (delito comum).

A alteração legal, portanto, e não sem alguma polêmica doutrinária nesse campo, teria criminalizado tanto os denominados “*Insiders Primários*”, que possuem o conhecimento direto da informação e reúnem o dever de sigilo, quanto os “*insiders Secundários*”, que nada mais são do que indivíduos, desprovidos de quaisquer deveres, porém que receberam a informação privilegiada de alguém. Tratar-se-ia, nessa última hipótese, de uma espécie de acesso não profissional ou ocasional à informação.

Seja como for, e a despeito do tipo penal atual contentar-se com o mero uso da informação relevante para a consumação do ilícito, a questão principal é que esse conceito, por si mesmo, sempre foi de extrema polêmica.<sup>4</sup> Afinal, trata-se de uma informação sobre ato ou fato relevante, o que somente pode ser definido pelas disposições acerca do próprio mercado de capitais. Se não bastasse, perguntas outras aparecem. Por exemplo, qual o nível de conhecimento que o sujeito precisa ter a respeito da relevância da informação de que faz uso? É possível que um sujeito que possua informação relevante negocie no mercado de valores sem dela fazer uso? É preciso prova desse uso efetivo?

Algumas dessas questões podem ser investigadas agora em face da Resolução CVM 44, de 23 de agosto de 2021. Esse documento almeja disciplinar, em consonância e complementariedade com a Lei do Mercado de Valores Mobiliários, a divulgação de informações sobre ato ou fato relevante, a negociação de valores mobiliários na pendência de ato ou fato relevante não divulgado e, finalmente, a divulgação de informações sobre a negociação de valores mobiliários. Evidentemente que a violação das muitas disposições ali contidas poderá redundar não apenas em infração administrativa, porém em autêntico ilícito penal.

Nesse ponto, a questão reside em como a nova resolução pode iluminar e dar corpo ao tipo penal previsto no art. 27-D da Lei 6.385/1976.<sup>5</sup> Solução singela, entretanto, de complicadíssima compatibilidade com os balizas do sistema criminal, seria simplesmente incorporar na seara penal as disposições tais como ali estão, em espécie de cega e total acessoriedade. Outra possibilidade, talvez funcionalmente melhor, seja um impacto seletivo. Isto é, ainda que as inovações da resolução afetem a leitura do tipo penal de *Insider Trading*, essa influência deve ser dosada, sempre nos limites do que permitem as garantias e os princípios do Direito Penal.

### 3. Reflexos penais da resolução CVM 44/2021

Sem prejuízo de outras, três são as disposições que mais direta e potencialmente afetam os contornos do delito de *Insider Trading*. A Resolução estabelece a definição de ato ou fato relevante (art. 2º); o dever de guardar sigilo (art. 8º); e o uso indevido de informação privilegiada (art. 13). Essas previsões podem ou não, a depender da compatibilidade que porventura apresentarem com o sistema criminal, preencher o conteúdo dos elementos normativos do tipo incriminador do art. 27-D, funcionando como acessórios administrativos.

## 3.1

O art. 2º da Resolução CVM 44/2021 traz a definição de ato ou fato relevante. Por óbvio que as informações que disserem respeito a esses mesmos atos ou fatos poderão ser consideradas igualmente relevantes. Essa relevância caracteriza-se por ser o produto da decisão de acionista controlador, deliberação de assembleia geral ou dos órgãos de administração de companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos negócios e com capacidade de influenciar na cotação de valores mobiliários ou na decisão de investidores a respeito desses mesmos papéis. O dispositivo ainda elenca em seu parágrafo único outros vinte e dois incisos, exemplificando atos ou fatos “potencialmente” relevantes.

Não há dúvidas de que o conteúdo desse art. 2º influencia o delito de *Insider Trading*. Todavia, cuida-se de uma acoplagem mais negativa que positiva ou, em outros termos, mais de exclusão do que de afirmação da tipicidade penal. Aliás, o próprio advérbio “potencialmente”, utilizado no parágrafo único do art. 2º da Resolução CVM, deixa isso muito claro. O que se quer dizer é que não parece ser possível a ocorrência do delito de *insider* se a informação utilizada pelo sujeito não se referir a fato/ato que estiver, de algum modo, incluído dentre aqueles do elenco. Nesse sentido, a enumeração pode excluir a ocorrência do delito, caso a informação não diga respeito a nenhum dos exemplos de atos/fatos relevantes ou, ademais, não se inclua dentre aquelas que, na conformidade do *caput*, sejam capazes de influir de modo ponderável na cotação dos valores mobiliários ou na decisão dos investidores. O primeiro plano de aferição do tipo objetivo, em resumo, consiste na identificação da existência de informação atinente a algum dos fatos/atos valorados como relevantes pela própria norma administrativa.

Em outras palavras, o Direito Administrativo permite uma interpretação extensiva da regulamentação, de modo a admitir um caráter exemplificativo (e não exaustivo) do parágrafo único do artigo 2º. O Direito Penal, por sua vez, e muito por conta de seu caráter subsidiário e de sua regência pela estrita legalidade, permite apenas interpretações restritivas, ou seja, são consideradas relevantes para a esfera penal apenas as condutas/situações/atos previstos legalmente, não sendo admitido, em hipótese alguma, um alargamento de disposições legais para o enquadramento de condutas típicas.

No entanto, é preciso mais. A dimensão fragmentária do sistema criminal exige que, para além de estar prevista na resolução, a informação atinente ao fato/ato relevante seja potencialmente capaz de propiciar a vantagem indevida. É necessário que a informação tenha um caráter decisivo, ainda que não exclusivo, para o sucesso da decisão tomada pelo infrator a respeito da operação. Aqui deve ser feita uma sutil distinção. Uma coisa é o fato ou ato relevante apto a tornar a informação igualmente relevante em termos administrativos. Para o sistema criminal, todavia, é preciso que a informação não só diga respeito a fato relevante, como seja ela própria do mesmo modo relevante para a obtenção da vantagem econômica. Existe uma dupla valoração. A relevância do fato/ato pode ser extraída da Resolução CVM, enquanto a relevância da informação para a consumação do delito deverá ser aferida a partir de seu caráter operacional, instrumental e imprescindível para a obtenção da vantagem indevida. No campo penal, em resumo, exige-se uma informação sobre fato/ato relevante, que seja também relevante para o alcance da vantagem criminosa.

## 3.2

O segundo ponto fundamental de encontro entre a Resolução CVM e o delito de *Insider Trading* reside na determinação daqueles que possuem a obrigação de sigilo em face das informações relativas aos fatos/atos relevantes. A violação desse sigilo, embora não seja mais elemento essencial do tipo incriminador, consiste em causa de aumento de pena na hipótese do agente dela se valer para praticar o crime (§ 2º do art. 27-D), ou implicará em delito autônomo se a informação confidencial for revelada a alguém (§ 1º do art. 27-D).

O art. 8º da Resolução, parece complementar a norma de dever de sigilo, uma vez que estabelece quem são aqueles sobre os quais recai a obrigação, bem como o momento em que esse encargo de silêncio será cessado. Diz a regra administrativa que os 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, devem 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. Percebe-se que a Resolução assessora a norma penal, esclarecendo aqueles sujeitos especiais que possuem a obrigação de sigilo.

A segunda parte do art. 8º, por outro lado, é criminalmente neutra, pois impõe aos sujeitos obrigados o dever de zelar para que subordinados e terceiros de sua confiança também o façam, respondendo administrativa e solidariamente com estes na hipótese de descumprimento. Essa espécie de dever de vigilância, se violado, poderá tão somente acarretar sanções administrativas, nos termos do art. 11 da Lei 6.385/1976. Criminalmente não existe previsão legal de delito omissivo, que impute a responsabilidade por conduta semelhante.

### 3.3

Por fim, merece análise o art. 13 da Resolução CVM, o qual estabelece a infração administrativa do uso indevido de informação privilegiada. O *caput* da norma administrativa aproxima-se de sua congênere penal, uma vez que afirma ser 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, mediante a negociação de valores mobiliários.

O problema, surge nas disposições subsequentes. A CVM, nitidamente para facilitar o incremento repressivo de suas normas, resolveu estabelecer uma série de presunções relativas (art. 13, § 2º, I) de cometimento dessa infração. Por meio dessas presunções é articulado um modelo, que permite a imputação de responsabilidades incompatível com as balizas do sistema criminal. Pode-se dizer, sem qualquer hesitação, que essas disposições do art. 13 da Resolução, se válidas no campo administrativo-disciplinar, são penalmente imprestáveis.

Um exemplo disso é a presunção de que a pessoa, que negociou valores mobiliários dispondo de informação relevante ainda não divulgada, fez uso de tal informação na referida negociação (art. 13, § 1º, I). Essa previsão, se aplicável no âmbito penal, fulminaria a exigência do próprio tipo objetivo do art. 27-D. Isso porque a tipificação penal exige que a informação relevante seja imprescindível, decisiva para a busca da vantagem indevida. Esse caráter decisivo precisa ser criminalmente comprovado, o que apenas será possível se for demonstrado, e não presumido, que a informação foi utilizada pelo sujeito para decidir o seu comportamento no mercado de valores mobiliários. A aceitação de repercussão penal da presunção administrativa conduziria a autêntico drible na exigência expressa de um elemento essencial do tipo incriminador.

Vale ainda mencionar a presunção contida no art. 13, §1º, II, da Resolução CVM. Nessa hipótese, e para a caracterização do ilícito administrativo, presume-se que acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração e do conselho fiscal, e a própria companhia, em relação aos negócios com valores mobiliários de própria emissão, tenham acesso a toda informação relevante ainda não divulgada. Aqui a presunção afronta por duas vezes a tipicidade penal. Em primeiro lugar, burla a exigência probatória acerca do efetivo uso da informação. Em segundo lugar, viola a tipicidade subjetiva, pois despreza o conhecimento e sua respectiva comprovação como elemento

caracterizador do dolo. Os aspectos volitivos e cognitivos do dolo não podem ser simplesmente presumidos, porém devem ser provados.

Aliás, um outro ponto aqui merece ser ressaltado. Um executivo, conhecedor da informação privilegiada em decorrência de sua posição societária, poderia, ao dela lançar mão no mercado mobiliário, suscitar uma causa de exculpação? Seria esse o caso, por exemplo, do gestor que se vale de informação privilegiada para salvar sua empresa da bancarrota, a que seria inexoravelmente submetida após a divulgação das respectivas notícias? Afinal, além de deveres de sigilo e de abstenção no uso de informações privilegiadas assumidos pelos controladores em razão de sua posição, possuem eles igualmente um dever de zelar pela companhia como um todo, impedindo os impactos econômicos, financeiros e social da quebra.

A depender do caso concreto, e aqui as circunstâncias reais são essenciais para o deslinde da matéria, não parece fora de cogitação a ocorrência de fenômeno jurídico identificável com o estado de necessidade exculpante ou algo próximo da inexigibilidade de conduta diversa. Ainda que o bem jurídico sacrificado, na hipótese, o sistema financeiro por meio da garantia da isonomia informativa dos *players* no mercado, possa não ser visto como hierarquicamente inferior à higidez econômico-financeira de uma específica empresa, a lógica do estado de necessidade exculpante serve exatamente para dar conta desses episódios. Ou seja, situações não justificadas, portanto ilegais, mas que permitem, por suas peculiaridades, desculpar o autor, tornando a pena desnecessária à luz do juízo de culpabilidade. No campo do Direito Penal Econômico essa construção já não é de todo estranha, aparecendo, por exemplo, nos delitos tributários e previdenciários.

### 4. À guisa de conclusão

A nova Resolução CVM 44, de 23 de agosto de 2021, tem o potencial de impactar a compreensão e respectivo conteúdo dos elementos normativo-jurídicos do tipo incriminador de *Insider Trading*. O diploma administrativo pode auxiliar na melhor elaboração dos conceitos de fato/ato relevante em matéria criminal, bem como na delimitação dos sujeitos especiais sobre os quais recai o dever de sigilo em face de informações confidenciais.

Ao mesmo tempo, esse potencial de acessoriedade que a Resolução permite deve ser vista com cuidados e reservas. Exatamente por se tratar de um diploma cujas genética e finalidade estão inseridas no âmbito administrativo e disciplinar, muitas de suas disposições apresentam incompatibilidades com os princípios e garantias do sistema criminal. O melhor exemplo disso é o modelo de presunções estabelecido. Se por um lado, a finalidade das presunções é a maior imposição e efetividade de deveres aos sujeitos no mercado de capitais, por outro lado, essas formulações não podem atravessar a fronteira em direção ao Direito Penal, cujo respeito à legalidade impõe a comprovação, por meio de prova lícita, de todos os elementos que compõem o tipo incriminador.

Por fim, nota-se a reflexão necessária a ser feita ainda sobre a possibilidade de ocorrência de causas de exculpação, ou excludentes de culpabilidade, no âmbito da utilização de informações privilegiadas, principalmente por parte de administradores cujos deveres de sigilo e abstenção do uso dessas informações podem colidir com a obrigação de zelar pela manutenção e saúde econômico-financeira da pessoa jurídica.

### Notas

<sup>1</sup> SILVEIRA; ORTIZ, 2013, p. 325-352.

<sup>2</sup> SILVEIRA; ORTIZ, 2013, p. 330.

<sup>3</sup> No mesmo sentido: KOZIKOSKI, 2018, p. 180.

<sup>4</sup> Igualmente apontando a polêmica na delimitação do conceito de "informação privile-

giada": ALONSO, 2009, p. 125-126.

<sup>5</sup> Exatamente porque a lei penal brasileira não traz a definição de muitos de seus conceitos, obriga-se o intérprete a "buscar em outra norma o seu significado". (NEVES, 2013, p. 86).

### Referências

ALONSO, Leonardo. *Crimes contra o mercado de capitais*. 2009. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.  
KOZIKOSKI, Anne Carolina Stipp Amador. *Limites da intervenção penal no mercado de valores: análise do uso de informação privilegiada – insider trading*. 2018. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2018.  
NEVES, Heidi Rosa Florêncio. *Direito administrativo sancionador e o crime de insider trading*. 2013. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013.  
SILVEIRA, Renato de Mello Jorge; ORTIZ, Mariana Tranchesi. Em tema de insider trading:

anotação ao primeiro julgamento condenatório perante o TRF da 3 região. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*: São Paulo, v. 16, n. 61, p. 325-352, 2013.  
BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Resolução nº 44/2021, de 23 de agosto de 2021*. Presidente Marcelo Barbosa. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol044.html>. Acesso em: 19 de abril de 2022.  
BRASIL. *Lei Federal Nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976*. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Brasília, DF: Presidência da República, 1976. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6385.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm). Acesso em: 19 de abril de 2022.

Autores (a) convidados (a)