



Uma análise juseconômica dos desincentivos à prática de *insider trading* no Brasil

A juseconomic analysis of disincentives to insider trading in Brazil

Daniel Amin Ferraz

Centro Universitário de Brasília (UniCEUB)

Doutor em Direito Empresarial Internacional pela Universidad de Valencia, Espanha

Professor do Programa de Mestrado e Doutorado em Direito do Centro Universitário de Brasília (UniCEUB).

Brasília / Distrito Federal / Brasil.

daniel.amin@afcadvogados.adv.br



Samira Mohamad Ali Mahmoud Otman

Centro Universitário de Brasília - UniCEUB

Mestre em Direito pelo Centro Universitário de Brasília (UniCEUB)

Membro do Grupo de Pesquisa de Direito Empresarial (DEMP) do Centro Universitário de Brasília (UniCEUB).

Brasília / Distrito Federal / Brasil

samiraotman.edu@gmail.com

Resumo: A noção popular de que o uso de informação privilegiada (*insider trading*) é um crime sem punição, e cuja prática “compensa”, tem sido difundida no Brasil. Mesmo o aumento do número de condenações na esfera administrativa não parece dissuadir a sua ocorrência, a despeito da cominação de multas superiores ao ganho esperado pela prática do crime. O presente trabalho tem por objetivo identificar a estrutura de desincentivos à prática de *insider trading* no Brasil, e verificar se é suficiente para repelir o seu cometimento. Por meio de análise normativa e da atividade sancionadora da CVM (e correspondente judicialização de casos), da jurisprudência do STJ sobre a matéria e de pesquisa doutrinária, este artigo demonstra, à luz da Teoria Econômica do Crime, que a fixação de multas elevadas em relação às vantagens obtidas com esse crime não é suficiente para desincentivar essa prática devido à baixa probabilidade de punição dos agentes.

Palavras-chave: *insider trading*; análise econômica do direito; teoria econômica do crime.

Abstract: The common notion that the use of privileged information (*insider trading*) is a crime without punishment, and, therefore, pays off, has been spread in Brazil. Even the increase in administrative convictions does not seem to repel its occurrence, despite the enforcement of fines higher than the expected gain from committing the crime. This paper aims to identify the Brazilian structure of disincentives to *insider trading*, and to verify if it is enough to repel its occurrence. Through an analysis of rules concerning the subject and of the CVM’s sanctioning activity (and corresponding judicialization of cases), the STJ’s jurisprudence on the matter and a doctrinal research, this paper demonstrates, under the Economic Theory of Crime, that setting high fines regarding the gains obtained by *insider trading* is not enough to discourage that practice due to low probability of punishment of its perpetrators.

Key words: *insider trading*; economic analysis of law; economic theory of crime.

Para citar este artigo

ABNT NBR 6023:2018

FERRAZ, Daniel Amin; OTMAN, Samira Mohamad Ali Mahmoud. Uma análise juseconômica dos desincentivos à prática de *insider trading* no Brasil. *Prisma Jurídico*, São Paulo, v. 20, n. 1, p. 100-115, jan./jun. 2021. <http://doi.org/10.5585/prismaj.v20n1.16005>.

1 Introdução

Em contraponto ao entendimento retributivista, o presente trabalho adota uma abordagem utilitária sobre o tratamento dado ao crime de utilização de informação privilegiada – também conhecida como *insider trading* – pela estrutura brasileira de incentivos sobre a matéria. Para tanto, parte-se da premissa de que a criminalização de um determinado ato e a punição decorrente da sua prática estão intimamente ligadas à redução de custos sociais para a sua dissuasão (COOTER; ULEN, 2016, p. 455).

A criminalização do uso de informação privilegiada não se presta a compensar aqueles que forem prejudicados (ainda que fosse possível fazê-lo de forma perfeita), o que se daria por intermédio da internalização dos custos decorrentes da conduta dos ofensores, mas apenas a dissuadir a sua prática mediante o menor custo social possível (COOTER e ULEN, 2016, p. 455). Isso se confirma pelo fato de que, ainda que tenham sido propostas ações civis públicas para fins de reparação civil, os “resultados não foram revertidos em benefício de quem eventualmente sofreu algum dano” (PRADO; RACHMAN; VILELA, 2016, p. 81).

Afinal, o acesso a informações privilegiadas consiste em uma vantagem competitiva que, ao garantir certa previsibilidade sobre o seu resultado, diminui o risco das operações no mercado de capitais. Por isso, possibilita aos seus detentores controlar preços de forma artificial, às custas de investidores que não têm acesso às informações porque ainda não foram levadas ao conhecimento público (BOTTINO; GUERRA, 2019, p. 136).

Em um setor notoriamente arriscado, em que as informações às quais se tem acesso são decisivas para a alocação de recursos, o seu uso indevido trata-se de uma prática nociva ao próprio sistema financeiro. Eventuais danos aos investidores ignorantes dessas informações podem resultar também em uma desconfiança generalizada no mercado, e, assim, prejudicar o seu funcionamento (BOTTINO; GUERRA, 2019, p. 136).

Dentre os crimes de colarinho branco, aqueles referentes ao mercado financeiro / de capitais têm destaque devido às altas cifras envolvidas na sua prática, além da impressão generalizada de que seus agentes quase sempre ficam impunes. Ademais, o uso indevido de informações privilegiadas, que se inclui nessa categoria, também é apontado como uma das maiores fraquezas da governança corporativa no mercado nacional (DE MEDEIROS, 2009, p.8).

Por outro lado, medidas como o estabelecimento de uma penalidade pecuniária superior à vantagem em potencial de *insider trading* pode significar um eficaz mecanismo de desincentivo à sua prática, uma vez que o custo esperado do crime excede a vantagem

pretendida, ainda que esta não chegue a se concretizar, no passo em que punição mais branda ou equivalente àquela vantagem poderia ser vista como lucrativa. (COOTER; ULEN, 2016, p. 465-466).

Parte-se do pressuposto, à luz da Teoria Econômica do Crime, de que a prática de atos ilícitos é relacionada ao seu custo-benefício para o agente, de modo que a utilidade esperada do ato criminoso deve ser mais vantajosa do que aquela advinda da prática de outras atividades (adequadas à lei) para o atingimento do resultado pretendido (BECKER, 1968, p. 176). Afinal, para chegar à utilidade esperada da prática ilícita, o agente pondera aspectos como a vantagem pretendida, a probabilidade de sofrer ou não alguma punição e seu eventual custo (ALENCAR; GICO JR., 2011, p.77).

A proporção entre a utilidade esperada da prática ilícita e a desutilidade correspondente à probabilidade de punição e respectivos custos se traduz em incentivo para o cometimento ou não do ilícito, considerando a vantagem pretendida pelo agente. Trata-se, portanto, de uma questão sobre custo-benefício da alocação do tempo do agente, que tende a tomar decisões de acordo com o custo de oportunidade, e, principalmente, conforme a probabilidade da ocorrência e a extensão de uma eventual punição (ALENCAR; GICO JR., 2011, p.77).

Nesse sentido, o presente trabalho foi organizado de forma a, em um primeiro momento, verificar as regras existentes sobre a caracterização do uso de informação privilegiada enquanto prática ilícita e as consequentes penalidades passíveis de serem impostas para promover a sua dissuasão. Então passa-se a um panorama sobre casos de processamento e punição por *insider trading*, e, posteriormente, à análise sobre a forma como o sistema de incentivos existente no Brasil influencia (ou não) o pretendido desincentivo da conduta, considerando fatores como a probabilidade de punição e a magnitude das penalidades cominadas.

Para tanto, utiliza-se como método uma combinação de análise: da normativa concernente ao crime de uso de informação privilegiada, que compreende como normas as regras extraídas de precedentes judiciais (GICO JR., 2018, p. 59 e 66); da atividade sancionadora da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e da judicialização de casos no âmbito criminal, com base em dados de trabalhos e estudos empíricos; da jurisprudência do Superior Tribunal de Justiça (STJ) sobre a matéria; e de pesquisa doutrinária sobre estruturas de desincentivos à prática de determinados atos segundo a Análise Econômica do Direito.

2 As regras de caracterização de *insider trading* e respectivas punições

Conforme dito anteriormente, devido ao seu potencial danoso contra o sistema financeiro, a prática de *insider trading* é disciplinada no âmbito do Direito Penal Econômico,

FERRAZ, Daniel Amin; OTMAN, Samira Mohamad Ali Mahmoud. Uma análise juseconômica dos desincentivos à prática de *insider trading* no Brasil

que visa garantir a livre concorrência (BOTTINO; GUERRA, 2019, p. 136) mediante a vedação de práticas que possam causar distorções no mercado. Nesse caso, o foco recai sobre o mercado de capitais.

O uso de informação privilegiada foi tipificado em 2001, no art. 27-D da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976 (incluído pela Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001). Para a configuração do crime de *insider trading*, originalmente, era necessário que: a informação utilizada fosse considerada relevante, por ser capaz de proporcionar vantagem indevida mediante a negociação de valores mobiliários, e ainda não tivesse sido divulgada no mercado na época de sua utilização; e que o seu praticante tivesse o dever de manter aquela informação em sigilo (BRASIL, 1976).

De acordo com a supracitada redação original do dispositivo, para que obtivesse acesso à informação relevante em função de seu cargo, e que, por isso, tivesse o dever de mantê-la em sigilo, o sujeito ativo do crime teria de ser acionista ou executivo da companhia emissora de valores. Sua responsabilidade abarcaria até mesmo os atos de funcionários ou subordinados (que não partilhassem dessa obrigação) a quem confiasse tal informação, caso fosse utilizada de forma indevida - afinal, deveria ser preservada em relação a terceiros (BOTTINO; GUERRA, 2019, p. 140-141).

A vedação do uso de informações privilegiadas é um desdobramento do dever de transparência na divulgação de informações relevantes às companhias (princípio de *full disclosure* - “divulgação completa”, em tradução livre). Trata-se de uma garantia para que os investidores possam decidir livremente sobre a alocação de seus recursos (BOTTINO; GUERRA, 2019, p. 138), em condições de igualdade de concorrência.

Posteriormente, o art. 27-D da Lei nº 6.385/76 foi alterado pela Lei nº 13.506, de 13 de novembro de 2017, de forma que o dever de sigilo passou a ser tratado não mais como um requisito para a caracterização do crime de *insider trading*, mas como um fator determinante para o aumento da pena prevista em um terço. Essa alteração tornou mais abrangente a possibilidade de caracterização da prática delitiva em relação aos seus autores, que não mais precisariam ter a obrigação de manter a informação sigilosa para que o seu uso viesse a ser considerado ilegal. (BRASIL, 2017a).

Ademais, o referido dispositivo só reconhecia como sujeito passível de cometer o crime aquele que tivesse acesso direto à informação privilegiada em função do cargo que ocupasse, razão pela qual é classificado como “*insider* primário”. Já a redação superveniente passou a admitir a responsabilização de terceiros que fizessem uso dessa informação, conhecidos como

“*insiders* secundários”, caso tivessem obtido acesso privilegiado (de forma direta ou indireta) por meio dos *insiders* primários (BOTTINO; GUERRA, 2019, p. 142).

Além de ser tratada pela esfera penal, a matéria é regulada pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), em reforço à tentativa de garantir a simetria de acesso à informação no setor, que tem se tornado cada vez mais relevante com o passar do tempo (BOTTINO; GUERRA, 2019, p. 136). Essa autarquia tem como atribuições “proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores” contra o “uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários” e “assegurar o funcionamento eficiente e regular” do mercado de capitais, nos termos do art. 4º, incisos III e IV, alínea “c”, da Lei nº 6.385/76 (BRASIL, 1976).

A instrução CVM nº 358/2002, por sua vez, esclareceu o que deveria ser considerado ato ou fato relevante sobre o mercado mobiliário de ações no rol exemplificativo de seu art. 2º. Conforme disposto nos incisos I, II e III do caput do dispositivo, são consideradas relevantes principalmente as informações que possam interferir em aspectos dos valores mobiliários, tais como a sua cotação e o seu gozo pelos titulares – a exemplo daquelas concernentes a deliberações acionárias, administrativas ou negociais, assim como sobre fatos de natureza política, econômica ou financeira (BRASIL, 2002).

Foram justamente as supramencionadas disposições que permitiram que o primeiro caso (dentre poucos) sobre uso de informação privilegiada fosse levado à esfera judicial. Até o ano de 2016, era o único que havia sido apreciado por um tribunal superior e acarretado condenação criminal pela prática do crime de *insider trading*. Esse primeiro julgado transpareceu esforços no sentido de tornar menos proveitosa a prática do delito, principalmente quando se pondera as regras advindas do acórdão do Superior Tribunal de Justiça (STJ) sobre a matéria (PRADO; RACHMAN; VILELA, 2016, p. 77 e 80) – algumas das quais cumpre explorar após breve contextualização do caso concreto.

O supramencionado caso foi objeto de julgamento pelo Superior Tribunal de Justiça (STJ) em sede do Recurso Especial nº 1.569.171 - SP (2014/0106791-6), que versou sobre a conduta de indivíduos que providenciaram a compra de ações de emissão da Perdigão S/A após tomarem conhecimento de reunião em que o Banco ABN AMRO S/A contactou a Sadia S/A acerca da possibilidade de uma oferta hostil das ações da Perdigão, na presença de ocupantes de cargos considerados de “alta relevância”. (BRASIL, 2016, p. 9).

Os valores da Perdigão foram comercializados na forma de *American Depositary Receipts* (ADRs) (BRASIL, 2016, p. 9): certificados emitidos no exterior que facilitam a negociação de ativos no âmbito internacional. Conforme regulamentação desses programas em sede da Instrução CVM nº 559, de 27 de março de 2015, as ações são depositadas em custódia

FERRAZ, Daniel Amin; OTMAN, Samira Mohamad Ali Mahmoud. Uma análise juseconômica dos desincentivos à prática de *insider trading* no Brasil

de uma instituição autorizada e podem ser comercializadas por meio de *Depositary Receipts* no mercado internacional (BRASIL, 2015).

Caso viesse a se concretizar a operação pretendida sobre o controle acionário, a manobra perpetrada (por intermédio de uma *offshore* – companhia estrangeira – nas Ilhas Virgens Britânicas, um notório paraíso fiscal) pelos recorrentes teria o potencial de lhes render vantagens pecuniárias. No entanto, a tentativa de tomar o controle acionário da Perdigão S.A. foi frustrada apenas dias após o seu início, em julho de 2006. Ao contrário do cenário previsto naquela reunião, em uma literal reviravolta ocorrida somente no ano de 2009, o controle acionário da Sadia foi adquirido pela Perdigão (BRASIL, 2016, p. 11).

A despeito de as circunstâncias esperadas pelos recorrentes não terem se concretizado, o fato de que esses haviam tomado por base tal informação para proceder com a compra de ADRs motivou a sua caracterização como “relevante”, nos termos da normativa competente. Assim, aqueles que fizeram uso da informação (interpretada como) privilegiada foram punidos na esfera administrativa e, posteriormente, indiciados criminalmente pela prática de *insider trading*: o que acarretou a primeira condenação judicial por essa prática no Brasil (BRASIL, 2016, p. 11).

A primeira instância da esfera judicial determinou a prescindibilidade da efetiva obtenção de vantagem para que fosse configurado o delito, cuja natureza foi reconhecida como formal, de modo que seria suficiente a utilização da informação privilegiada com esse intuito. Dentre as circunstâncias mencionadas no caso, a utilização de *offshore* e a obtenção de financiamento para viabilizar a segunda aquisição de ações serviram para evidenciar o que o tribunal considerou como “elevada culpabilidade” dos réus, em especial do responsável por informar fatos relevantes aos investidores (BRASIL, 2016, p. 18).

Dentre as penalidades inicialmente imputadas aos réus, cumpre mencionar: penas de reclusão, em regime aberto, aumentadas em 1/6 (um sexto) pela prática de crime continuado; multas lastreadas pelo valor do lucro presumido das operações, uma das quais foi fixada no patamar de R\$349.711,53 (trezentos e quarenta e nove mil e setecentos e onze reais e cinquenta e três centavos); e a proibição do exercício de cargo de natureza similar à do que ocupava um dos réus por período equivalente ao do cumprimento da pena. As penas de reclusão chegaram a ser majoradas pela segunda instância, que também estipulou indenização por danos morais coletivos de, no mínimo, R\$254.335,66 (duzentos e cinquenta e quatro mil e trezentos e trinta e cinco reais e sessenta e seis centavos) (BRASIL, 2016, p. 4).

Em sede do julgamento do recurso especial interposto pelos réus, o STJ confirmou tanto a natureza formal do delito correspondente à utilização de informação privilegiada (*insider*

trading), como a relevância da informação sobre a possível tomada de controle acionário – ainda que versasse sobre a “mera expectativa de realização de um negócio jurídico”, em função do intuito de obter vantagem indevida. Também foi determinada a inaplicabilidade dos danos morais coletivos devido à irretroatividade da lei nº 11.719/2008 (que havia fundamentado a sua fixação). (BRASIL, 2016, p. 1 a 3).

Ocorre que o referido acórdão proferido pelo Superior Tribunal de Justiça manteve o lucro presumido como base de cálculo da penalidade pecuniária (BRASIL, 2016, p. 1 a 3), ao invés de se ater aos limites expressos em lei para a fixação de multa no caso da utilização ilícita de informação privilegiada. Afinal, a Lei nº 6.385/76 estabelece parâmetro para a cominação de multa que remete explicitamente à efetiva obtenção de vantagem pelo praticante do crime: a previsão do art. 27-D sobre o tema é reforçada pelo art. 27-F, que determina que a fixação de multa deve ocorrer em razão do “dano provocado ou da vantagem ilícita auferida pelo agente”, não podendo ultrapassar três vezes o seu valor (BRASIL, 1976).

Enquanto a lei já previa parâmetros para a fixação de multa de acordo com a efetiva obtenção de vantagem com a sua prática (BRASIL, 1976), o acórdão do STJ introduziu a possibilidade de cominação de multa com base no lucro presumido da operação, ainda que essa não tenha sido bem-sucedida (BRASIL, 2016, p. 1 a 3).

Considerando que as decisões judiciais – enquanto instrumentos para o exercício da atividade adjudicatória do Poder Judiciário – são capazes de criar normas que possuem a mesma imperatividade que as leis (GICO JR., 2018, p. 59 e 66), é possível extrair do referido precedente uma regra diversa daquela disposta na legislação para a imposição de penalidade pecuniária, no que diz respeito ao crime de *insider trading*. Afinal, a decisão passa a influenciar casos futuros sobre circunstâncias similares, e, portanto, integra a estrutura normativa de incentivos ou desincentivos à prática de determinada conduta (POSNER, 2014, p. 33).

À parte de discussões sobre ativismo judicial ou sobre a (in)adequação do precedente à letra da lei, portanto, para o presente trabalho importa a sua tradução em regras (GICO JR., 2018, p. 66) integrantes da estrutura de incentivos voltada a dissuadir a utilização de informação privilegiada pelos seus detentores no mercado financeiro.

Verifica-se que a base de cálculo para a fixação de multa foi emancipada da efetiva obtenção de lucro, de modo que a penalidade pecuniária do tipo penal (tal como compreendido pelo STJ) passou a se referir também ao valor estimado, a título de vantagem, que o praticante do ato poderia ter auferido. Ressalta-se que a concretização da vantagem também não se revela condição para a caracterização do crime, cuja natureza é formal, sendo suficiente que a informação relevante tenha o potencial de propiciá-la. (BRASIL, 2016, p. 1 a 3).

FERRAZ, Daniel Amin; OTMAN, Samira Mohamad Ali Mahmoud. Uma análise juseconômica dos desincentivos à prática de *insider trading* no Brasil

Aparentemente, as penalidades (pelo menos de natureza pecuniária) voltadas a dissuadir a prática de *insider trading* têm se pautado em uma elevada magnitude de pretensão punitiva (PRADO; RACHMAN; VILELA, 2016, p. 66). Por outro lado, estima-se que a punição pela prática de crime possua maior influência sobre a conduta humana quanto à probabilidade de chegar a ser imposta, enquanto a sua extensão (apesar de também possuir o condão de interferir no comportamento dos agentes) não seria tão eficiente para dissuadir o comportamento indesejado pela lei (ALENCAR; GICO JR., 2011, p. 77).

A supracitada premissa já foi utilizada para análise sobre a estrutura brasileira de incentivos para o combate à corrupção, cuja conclusão foi a de que a pouca probabilidade de efetiva punição se traduzia em um incentivo à prática daquele crime (ALENCAR; GICO JR., p. 90). E a prática de *insider trading* pode ser relacionada à corrupção devido a um fator em comum: ambos os crimes pressupõem o acesso dos praticantes a uma informação que não está disponível para todos, e se aproveitam dessa assimetria para obter vantagens indevidas (DE MEDEIROS, 2009, p. 3).

Cumprе ressaltar que a própria edição da Lei nº 13.506/17 – que ampliou o alcance da vedação ao uso de informação privilegiada e da sua respectiva punibilidade – pode ser vista como uma consequência da “elevada crise moral” e política que o país tem vivenciado nos últimos anos, em resposta aos notórios casos de corrupção que vieram à tona (MÂNICA, 2019, p. 24).

3 As condenações administrativas por *insider trading*: indicativos sobre a magnitude das penalidades e a pouca probabilidade de punição

Casos sobre o uso de informação privilegiada julgados pela CVM durante o período entre 2002 e 2015 foram objeto de análise no livro “*Insider trading*: normas, instituições e mecanismos de combate no Brasil”. Esse trabalho demonstra a estrutura de incentivos sobre a matéria na realidade brasileira, em que a maioria dos julgamentos administrativos se refere a informações acerca da modificação da estrutura de capital, seguida por outras de índole financeira (PRADO; RACHMAN; VILELA, 2016, p. 61) consideradas relevantes, em observância ao rol exemplificativo do art. 2º da Instrução CVM nº 358/2002 (BRASIL, 2002).

Desde a criminalização da prática, em 2001, a matéria vinha sendo submetida à apreciação administrativa com frequência que variava entre dois e quatro casos por ano (com algumas exceções), até que se tornou mais expressiva a partir de 2010. No intervalo entre 2002 e 2015, os casos relacionados ao uso de informação privilegiada representaram em torno de 7%

dos processos administrativos julgados pela CVM: de um total de 764 processos, 50 eram referentes à prática de *insider trading* (PRADO; RACHMAN; VILELA, 2016, p. 41 a 47).

Os dados referentes ao perfil dos indiciados pela prática ilícita naquele período sugerem uma maior suspeita de incidência, na seguinte ordem, entre: (1º) “agentes de mercado”, que não tinham acesso direto à informação; (2º) “internos”, indivíduos que possuíam vínculo direto com a emissora dos valores negociados; e (3º) “externos”, indivíduos que não possuíam vínculo direto com a emissora, embora fossem relacionados profissionalmente à informação. (PRADO; RACHMAN; VILELA, 2016, p. 47 a 49).

Ressalta-se que a classificação de indiciados como “agentes de mercado” consubstancia: bancos e pessoas com que mantêm relação; corretoras de valores e respectivos funcionários; ex-administradores; fundos de investimento e pessoal envolvido na sua administração; investidores; e parentes de indiciados internos e/ou do mercado. Dentre os “internos” encontram-se os acionistas, os administradores e os funcionários da companhia emissora de valores. E os “externos” abarcam o banco envolvido na operação, assim como consultorias e assessores jurídicos. (PRADO; RACHMAN; VILELA, 2016, p. 49).

Embora não inseridos no grupo (agentes de mercado) em que foi verificado o maior número de indiciados (resultante da soma dos indivíduos de cada uma daquelas classificações), os administradores de companhias emissoras (51) protagonizaram a maioria dos indiciamentos perante a CVM, seguidos por investidores (48) e corretoras de valores com seus respectivos funcionários (40). (PRADO; RACHMAN; VILELA, 2016, p. 49).

Do total de 223 indiciados: 137 eram agentes de mercado, 74 eram internos e apenas 12 eram externos; e 59 chegaram a ser condenados, o que corresponde à punição administrativa de cerca de 35% dos indiciados. Todos os indiciados foram absolvidos em 44% dos casos, enquanto a punição total ou parcial dos envolvidos em outros casos foi equivalente a 28% cada. Até o final do período, foram condenados 16 administradores, além de quatro ex-administradores (houve somente uma absolvição dentre os últimos) (PRADO; RACHMAN; VILELA, 2016, p. 49 e 50).

Por um lado, o número de indiciados e a respectiva instauração de processos administrativos pela CVM não basta para aferir a efetiva incidência do crime de *insider trading*, principalmente em função do considerável número de casos em que houve absolvição. No entanto, a falta de êxito para a condenação em boa parte dos processos também pode ser um reflexo de outras circunstâncias em torno do uso de informações privilegiadas.

A complexidade das operações nesse mercado – em conjunto com inovações tecnológicas do setor – dificultam cada vez mais a sua fiscalização, que já encontrava

obstáculos para demonstrar a transmissão e respectivo uso da informação privilegiada no que se refere aos *insiders* secundários. Afinal, o seu acesso dos últimos não costuma ficar documentado em razão de qualquer vínculo formal, o que pode impossibilitar a sua comprovação (BOTTINO; GUERRA, 2019, p. 146).

Por outro lado, é possível que a celebração de Termos de Compromisso no âmbito administrativo se preste a camuflar os dados reais sobre a prática do crime: afinal, consistem em formas de evitar uma condenação formal ao extinguir o procedimento instaurado (CHARÃO; RIBEIRO, 2019, p. 153-154), mesmo quando há indícios do uso indevido de informação privilegiada (BOTTINO; GUERRA, 2019, p. 145).

E a reincidência entre os indiciados se traduz em um indicativo sobre a ineficiência desse mecanismo administrativo para a dissuasão do crime em tela: 10 companhias concentravam em torno de 12% dos Termos de Compromisso firmados junto à CVM no período entre 1998 e janeiro de 2013, sendo que cada uma delas havia realizado de 3 a 10 Termos de Compromisso (CHARÃO; RIBEIRO, 2019, p. 153-154).

Em geral, houve um aumento da punição administrativa nos casos de *insider trading* julgados a partir de 2010. A grande maioria (52) das condenações administrativas resultou em cominação de multa; apenas 5 condenados receberam advertência e 2 sofreram inabilitação temporária. Mais de 88% das penalidades consistiram em multa para os praticantes, enquanto as demais penalidades previstas no art. 11 da Lei nº 6.385/1976 não chegaram a ser utilizadas naquele período (PRADO; RACHMAN; VILELA, 2016, p. 54 a 56).

Dos 10 indiciados que excederam um milhão de reais em suas operações, apenas três foram condenados por *insider trading*, enquanto quatro dos indiciados que chegaram a ser punidos com multa tiveram um ganho estimado de cifras superiores a sete milhões de reais com as operações ilícitas. O valor do ganho obtido ou do prejuízo evitado pela utilização de informação privilegiada serviu de parâmetro para a fixação das multas impostas a boa parte dos indiciados, com exceção de cinco casos em que as punições foram lastreadas por parâmetro diverso e se tornaram desproporcionais em relação aos ganhos obtidos/prejuízos evitados pelos indiciados (PRADO; RACHMAN; VILELA, 2016, p. 56 a 59).

Nos cinco casos em que a penalidade pecuniária foi excepcionalmente superior às vantagens obtidas com a prática ilícita, a punição foi embasada no parágrafo 1º do art. 11 da Lei nº 6.385/1976, que prevê a fixação de multa de até quinhentos mil reais. (BRASIL, 1976). O caso mais alarmante envolveu um investidor que obteve ganho aproximado de mil reais com a operação e foi condenado ao pagamento de multa equivalente a duzentos mil reais. Apenas dois desses casos julgados pela CVM chegaram a ser reformados pelo Conselho de Recursos

do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN), no sentido de promover a redução de multa que havia sido imposta aos infratores (PRADO; RACHMAN; VILELA, 2016, p. 66).

Diante da proporcionalidade entre a gravidade do crime e a possível vantagem decorrente de sua prática, parte-se do pressuposto de que, para que não compense agir de forma ilícita, a provável punição (de severidade equivalente) também deveria se ater a essa proporção (COOTER; ULEN, 2016, p. 466 e 467). Para os crimes que envolvem a obtenção de vantagem pecuniária, portanto, as punições deveriam estar pautadas na quantia envolvida (BECKER, 1968, p. 179 e p. 191 a 195): algo que não tem sido adotado de maneira uniforme no que diz respeito à prática de *insider trading* no Brasil.

Os supramencionados dados sobre a atividade sancionadora da CVM (PRADO, RACHMAN e VILELA, 2016, p. 66) servem para evidenciar a tendência de se estabelecer uma elevada pretensão punitiva para repelir a conduta (COOTER; ULEN, 2016, p. 465 a 467) ilícita de *insider trading* no Brasil. E a imposição de multas por essa prática acabou por ser proporcionalmente mais severa em casos em que os indiciados obtiveram vantagens significativamente menores às dos demais, muito embora a “gravidade” de sua ofensa ao mercado fosse inferior (PRADO; RACHMAN; VILELA, 2016, p. 60).

É preciso ter em vista, entretanto, que a punição mais severa pela prática de crime de menor gravidade também pode significar um incentivo pernicioso à prática de ilícitos que envolvem cifras maiores, o que poderia ir de encontro ao próprio instituto mediante o qual se busca estabelecer incentivos para repelir tal conduta (BECKER, 1968, p. 185 a 190).

4 O possível custo-benefício esperado pelo crime de *insider trading*

A escolha racional dos agentes sobre o cometimento de um ato ilícito envolve também a probabilidade de sofrer punição: o crime compensa quando a probabilidade de ser pego ou a possível punição são diminutas em relação à vantagem pretendida com a sua prática. Não é de se estranhar que a conduta do agente, balizada por essas circunstâncias, se adeque àquelas que lhe proporcionem o melhor custo-benefício sobre a possibilidade de obter vantagem através do crime, inclusive progredindo em relação à sua gravidade (COOTER; ULEN, 2016, p. 465 a 467).

Apesar dos inúmeros casos de condenação pelo uso de informações privilegiadas no âmbito da CVM, apenas quatro deram causa à instauração de processo criminal até o ano de 2015, todos eles a partir do ano de 2008, ou seja, sete anos após a criminalização da prática – devido à celebração de convênio, naquele ano, entre a CVM e o Ministério Público Federal para troca de informações. Ainda assim, todas as penas restritivas de liberdade impostas pelo

FERRAZ, Daniel Amin; OTMAN, Samira Mohamad Ali Mahmoud. Uma análise juseconômica dos desincentivos à prática de *insider trading* no Brasil

judiciário até então terminaram convertidas na prestação de serviços à comunidade, sem contar os casos em que houve prescrição da pretensão punitiva (PRADO; RACHMAN; VILELA, 2016, p. 77 a 79).

Cumprе mencionar que, após o primeiro julgamento do STJ sobre a prática de *insider trading*, no ano de 2016, outros casos notórios foram submetidos ao crivo da corte superior, tais como: os *Habeas Corpus* nº 416.795-SP (2017/0239271-0) e nº 416.785-SP (2017/0238762-5), julgados em 2017, nos quais foi mantida a prisão preventiva de Joesley Batista e Wesley Batista em função de operações de câmbio realizadas pouco antes que fizessem a delação premiada que viria a afetar a cotação da moeda nacional (BRASIL, 2017b e BRASIL, 2017c); e o Recurso em *Habeas Corpus* nº 82.799-RJ (2017/0074762-0), apreciado em 2018, sobre a negociação de ações por Eike Batista enquanto estava à frente da OSX Construção Naval S/A, e que também acarretou a negativa de soltura (BRASIL, 2018).

Mas, ao contrário do que se observa sobre outras matérias, ainda há uma disparidade entre o número de casos sobre o uso de informação privilegiada submetidos à apreciação da esfera administrativa em comparação àqueles que efetivamente originam a instauração de processo criminal perante o judiciário (PRADO, RACHMAN e VILELA, 2016, p. 77 a 79). Nem todos os casos em que a CVM encontra indícios da prática do crime são reportados ao Ministério Público Federal (MPF), e a taxa de instauração de inquéritos pelo MPF com base nesses dados – e de apresentação de denúncias deles resultantes – é menor ainda (BOTTINO; GUERRA, 2019, p. 145).

A discrepância entre o número de condenações no âmbito administrativo em relação aos casos submetidos à apreciação do judiciário se deve, principalmente, às provas aceitas em cada uma dessas esferas. Devido à 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).

Embora a magnitude das punições que têm sido estabelecidas tenha por objetivo dissuadir o comportamento criminoso, de modo a diminuir a esperada função utilidade de sua prática, a aparente pouca probabilidade de efetiva punição dos agentes pode acarretar a insuficiência daquele primeiro mecanismo para estabelecer os incentivos pretendidos (ALENCAR e GICO JR., 2011, p. 90).

5 Conclusão

O presente trabalho se propôs a identificar a estrutura brasileira de desincentivos à prática de *insider trading*, e averiguar se as regras nela consubstanciadas se mostram suficientes para tornar o cometimento desse crime menos vantajoso, e, assim, evitar a sua incidência. Para tanto, a análise foi feita em atenção ao pressuposto de que aspectos relativos à punição pela prática da conduta indesejada – caracterizada como crime – se relacionam à probabilidade de promover a sua dissuasão, e são passíveis de reduzir os custos sociais decorrentes da sua ocorrência (COOTER e ULEN, 2016, p. 455).

De acordo com o panorama traçado sobre os casos julgados pela CVM, conclui-se que as penalidades de natureza pecuniária aplicadas em sede das condenações administrativas tendem a ser mais elevadas do que o ganho esperado pelo uso de informação privilegiada. Ironicamente, também se mostram proporcionalmente mais gravosas para casos de menor gravidade para o mercado (em que estão envolvidas menores somas de dinheiro) (PRADO, RACHMAN e VILELA, 2016, p. 60).

Alterações feitas recentemente à legislação pertinente ao uso de informação privilegiada, em especial à Lei nº 6.385/1976 pela Lei nº 13.506/2017 – a exemplo da majoração do limite anterior (quinhentos mil reais) para a imposição de multa até o montante de cinquenta milhões de reais (BRASIL, 2017a) –, parecem indicar a tentativa de adaptação dos mecanismos existentes no sentido de torná-los mais abrangentes e efetivos (PRADO, RACHMAN e VILELA, 2016, p. 82).

Entretanto, casos julgados nos últimos anos pelo STJ servem para demonstrar que os valores envolvidos na prática de *insider trading* são capazes de ultrapassar até mesmo aquele patamar: o caso referenciado nos *Habeas Corpus* nº 416.795-SP e nº 416.785-SP rendeu vantagens de aproximadamente 140 milhões de reais (BRASIL, 2017b, p.13); e o Recurso em *Habeas Corpus* nº 82.799-RJ é concernente a uma operação que movimentou mais de 30 milhões de reais, e que foi capaz de causar prejuízos estimados em mais de 70 milhões de reais aos investidores (BRASIL, 2018, p. 13).

Da mesma forma, as regras extraídas do primeiro julgamento do STJ sobre um caso de *insider trading* demonstram um esforço no sentido de dissuadir o uso de informação privilegiada, uma vez que não apenas corroborou a natureza formal do tipo penal, como também permitiu a cominação de multa com base no lucro presumido da operação ilícita, ainda que os fatos nos quais o agente se baseou e a própria vantagem não venham se concretizar (BRASIL, 2016, p. 1 a 3).

Isso significa que a possibilidade de punição pelo crime de *insider trading*, no Brasil, foi ampliada pelo precedente judicial, de modo a acarretar mais riscos para os praticantes do delito: a punição esperada pela prática do crime é mais elevada. Por outro lado, ao equiparar essa hipótese àquelas que envolvem a efetiva obtenção de vantagens, também pode se mostrar ineficaz (POSNER, 2014, p. 270).

É preciso ter em vista que a punição mais severa pela prática de um crime de menor gravidade pode significar um incentivo pernicioso à prática de ilícitos que envolvem cifras maiores, o que poderia ir de encontro ao próprio instituto mediante o qual se busca estabelecer incentivos para repelir tal conduta (BECKER, 1968, p. 185 a 190).

A simples imposição de penalidades pecuniárias de valores muito elevados diminui a probabilidade de que sejam adimplidas, de forma que a sujeição da matéria à esfera criminal pode se tornar um instrumento necessário a dissuadir a conduta indesejada (POSNER, 2014, p.255). Portanto, a discrepância do número de casos submetidos à apreciação dos diferentes órgãos da esfera administrativa e judicial no período compreendido entre 2002 e 2015 (PRADO, RACHMAN e VILELA, 2016, p. 77 a 79) transparece a baixa probabilidade de punição dos agentes.

Outro fator relevante para a conjuntura formada no país em busca de combater o uso de informação privilegiada é a falta de homogeneidade das decisões acerca da matéria, que variam de acordo com quem as profere e com a sua natureza (judicial ou administrativa). Por isso, os resultados obtidos em casos similares podem ser diferentes, e afetam a estrutura de desincentivos à prática do crime (PRADO, RACHMAN e VILELA, 2016, p. 82).

Conforme dito anteriormente, é de se esperar que a estrutura de desincentivos conte com precedentes que influem não apenas no caso concreto que se prestam a julgar, mas também em outros (similares) que possam vir a ocorrer. Portanto, a volatilidade dos posicionamentos sobre o assunto pode resultar não apenas em insegurança jurídica, mas também em prejuízo para as normas voltadas a dissuadir o crime. (POSNER, 2014, p. 33).

Assim, as regras estabelecidas para repelir a prática de *insider trading* por meio de multas administrativas – ainda que o seu valor exceda a vantagem esperada pela ilicitude – parecem ser insuficientes para estabelecer os (des)incentivos pretendidos em relação ao uso de informações privilegiadas no mercado brasileiro de valores mobiliários, principalmente em face da pouca probabilidade de efetiva punição dos agentes (DE MEDEIROS, 2009, p. 9).

Uma vez que a CVM admite meios de prova mais abrangentes para fundamentar a condenação dos usuários de informações privilegiadas do que a esfera criminal (BOTTINO; GUERRA, 2019, p. 146-147), ironicamente, a premissa utilitária do presente trabalho leva à

conclusão de que a instância administrativa possui o maior potencial de aumentar a probabilidade de punição e, assim, repelir a conduta de forma mais eficiente.

Por isso, não se sustenta a noção de impunidade somente porque a maior parte dos casos não chega à esfera penal. No entanto, a reincidência dos indiciados pela CVM – especialmente daqueles que firmaram Termos de Compromisso (CHARÃO; RIBEIRO, 2019, p. 153-154) – demonstra que a atual conjuntura brasileira em torno do crime de *insider trading* não se mostra adequada, como um todo, para repelir a sua ocorrência no Brasil.

Referências

ALENCAR, Carlos Higino Ribeiro de e GICO JR., Ivo. **Corrupção e judiciário: a (in)eficácia do sistema judicial no combate à corrupção**. Rev. direito GV [online]. 2011, vol.7, n.1, pp. 75-98. ISSN 1808-2432. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.1590/S1808-24322011000100005> Acesso em: mai. 2018

BRASIL. **Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002**. Dispõe sobre a divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas, disciplina a divulgação de informações na negociação de valores mobiliários 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 [...].

BRASIL. **Instrução CVM nº 559, de 27 de março de 2015**. Dispõe sobre a aprovação de programas de Depositary Receipts para negociação no exterior.

BRASIL. **Lei nº 13.506, de 13 de novembro de 2017**. Dispõe sobre o processo administrativo sancionador na esfera de atuação do Banco Central do Brasil e da Comissão de Valores Mobiliários; altera a Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976 [...].

BRASIL. **Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça (STJ). **Recurso Especial: REsp nº 1.569.171-SP (2014/0106791-6)**. Relator: Ministro Gurgel de Faria. DJ: 25/02/2016. Disponível em: http://bdjur.stj.jus.br/jspui/bitstream/2011/100787/Julgado_1.pdf Acesso em: mai. 2018

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça (STJ). **Habeas Corpus nº 416.795-SP (2017/0239271-0)**. Relator: Ministro Sebastião Reis Júnior. Brasília, 21 de setembro de 2017. Disponível em: https://ww2.stj.jus.br/processo/revista/documento/mediado/?componente=ITA&sequencial=1637398&num_registro=201702392710&data=20171013&formato=PDF Acesso em: out. 2019

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça (STJ). **Habeas Corpus nº 416.785-SP (2017/0238762-5)**. Relator: Ministro Sebastião Reis Júnior. Brasília, 21 de setembro de 2017. Disponível em: https://ww2.stj.jus.br/processo/revista/documento/mediado/?componente=ITA&sequencial=1637412&num_registro=201702387625&data=20171013&formato=PDF Acesso em: out. 2019

FERRAZ, Daniel Amin; OTMAN, Samira Mohamad Ali Mahmoud. Uma análise juseconômica dos desincentivos à prática de *insider trading* no Brasil

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça (STJ). **Recurso em Habeas Corpus nº 82.799-RJ (2017/0074762-0)**. Relator: Ministro Rogério Schietti Cruz. Brasília, 27 de novembro de 2018. Disponível em: https://ww2.stj.jus.br/processo/revista/documento/mediado/?componente=ITA&sequencial=1776418&num_registro=201700747620&data=20181206&formato=PDF Acesso em: out. 2019

BECKER, Gary S. **Crime and Punishment: An Economic Approach**. Journal of Political Economy, Columbia, v. 76, p. 169-217, 1968.

CHARÃO, Anderson Pereira; RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. **A (in)eficiência da punição do *insider trading* à luz da Análise Econômica do Direito e da jurisprudência da Comissão de Valores Mobiliários**. Economic Analysis of Law Review - EALR, V. 10, nº 1, p. 142-157, Jan-Abr, 2019. ISSN 2178-0587. Disponível em: <https://portalrevistas.ucb.br/index.php/EALR/article/download/8770/pdf> Acesso em: set. 2020.

COOTER, Robert and ULEN, Thomas. **Law and Economics**. 6th Edition (2016). Berkeley Law Books. 2. Disponível em: <https://scholarship.law.berkeley.edu/books/2> Acesso em: mai. 2018

DE MEDEIROS, Otavio Ribeiro. **Insider Trading in the Brazilian Stock Market** (August 18, 2009). Disponível em SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1457444> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1457444> Acesso em: out. 2018.

GICO JR., Ivo. **Hermenêutica das Escolhas e a Função Legislativa do Judiciário** (2018). Disponível em: http://works.bepress.com/ivo_teixeira_gico_junior/61/ Acesso em: mai. 2018.

GUERRA, Luis; BOTTINO, Thiago. **O crime de uso indevido de informação privilegiada (*insider trading*): a persistente dificuldade probatória do delito após a edição da Lei 13.506, de 2017**. Revista da Procuradoria-Geral do Banco Central, [S.l.], v. 13, n. 1, p. 135-150, nov. 2019. ISSN 1982-9965. Disponível em: <https://revistapgbcbcb.gov.br/index.php/revista/article/view/1008>. Acesso em: set. 2020.

MÂNICA, Matheus Henrique. **A evolução do princípio do *Full and Fair Disclosure* no regime jurídico do *Insider Trading***. 2019. Monografia (Graduação em Direito) - Faculdade de Ciências Jurídicas e Sociais, Centro Universitário de Brasília, Brasília, 2019.

POSNER, Richard A. **Economic analysis of law**. Ninth Edition. University of Chicago Law School (2014).

PRADO, Viviane Muller; RACHMAN, Nora Matilde; VILELA, Renato. **Insider trading: normas, instituições e mecanismos de combate no Brasil**. São Paulo: Fundação Getúlio Vargas. Dez. 2016. Disponível em: <http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/17696> Acesso em: maio 2018.