

**MARCELO COSTENARO CAVALI**

*Juiz Federal. Professor do Mestrado Profissional da  
FGV-SP. Doutor em Direito Penal pela Faculdade de  
Direito da Universidade de São Paulo (2017).*

# **INSIDER TRADING**

**REPRESSÃO ADMINISTRATIVA E  
PENAL DO USO INDEVIDO DE  
INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA**

Editora Quartier Latin do Brasil  
São Paulo, primavera de 2022  
quartierlatin@quartierlatin.art.br

**MARCELO COSTENARO CAVALI**

*Insider Trading – Repressão Administrativa e Penal do Uso Indevido  
de Informação Privilegiada*

São Paulo: Quartier Latin, 2022.

ISBN 978-65-5575-116-1

1. Mercado de Capitais. 2. Direito Penal Economico. 3. Insider Trading. 4. CVM.  
5. Informações Privilegiadas. 6. Sanção Administrativa. 7. Sanção Penal. I. Título

*Editor*

Vinícius Vieira

*Produção editorial*

José Ubiratan Ferraz Bueno

*Diagramação*

Victor Guimarães

*Finalização*

Anderson dos Santos Pinto

*Revisão gramatical*

Studio Quartier

*Capa*

Rafael Nicolau

**EDITORA QUARTIER LATIN DO BRASIL**

Rua General Flores, 508

Bom Retiro – São Paulo

CEP 01129-010

Telefones: +55 11 3222-2423; +55 11 3222-2815

Whatsapp: +55 11 9 9431 1922

Email: quartierlatin@globo.com

**TODOS OS DIREITOS RESERVADOS.** Proibida a reprodução total ou parcial, por qualquer meio ou processo, especialmente por sistemas gráficos, microfilmicos, fotográficos, reprográficos, fonográficos, videográficos. Vedada a memorização e/ou a recuperação total ou parcial, bem como a inclusão de qualquer parte desta obra em qualquer sistema de processamento de dados. Essas proibições aplicam-se também às características gráficas da obra e à sua editoração. A violação dos direitos autorais é punível como crime (art. 184 e parágrafos do Código Penal), com pena de prisão e multa, busca e apreensão e indenizações diversas (arts. 101 a 110 da Lei 9.610, de 19.02.1998, Lei dos Direitos Autorais).

## SUMÁRIO

Sobre a Imagem da Capa.....	9
Apresentação .....	11
Prefácio.....	15
Nota Prévia .....	21

### INTRODUÇÃO, 23

#### CAPÍTULO I

#### **Fundamentos Econômicos e Éticos da Proibição do Uso Indevido de Informação Privilegiada, 33**

1.1. Conceitos Fundamentais: equilíbrio e eficiência do mercado, teoria do investidor racional, valor intrínseco dos títulos, preços informativos, assimetria informativa e regulação da informação.....	35
1.2. O direito inalienável de fazer a si mesmo de trouxa: tolos psicológicos e tolos informacionais.....	39
1.3. É a economia, estúpido! Argumentos econômicos contrários e favoráveis à proibição do <i>insider trading</i> .....	41
1.3.1. Eficiência do mercado e soluções contratuais.....	41
1.3.2. As diferentes espécies de investidores .....	43
1.4. Jogando conforme as regras: fundamentos éticos da proibição do <i>insider trading</i> .....	50

#### CAPÍTULO II

#### **Origem e Desenvolvimento da Regulação do *Insider Trading* no Direito Comparado, 57**

2.1. Direito estadunidense .....	58
2.1.1. A teoria da igualdade de condições ( <i>Fairness approach</i> ) .....	62
2.1.2. A teoria dos deveres fiduciários ( <i>Fiduciary duty approach</i> ) .....	64
2.1.2.1. Teoria clássica ou tradicional.....	64
a) <i>Chiarella v. United States</i> , 445 US 222 (1980).....	65
b) <i>Dirks v. SEC</i> , 463 U.S. 646 (1983) .....	66
c) <i>United States v. Newman</i> , 773 F.3d 438 (2d. Circuit, 2014) .....	69
d) <i>Salman v. United States</i> , 580 U. S. ____ (2016).....	71

e) <i>United States v. Martoma</i> , 894 F.3d 64 (2d Cir. 2017) e <i>United States v. Martoma</i> , 894 F.3d 64 (2d Cir. 2018).....	72
2.1.2.2. Teoria da apropriação indevida ( <i>misappropriation theory</i> ) .....	74
a) <i>Carpenter v. United States</i> , 484 U.S. 19 (1987) .....	74
b) <i>United States v. O'Hagan</i> , 521 U.S. 642 (1997) .....	75
c) <i>United States v. Chestman</i> , 947 F.2d 551 (2d Cir. <i>en banc</i> 1991) .....	76
2.1.3. A teoria da fraude ativa ( <i>active deception</i> ) .....	77
2.1.4. Síntese e avaliação.....	78
2.2. Direito europeu.....	84
2.2.1. Direito da União Europeia.....	84
2.2.2. A evolução do tratamento do abuso de mercado no direito da União Europeia.....	88
2.2.3. Portugal .....	91
2.2.4. Espanha .....	99
2.2.5. Itália.....	103
2.2.6. França .....	108
2.2.7. Alemanha.....	117
2.2.8. Síntese e avaliação.....	120

### CAPÍTULO III

#### Regulação e Repressão Administrativa, 123

3.1. Regulação do mercado de capitais.....	125
3.1.1. Origem e objeto da regulação .....	126
3.1.2. Finalidades da regulação.....	129
3.2. Evolução legislativa sobre o uso indevido de informação privilegiada .....	133
3.3. Os deveres dos administradores de companhias abertas e o princípio do <i>full and fair disclosure</i> .....	136
3.4. Da violação de deveres fiduciários à lesão ao mercado .....	141
3.5. Análise do ilícito administrativo .....	142
3.5.1. Os sujeitos atingidos pela norma .....	143
3.5.1.1. Durante a vigência da Instrução CVM nº 358/2002 .....	143
3.5.1.2. A alteração promovida pela Resolução CVM nº 44/2021 .....	151
3.5.2. Informação privilegiada (relevante e sigilosa).....	153
3.5.3. A posse e a utilização da informação em negociação com valores mobiliários .....	160
3.5.4. A finalidade de auferir vantagem para si ou para terceiros .....	162

3.6. Comprovação do ilícito administrativo .....	163
3.6.1. Indícios e presunções .....	163
3.6.2. A jurisprudência da CVM e o novo regime da Resolução CVM nº 44/2021 .....	166
3.6.3. Período vedado de negociação ( <i>Blackout period</i> ) .....	174
3.7. Processo administrativo sancionador e soluções consensuais na CVM .....	179
3.7.1. Termo de compromisso .....	181
3.7.2. Acordo administrativo em processo de supervisão .....	183
3.7.3. Processo administrativo sancionador.....	185

## CAPÍTULO IV

### Repressão Penal, 189

4.1. Competência para processamento e julgamento .....	191
4.1.1. Competência material .....	191
4.1.2. Competência territorial.....	197
4.2. Bem jurídico protegido .....	198
4.3. O Tipo penal Básico ( <i>Caput</i> ) .....	203
4.3.1. Elementos objetivos do tipo.....	204
4.3.1.1. Valores Mobiliários .....	204
4.3.1.2. Utilização da informação, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiros, de valores mobiliários .....	207
4.3.1.3. Informação relevante e ainda não divulgada ao mercado .....	215
4.3.1.4. Informação capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida .....	222
4.3.2. Elementos pessoais do tipo .....	226
4.3.2.1. Sujeitos ativos: Crime próprio ou comum? .....	228
4.3.3.2. Sujeitos passivos.....	232
4.3.3. Elemento subjetivo do tipo .....	234
4.3.4. Consumação .....	234
4.4. O tipo penal de repasse da informação privilegiada (§1º) .....	235
4.4.1. Elementos objetivos do tipo.....	235
4.4.2. Elementos pessoais do tipo .....	240
4.4.2.1. Sujeitos ativos: crime próprio e de mão própria .....	240
4.4.2.2. Sujeitos passivos.....	245
4.4.3. Elemento Subjetivo do tipo .....	245

4.5. A causa de aumento decorrente da violação do dever de sigilo (§2º).....	245
4.6. Pena .....	248
4.7. Concurso de crimes.....	249
4.8. Os primeiros casos criminais examinados pelo Poder Judiciário no Brasil .....	253
4.8.1. Caso “Sadia-Perdigão”.....	253
4.8.2. Caso “Random” .....	257
4.8.3. Caso “Mundial”.....	258
4.8.4. Caso “OGX” .....	259
4.8.5. Caso “OSX” .....	260
4.8.6. Caso “Brasil Ecodiesel” .....	261
4.8.7. Caso “Log-in Logística”.....	262
4.8.8. Caso “Klabin”.....	263
4.8.9. Caso “JBS”.....	264
4.8.10. Caso “Unicasa” .....	264

## CAPÍTULO V

### Interface entre as Esferas Administrativa e Penal, 267

5.1. O sancionamento da mesma conduta nas esferas penal e administrativa à luz do princípio do <i>ne bis in idem</i> .....	269
5.2. Acessoriedade administrativa do tipo penal de uso indevido de informação privilegiada.....	279
5.3. O término do processo administrativo sancionador da CVM é pressuposto para a persecução penal? .....	282
5.4. Efeitos da decisão administrativa sobre a esfera penal .....	286
5.4.1. Questões fáticas .....	287
5.4.2. Questões (eminente) jurídicas.....	289
5.4.3. Questões (eminente) técnicas.....	295
5.5. Efeitos da decisão penal sobre a esfera administrativa .....	296

## CODA, 301

### REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS, 305