



Centro Universitário de Brasília - UniCEUB
Faculdade de Ciências Jurídicas e Sociais - FAJS
Curso de Bacharelado em Direito

RAFAELA MONTANARI AGUIAR REY LIMA

**O INSIDER TRADING (USO DE INFORMAÇÕES PRIVILEGIADAS) NO
MERCADO DE CAPITAIS: o entendimento e posicionamento do direito brasileiro e o
impacto na bolsa de valores, pela análise de casos.**

BRASÍLIA
2022
RAFAELA MONTANARI AGUIAR REY LIMA

**O INSIDER TRADING (USO DE INFORMAÇÕES PRIVILEGIADAS) NO
MERCADO DE CAPITAIS: o entendimento e posicionamento do direito brasileiro e o
impacto na bolsa de valores, pela análise de casos.**

Monografia apresentada como requisito parcial para obtenção do título de Bacharel em Relações Internacionais pela Faculdade de Ciências Jurídicas e Sociais - FAJS do Centro Universitário de Brasília (UniCEUB).

Orientador(a): Professor(a) Leonardo Gomes de Aquino.

**BRASÍLIA
2022**

RAFAELA MONTANARI AGUIAR REY LIMA

**O INSIDER TRADING (USO DE INFORMAÇÕES PRIVILEGIADAS) NO
MERCADO DE CAPITAIS: análise de casos nacionais: o entendimento e
posicionamento do direito brasileiro e o impacto na bolsa de valores.**

Monografia apresentada como requisito parcial para obtenção do título de Bacharel em Relações Internacionais pela Faculdade de Ciências Jurídicas e Sociais - FAJS do Centro Universitário de Brasília (UniCEUB).

Orientador(a): Professor(a) Leonardo Gomes de Aquino.

BRASÍLIA, DIA MÊS 2022

BANCA AVALIADORA

Professor(a) Orientador(a)

Professor(a) Avaliador(a)

À minha mãe por ser meu alicerce, obrigada por tudo, amo tu. E ao meu pai, por todo o apoio durante a minha jornada.

RESUMO

O presente trabalho busca, a partir da definição do insider trading (uso de informações privilegiadas), analisar casos reais de cunho nacional aplicando o entendimento, a doutrina e a jurisprudência brasileira na obse em questão, trazendo também o posicionamento e a atuação da CVM (Comissão de Valores Mobiliários) e seus instrumentos administrativos para coagir o crime em contente e, por fim, trazer o desfecho dos acontecimentos analisados e o impacto destes na bolsa de valores. O trabalho se desenrolará, principalmente, pela pesquisa exploratória a fim de obter um arcabouço teórico das diversas informações e definições que envolvem o tema em obse, além de observar as consequências geradas pela prática do insider trading, sem suprimir a pesquisa explicativa que se dará pela interpretação dos julgados e do entendimento da doutrina. O método que pretende-se utilizar, predominantemente, é a pesquisa bibliográfica, a partir da consulta de diversos materiais que tratam do tema, como artigos e outros trabalhos de conclusão de curso, além de livros, concentrando-se no livro “O Insider Trading no Direito Brasileiro” do autor Francisco Antunes Maciel Müssnich que é referência na área, ademais, será consultada a legislação concernente ao tema. Para complementar, será utilizada como método, também, o estudo de caso, dentre eles, caso Sadia e o caso OGX, entre outros, visando compreender a postura dos órgãos em face do tema, o uso das diversas leis e a geração de precedentes. Por fim, será utilizada a técnica de coleta de dados usando-se das diversas técnicas de pesquisa, além da pesquisa bibliográfica e do estudo de caso, como, as observações e as análises de conteúdo, a fim de obter um trabalho completo e fundamentado, visando uma solução idônea a problemática que será apresentada.

Palavras-chave: Insider trading. Mercado de capitais. Bolsa de valores. Comissão de Valores Mobiliários.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO

1. PANORAMA GERAL DO MERCADO DE CAPITAIS E CONCEITOS QUE ENVOLVEM A ESFERA FINANCEIRA

1.1. BOLSA DE VALORES BRASILEIRA (B3)

1.2. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM)

1.3. MERCADO DE CAPITAIS

1.4. EMPRESAS S.A. E INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS MULTISSERVIÇOS

1.4.1. MENTE CORPORATIVA

1.5. CHINESE WALL

2. REQUISITOS FORMAIS PARA A CARACTERIZAÇÃO DO INSIDER TRADING

2.1. CONCEITO DE INSIDER TRADING

2.2. INFORMAÇÃO SIGILOSA NÃO DIVULGADA AO MERCADO

2.3. ACESSO À INFORMAÇÃO

2.4. INTENÇÃO DE OBTER PROVEITO

3. EVOLUÇÃO JURÍDICA DO SISTEMA BRASILEIRO

3.1. LEI DAS S.A. - Nº 6.404/1976 (ARTIGOS 155 E 157)

3.2. LEI Nº 10.303/2001 (ARTIGO 27-D)

3.3. INSTRUÇÃO Nº 358/2002 DA CVM (ARTIGOS 4 E 13)

4. ANÁLISE DE CASOS DE INSIDER TRADING

4.1. CASO SADIA

4.2. CASO OGX

4.3. JURISPRUDÊNCIAS DO STF E STJ QUE ABORDAM O TEMA DE INSIDER TRADING

5. CRÍTICA E APRIMORAMENTO A LEGISLAÇÃO BRASILEIRA QUE REGULA A PRÁTICA DO INSIDER TRADING

CONCLUSÃO

INTRODUÇÃO

O tema que será desenvolvido trata da prática ilícita do uso de informações privilegiadas, ainda não divulgadas ao público, no mercado de capitais, a partir da ótica empresarial e financeira. O estudo irá abranger as definições do tema, os requisitos necessários para a classificação do mesmo, as leis que tratam e regulam essa prática, limitando-se a análise de dois casos concretos e apresentando jurisprudências dos egrégios tribunais para, no fim, apresentar possíveis soluções ao tema.

A problemática da pesquisa são as consequências geradas por essa prática, concentrando-se na análise das leis, buscando compreender se as mesmas são suficientes e se são eficientes para assegurar os direitos lesados pelo uso de informações privilegiadas.

O presente trabalho busca apresentar o tema que é pouco conhecido, não só na esfera do direito, mas também, na sociedade, sendo somente conhecido por uma nata de investidores, empresários, administradores e diretores de empresas de sociedade anônima. Por mais, objetiva-se levantar uma discussão sobre o tema, buscando gerar uma maior segurança ao mercado de capitais.

O primeiro capítulo propõe situar o leitor sobre o tema, explicando as diversas esferas que são ligadas a temática abordada. Já, o segundo capítulo tem como objetivo trazer os três requisitos necessários para a classificação do insider trading. O terceiro capítulo investiga a evolução jurídica do tema no sistema brasileiro, trazendo as principais leis. O penúltimo capítulo traz como o direito brasileiro trata sobre a questão temática, analisando dois casos de insider trading que foram julgados pelas autoridades brasileiras. Por fim, o último capítulo tem como objetivo criticar e sugerir aprimoramentos a legislação brasileira que versa sobre o insider trading.

O presente tema é de extrema importância para o conhecimento de todos os cidadãos, principalmente, a aqueles que têm o interesse no mundo de corporação financeira, uma vez que, o tema está intrinsecamente ligado a esse. Além disso, a prática do insider trading afeta diretamente a economia, o mercado de capitais e as sociedades empresarias gerando grande insegurança ao ecossistema financeiro.

A metodologia empregada na construção do texto são: a pesquisa exploratória a fim de obter um arcabouço teórico das diversas informações e definições que envolvem o tema em obse, a pesquisa explicativa que se dará pela interpretação dos julgados e do entendimento da doutrina e, prioritariamente, a pesquisa bibliográfica, a partir da consulta de diversos materiais que tratam do tema, como artigos e outros trabalhos de conclusão de curso, além de livros.

Portanto, o trabalho tem como função incentivar a discussão do tema para aprimorar o tratamento jurídico sobre o mesmo, gerando maior confiança entre os investidores no mercado de capitais. Sendo assim, a divisão dos capítulos seguirá da seguinte forma: iniciando com o contexto fático no 1º capítulo: panorama geral do mercado de capitais e conceitos que envolvem a esfera financeira; tratando das características do tema no 2º capítulo: requisitos formais para a caracterização do insider trading; sobre a legislação no 3º capítulo: evolução jurídica do sistema brasileiro; a análise de alguns casos no 4º capítulo: análise de casos de insider trading; e no 5º capítulo: crítica e aprimoramento a legislação brasileira que regula a prática do insider trading.

1. PANORAMA GERAL DO MERCADO DE CAPITAIS E CONCEITOS QUE ENVOLVEM A ESFERA FINANCEIRA

1.1. BOLSA DE VALORES BRASILEIRA (B3)

A bolsa de valores surgiu na Bélgica no ano de 1497, sua prática consistia em uma reunião de mercadores e comerciantes na casa do senhor Van der Burse, cujo brasão era formado por uma figura de três bolsas, com o intuito de realizar negócios. Posteriormente, outros centros comerciais de outros países começaram a criar também as suas bolsas. Contudo, essas bolsas tinham o intuito comercial e financeiro e, somente, no século XIX, passaram a ter, unicamente, o sentido financeiro, iniciando o comércio de ações.¹

No Brasil, entre os séculos XVI e o início do XIX, ainda no período colonial, diretamente influenciado pela legislação portuguesa, surge em 1850, o Código Comercial Brasileiro que menciona as praças de comércio, local onde comerciantes se reuniam para realizar transações comerciais, esta definição corroborou para a criação da bolsa de valores brasileira atual.

A bolsa de valores brasileira, também conhecida como B3, é uma das maiores bolsas do mundo e a maior da América Latina, sua nomenclatura, B3, se deu em março de 2017 após a fusão entre a BM&F, Bovespa e a Cetip. Inicialmente, a Bovespa era a bolsa de valores do estado de São Paulo, uma das principais do país, entretanto, no ano de 2000 ela se integrou com outras nove bolsas de outros estados. Em 2008, houve a fusão entre a Bovespa e a BM&F, Bolsa de Mercadorias e Futuros. Por fim, no ano de 2017 a BM&FBovespa se fundiu com a Cetip, a Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos, dessa forma, surgiu a B3, que significa Brasil, Bolsa e Balcão.²

Já, o Ibovespa, nome derivado da Bovespa, é o índice de desempenho da B3, este funciona como uma carteira teórica formada pelas principais ações com maior volume de negociações na B3, dessa forma, essa carteira teórica é formada por 65 ações que servem como parâmetro para a bolsa como um todo.

Em síntese, a bolsa de valores, pode ser definida como um local próprio, onde há uma concentração de compradores e vendedores, nos dias atuais, este local é um ambiente virtual que abrange os ativos: títulos de empresas privadas e instituições governamentais, debêntures, ações, opções, derivativos, futuros e commodities, que podem ser operados, ou seja, comprados e/ou vendidos, através do home broker que é um sistema eletrônico de negociação, onde são enviadas e executadas as ordens pelas corretoras de valores, podem ser também utilizadas outras formas pela corretora de enviar a ordem ao mercado para a sua execução, podendo ser pelo pregão ou a viva-voz.

As corretoras de valores são membros da bolsa de valores que pertencem ao Sistema Financeiro Nacional, têm como objetivo fazer o trâmite da relação entre o mercado financeiro e o investidor, são necessariamente autorizadas pelo Banco Central do Brasil e pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e funcionam como um mercado de investimentos, oferecendo

¹ GOMES, Fátima Rocha. A Bolsa de Valores brasileira como fonte de informações financeiras. Belo Horizonte, v. 2, n. 2, p. 189 - 202, jul./dez.1997

² B3 ou Bovespa: o que é o quê no mercado. Onze, 2020. Disponível em: < <https://www.onze.com.br/blog/b3-ou-bovespa/> >. Acesso em: 10, jun. de 2022.

ao investidor diversos produtos financeiros, taxas mais baixas de corretagem e assessoria prestada por especialistas.³

1.2. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM)

A bolsa de valores possui autonomia administrativa, financeira e patrimonial, contudo, está sob a fiscalização da CVM, Comissão de valores mobiliários, que é uma entidade autárquica vinculada ao Ministério da Fazenda que foi criada pela Lei nº 6.385/76 e tem como objetivo fiscalizar, disciplinar, normatizar o funcionamento do mercado de valores.

Ainda assim, cabe a CVM promover o desenvolvimento e a eficiência do mercado, preservando pelos princípios que regem o mercado e combater a prática que corrobore para o funcionamento estranho do mercado, a fim de proteger os investidores contra fraudes e práticas irregulares.⁴

Diante da suspeita da prática irregular, no caso do presente estudo, o uso de informações privilegiadas para operar no mercado de capitais e obter vantagens, cabe a CVM, precocemente, acompanhar as informações veiculadas nos canais de mídia e o seu impacto no mercado, analisando se antes da divulgação da informação houve alguma movimentação que extrapole a margem do normal, como no hipotético exemplo:

Uma empresa Alpha, de capital aberto, está incorporando a empresa Delta, essa informação ainda não foi divulgada ao mercado, contudo, Fulano, diretor da empresa Delta, sabendo da incorporação, 6 meses antes da incorporação e da sua divulgação adquire 1.000 (mil) ações da empresa Alpha há X reais, após a divulgação da informação ao mercado, a empresa sofre uma valorização que acarreta no aumento de 20% no preço do ativo, que agora passa a custar X+20%, após a valorização do ativo, Fulano vendi todas as suas posições, obtendo um lucro de R\$20.000,00 (vinte mil reais).

Na situação hipotética apresentada, é nítida a prática ilegal do insider trading pelo diretor da empresa Delta, dessa forma, a atitude esperada é que a CVM, diante da suspeita da prática irregular praticada pelo diretor, instaure um inquérito administrativo para recolher todos os tipos de provas para formar um conjunto probatório de indícios robustos para acusar o diretor, respeitando, os princípios processuais de ampla defesa e o contraditório.

Dessarte, a investigação do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais é de extrema importância social, visto que, essa prática não é vista aos bons olhos pelo mercado, pois infringe os princípios do mercado, dentre eles, o da equidade dos *players*, abalando a confiança dos investidores no mercado e trazendo insegurança para o sistema financeiro do país. Portanto, o papel da CVM é imprescindível para a punição dos indivíduos. A responsabilização dessa prática incide em três áreas do direito, sendo infração administrativa, conforme o art. 13 da Instrução CVM n. 358/2002, responsabilidade civil, de acordo com o art. 155 da Lei n. 6.404/76 (Lei das S.A.) e como ilícito penal, segundo, art. 27-D da Lei n. 6.385/76.

³ Corretora de valores: aprenda a investir com quem entende do assunto. Toro Investimentos, 2022. Disponível em: < <https://blog.toroinvestimentos.com.br/corretora-de-valores-o-que-e> >. Acesso em: 10, jun. de 2022.

⁴ Farias, Rafael Araújo Sousa, Marcelo Machado de Freitas, and Ernesto Fernando Rodrigues Vicente. "INSIDER TRADING: COMO A CVM ATUOU ENTRE 2000 E 2013 PARA INIBIR ESSA PRÁTICA?" Revista Reuna 20.4 (2015): 27-50.

1.3 MERCADO DE CAPITAIS

Antes mesmo de definir o conceito de mercado de capitais é necessário compreender aonde este mercado está inserido e de que forma este interage com os diferentes tipos de mercado. Cumpre destacar também, que o processo da globalização acompanhado do desenvolvimento tecnológico propiciou o crescimento do fluxo de capitais no mundo, o que gerou um aprimoramento no sistema financeiro gerando alocações mais eficientes, robustez nas estruturas de transações, proporcionando maior segurança e transparência.

Analisando a figura macro do mercado, nos deparamos com o mercado financeiro definido como intercâmbio de ativos financeiros, determinando seus preços, entre agentes superavitários e agentes deficitários, ou seja, pessoas ou empresas que possuem reservas de dinheiro, mas que não querem gastar essa reserva por agora, mas sim, no futuro recebendo juros e pessoas e ou empresas que não têm essa reserva de dinheiro, mas que querem gastar neste momento, esta intermediação ocorre por um intermediário financeiro, podendo ser um banco ou um fundo. Além disso, este mercado deve proporcionar um ambiente de troca transparente (obtenção de informações de maneira fácil e barata) e livre (sem limitações a entrada ou saída de compradores e vendedores, e liberdade para negociações e formação de preços), de modo que cumpra suas funções de estabelecer contato entre os agentes, proporcionando liquidez aos ativos com reduzidos prazos e custos de transação.⁵

Diante, do papel fundamental do intermediador financeiro que alguns especialistas acreditam que o correto funcionamento desse está intrinsecamente ligado a estabilidade econômica geral do país e a noção de eficiência do mercado. E mensurando o risco da operação de crédito, o intermediador financeiro recebe uma taxa chamada *spread* que representa a diferença entre o preço de venda e o preço de compra de um ativo, o Brasil possui uma das maiores taxas de *spread* do mundo, devido aos déficits fiscais do governo brasileiro e a ligação com a taxa básica de juros.

O mercado financeiro subdivide-se em quatro: Mercado Monetário, Mercado de Crédito, Mercado de Câmbio e Mercado de Capitais. Na prática, esses mercados muitas vezes se confundem, permitindo que as várias operações financeiras interajam por meio de um amplo sistema de comunicações. A taxa de juros é uma referência comum para as diversas negociações, funcionando como uma moeda de troca entre esses mercados.⁶

O mercado de capitais é um conjunto de instituições e instrumentos que negociam títulos de valores mobiliários, sendo uma alternativa mais vantajosa, proporcionando um menor custo de financiamento para as empresas e maior acesso ao capital por parte do público em geral, além de propiciar um contato mais direto entre a empresa e o investidor, visando o investimento de médio a longo prazo. Relembrando a figura do intermediário financeiro, supracitado, no mercado de capitais haverá uma intermediação financeira indireta, onde os agentes superavitários serão os investidores que irão adquirir os títulos de créditos mobiliários, como

⁵ CARVALHO, Francisco Bonadio de. A Importância do Mercado de Capitais: considerações das teorias econômica e financeira; Araraquara – SP; 2014.

⁶ ASSAF NETO, Alexandre. Contribuição ao estudo da avaliação de empresas no Brasil: uma aplicação prática. 2004. Ribeirão Preto, São Paulo.

debêntures ou ações, e os agentes deficitários serão aqueles que irão captar os recursos na forma desses títulos.⁷

Esse mercado tem como base dois princípios: contribuir para o desenvolvimento econômico, atuando como propulsor de capitais para os investimentos, estimulando a formação de poupança privada; e permitindo e orientando a estruturação de uma sociedade pluralista, baseada na economia de mercado, com participação coletiva na riqueza e nos resultados da economia. Ademais se subdivide em outros dois mercados: o mercado de renda fixa, que compreende os títulos de dívida, e o mercado acionário, onde se realizam as transações com ativos de patrimônio líquido. No Brasil, a figura, predominante, que representa o mercado de capitais é o mercado acionário. Ainda, há outra divisão dentro do mercado acionário: o mercado primário onde há a transferência direta de recursos dos investidores para as empresas, e o mercado secundário onde a transferência não é direta e sim, entre os investidores, proporcionando maior liquidez aos títulos, criando uma dependência de existência entre o mercado primário com o secundário.⁸

Importante destacar os princípios que regem os mercados de capitais contribuem para o bom funcionamento do mercado, à manutenção de sua credibilidade e adequada formação de preços.

O princípio da transparência ou *full and fair disclosure* consiste no dever imposto as empresas de economia aberta divulgarem informações amplas, transparentes e justas ao mercado. As divulgações devem ser feitas habitualmente, refletindo aspectos positivos ou negativos da companhia. Cabe ao Estado fiscalizar se as empresas estão, ou não, cumprindo com este dever a elas imposto, devendo sancioná-las em caso negativo, preservando pela transparência do mercado.

CARVALHOSA e EZRIK entendem que: "Neste sentido, a importância do descosture reside na presunção de que, uma vez adequadamente provido das informações relevantes sobre a companhia e sobre os títulos que ela emite, o investidor tem condições de, antes de tomar suas decisões, avaliar o mérito do empreendimento e a qualidade dos papéis que lhes são oferecidos. (...) Dessa forma, visando a garantir a proteção ao investidor, a regulação do mercado de capitais impõe a pronta e imediata divulgação de todas as informações relevantes a respeito das sociedades com os títulos publicamente negociados. (...) Em outras palavras, deve haver o "timely disclosure", isto é, as informações devem ser divulgadas tão logo a administração da companhia tenha verificado a relevância da situação que deva ser de conhecimento público. (...) O timely disclosure confere a todos acessos iguais às informações que podem influenciar as decisões de investimento no mercado de capitais, já que possibilita que todos tenham conhecimento dos fatos relevantes ao mesmo tempo."⁹

Chamamos de análise fundamentalista, quando o investidor para tomar a sua decisão de compra e/ou venda analisa as notícias do mundo corporativo, com um olhar crítico buscando algo que impacte no preço ou no volume das ações de uma determinada empresa.

⁷ REIS, Tiago. Intermediação financeira: clique e entenda a sua importância. Suno, 2021. Disponível em: <<https://www.suno.com.br/artigos/intermediacaofinanceira/#:~:text=Agentes%20superavit%C3%A1rios%20s%C3%A3o%20pessoas%2C%20ou,gastar%20o%20recurso%20naquele%20momento>>. Acesso em: 10, jun. de 2022.

⁸ PINHEIRO, Juliano Lima. Mercado de capitais. Fundamentos e técnicas. 7 ed. São Paulo: Atlas, 2014. 607 p.

⁹ CARVALHOSA, Modesto. Modesto, e Nelson Eizirik Estudos de Direito Empresarial, 1ª edição. Editora Saraiva, 2010. p. 507

Já a análise gráfica, as decisões têm como base a análise dos gráficos dos ativos, como a análise técnica moderna, que utiliza a Teoria de Dow para confirmar a reversão definitiva de uma tendência de alta ou baixa, ainda assim, essa teoria divide as tendências em primária, secundária e terciária.

O segundo princípio é o dever de lealdade dos administradores e controladores de companhias abertas que diante da posição que ocupam dentro da empresa têm acesso as informações privilegiadas que ainda não foram divulgadas ao mercado, cabendo a esses o dever de manter o sigilo e se abster de realizar operações no mercado. Importante trazer a figura do Diretor de relações com os investidores que tem a função de coordenar o fluxo de informações da companhia para o mercado e vice-versa.¹⁰

Por fim, temos o princípio da eficiência do mercado, que segundo, Juliano Lima Pinheiro, deveria existir os seguintes fatores para alcançar um mercado eficiente: a informação econômico-financeira, tanto das empresas quanto da economia; a continuidade e densidade das transações; existência de um grande número de ativos negociados; diversificação na distribuição dos títulos entre os investidores; facilidade de transferência de ativos financeiros; existência de especulação moderada e normalização das operações. Esses fatores gerariam um mercado saudável, eficiente, seguro e competitivo.

1.4. EMPRESAS S.A. E INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS MULTISSERVIÇOS

Empresas S.A., também chamadas de sociedade institucional ou estatutária, são sociedades que visam privilegiar o estatuto social da empresa, em vez, dos interesses dos sócios, acionistas. Podem ser definidas também, como, pessoas jurídicas de direito privado, de caráter empresário, regidas por um estatuto social, identificadas por uma denominação e criadas com o objetivo de obter lucro. Têm o seu capital social dividido em frações alienáveis e são compostas por sócios (ou acionistas) com responsabilidade limitada ao preço de emissão das ações de que são proprietários. Devem ser registradas e ter seus valores mobiliários registrados perante a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), devendo obediência as normas desta. Estas empresas possuem regulamentação própria, sendo disciplinadas pela Lei 6.404/76 e preveem em seu ordenamento jurídico a matéria, ora observada, do insider trading.¹¹

De tal sorte, cumpre destrinchar os artigos da citada lei para compreender o posicionamento da legislação empresarial acerca do tema. De ante mão vale destacar que a Lei das Sociedade Anônimas possui duas frentes de atuação: preventiva e repressiva, a seguir demonstradas.

“Art. 157. O administrador de companhia aberta deve declarar, ao firmar o termo de posse, o número de ações, bônus de subscrição, opções de compra de ações e debêntures conversíveis em ações, de emissão da companhia e de sociedades controladas ou do mesmo grupo, de que seja titular.

§ 1º O administrador de companhia aberta é obrigado a revelar à assembléia-geral ordinária, a pedido de acionistas que representem 5% (cinco por cento) ou mais do capital social:

¹⁰ GT Interagentes. Guia Educativo De Prevenção Ao Insider Trading, 2016

¹¹ CHAGAS, Edilson Enedino. DIREITO EMPRESARIAL - ESQUEMATIZADO; 2021

a) o número dos valores mobiliários de emissão da companhia ou de sociedades controladas, ou do mesmo grupo, que tiver adquirido ou alienado, diretamente ou através de outras pessoas, no exercício anterior;

b) as opções de compra de ações que tiver contratado ou exercido no exercício anterior;

c) os benefícios ou vantagens, indiretas ou complementares, que tenha recebido ou esteja recebendo da companhia e de sociedades coligadas, controladas ou do mesmo grupo;

d) as condições dos contratos de trabalho que tenham sido firmados pela companhia com os diretores e empregados de alto nível;

e) quaisquer atos ou fatos relevantes nas atividades da companhia.

§ 2º Os esclarecimentos prestados pelo administrador poderão, a pedido de qualquer acionista, ser reduzidos a escrito, autenticados pela mesa da assembléia, e fornecidos por cópia aos solicitantes.

§ 3º A revelação dos atos ou fatos de que trata este artigo só poderá ser utilizada no legítimo interesse da companhia ou do acionista, respondendo os solicitantes pelos abusos que praticarem.

§ 4º Os administradores da companhia aberta são obrigados a comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembléia-geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou fato relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia.

§ 5º Os administradores poderão recusar-se a prestar a informação (§ 1º, alínea e), ou deixar de divulgá-la (§ 4º), se entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia, cabendo à Comissão de Valores Mobiliários, a pedido dos administradores, de qualquer acionista, ou por iniciativa própria, decidir sobre a prestação de informação e responsabilizar os administradores, se for o caso.

§ 6º Os administradores da companhia aberta deverão informar imediatamente, nos termos e na forma determinados pela Comissão de Valores Mobiliários, a esta e às bolsas de valores ou entidades do mercado de balcão organizado nas quais os valores mobiliários de emissão da companhia estejam admitidos à negociação, as modificações em suas posições acionárias na companhia.” (artigo 157 da Lei 6.404 de 1976).

No artigo 157 da Lei 6.404/76 encontramos a frente de atuação preventiva, de acordo com a lei, o administrador deve declarar, revelar, expor qualquer ato ou fato relevante na atividade da companhia, não tão somente sobre o estado financeiro da companhia, mas também sobre o sucesso dos negócios formulados, culminando no princípio da transparência *full and fair disclosure*, já anteriormente, discutido. Além de ter o dever pessoal de informar e de revelar a sua situação patrimonial pessoal com respeito aos valores mobiliários emitidos pela companhia, com fundamento no princípio de lealdade para com a sociedade.

Ainda assim, o dispositivo da lei prevê que a informação deve ser imediatamente comunicada à bolsa de valores, não dando margem para que os administradores protelem a

divulgação da informação e melhor se posicionem no mercado, antes da informação chegar à público.

Estas prevenções buscam garantir o igual acesso à informação, preservar pela segurança do mercado e a confiança dos investidores e resguardar e zelar pela veracidade da informação, dando respaldo e propriedade à CVM.

“Art. 155. O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios, sendo-lhe vedado:

I - usar, em benefício próprio ou de outrem, com ou sem prejuízo para a companhia, as oportunidades comerciais de que tenha conhecimento em razão do exercício de seu cargo;

II - omitir-se no exercício ou proteção de direitos da companhia ou, visando à obtenção de vantagens, para si ou para outrem, deixar de aproveitar oportunidades de negócio de interesse da companhia;

III - adquirir, para revender com lucro, bem ou direito que sabe necessário à companhia, ou que esta tencione adquirir.

§ 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 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.

§ 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” (artigo 155 da Lei 6.404 de 1976)

No artigo 155 da Lei 6.404/76, temos a frente de atuação repressiva que, novamente, traz o dever de lealdade do administrador com a sociedade, imputando a esse a responsabilização pela conduta ou omissão da informação, independente de gerar dano à companhia. Nos parágrafos 1º e 4º do artigo encontramos a vedação ao insider trading, sendo proibido o uso de informações privilegiadas ainda não divulgadas ao mercado, obtidas em decorrência do cargo ocupado na companhia, para operar no mercado de capitais e obter lucro para si ou para outrem. Já nos demais parágrafos insurge o dever de sigilo.

Cumpra destacar que a doutrina brasileira adotou o padrão estadunidense, chamado de *disclose or refrain from trading*, em tradução livre: divulgue ou abstenha-se de operar. Dessa

forma, o administrador que detém a informação tem o dever de divulgar ao público, não o fazendo, deve se abster de operar no mercado de capitais.¹²

Em compensação, temos as instituições financeiras multisserviços, vulgarmente compreendidas, como: 2 em 1, sendo definidas por uma empresa que tem duas frentes de atuação, uma delas é a prestação de assessoria financeira às companhias e, a outra, a realização de negociações em nome da própria empresa. Ora, se observa que estas instituições têm acesso a informações privilegiadas e realizam negociações para proveito próprio, dessa forma, estão mais suscetíveis de cometer o ilícito do insider trading, tendo em vista, o alto risco, de provável contaminação das decisões de investimento da empresa, por informações privilegiadas adquiridas por meio da assessoria. Ainda assim, essa coexistência é permitida pela regulamentação, desde que haja segregação física e tecnológica entre as áreas.¹³

Esta forma de prevenção que visa desassociar as duas áreas de atuação da empresa que podem causar grande risco ao mercado e grandes consequências a empresa, é chamada de Chinese Wall e tem grande importância para proteger o mercado de capitais.

1.4.1. MENTE CORPORATIVA

Um dos grandes diferenciais entre as sociedades de capital aberto e as sociedades de capital fechado é a intenção por trás do exercício da atividade, dessa forma, nas sociedades de capital fechado o exercício da atividade empresária pela sociedade expressa o interesse dos sócios, já nas sociedades de capital aberto o exercício da atividade empresária pela sociedade expressa o interesse do estatuto social da companhia.

A atividade empresária é exercida pela pessoa jurídica de direito próprio, baseado no estatuto social, onde encontra-se os ideais e objetivos da companhia. Importante salientar que os funcionários, administradores e diretores da empresa são mera força de trabalho fungíveis.

A mente corporativa, conhecida como a teoria da *corporate mind* aduz que à vontade, as decisões, os objetivos e metas da pessoa jurídica expressas no estatuto social se materializam em uma mente corporativa que é exercida pela pessoa jurídica, personificada, pelos funcionários da empresa.

1.5. CHINESE WALL

Como já mencionado anteriormente, a segregação física e tecnológica entre as áreas de prestação de assessoria financeira às companhias e a realização de negociações em nome da empresa, nas empresas multisserviços é requisito necessário, imposto pela CVM, para a coexistência entre essas áreas.

¹² EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariadna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de capitais – regime jurídico. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011., p. 447.

¹³ MUSSNICH, Francisco Antunes Maciel. O Insider Trading no Direito Brasileiro. Editora Saraiva. 2017

Esta divisão é chamada de Chinese Wall, que é um mecanismo de prevenção a contaminações e a situações de conflito de interesses. Conforme consta no art. 15, da Instrução 306/99 da CVM.

“Art. 15. Na administração de carteira de valores mobiliários deve ser assegurada a completa segregação das demais atividades exercidas pela pessoa jurídica, devendo ser adotados procedimentos operacionais, dentre outros, objetivando:

I - a segregação física de instalações entre áreas responsáveis por diferentes atividades prestadas relativas ao mercado de capitais, ou definição clara e precisa de práticas que assegurem o bom uso de instalações, equipamentos e arquivos comuns a mais de um setor da empresa;

II - a preservação de informações confidenciais por todos os seus administradores, colaboradores e funcionários, proibindo a transferência de tais informações a pessoas não habilitadas ou que possam vir a utilizá-las indevidamente, em processo de decisão de investimento, próprio ou de terceiros;

III - a implantação e manutenção de programa de treinamento de administradores, colaboradores e funcionários que tenham acesso a informações confidenciais e/ou participem de processo de decisão de investimento;

IV - o acesso restrito a arquivos, bem como à adoção de controles que restrinjam e permitam identificar as pessoas que tenham acesso às informações confidenciais; e

V - o estabelecimento de políticas relacionadas à compra e venda de valores mobiliários por parte de funcionários, diretores e administradores da entidade.” (artigo 15, da Instrução 306/99 da CVM.)

Em síntese, as empresas multisserviços devem realizar a segregação física das instalações, proibir a transferência de informações entre os funcionários, implantar um programa de treinamento aos funcionários que tenham acesso a informações confidenciais, restringir o acesso aos arquivos da empresa e o estabelecimento de políticas éticas quanto aos funcionários operarem no mercado de capitais.

2. REQUISITOS FORMAIS PARA A CARACTERIZAÇÃO DO INSIDER TRADING

Para a caracterização do ilícito do insider trading é necessária a existência dos três requisitos a seguir desenvolvidos: informação sigilosa não divulgada ao mercado, acesso à informação e a intenção de obter proveito para si ou para outrem.

2.1. CONCEITO DE INSIDER TRADING

A priori podemos definir o insider trading como o uso de informação sigilosa acessada, por qualquer circunstância, ainda não divulgada ao mercado para obter proveito para si ou para terceiro. Essa prática infringe diversos princípios e direitos, sendo o primeiro deles o princípio

da confiança, princípio basilar do mercado que constitui a primeira face da relação entre o mercado e o investidor, sendo este de imensa necessidade para o entrave, para a qualidade e a duração desta relação, sendo assim, qualquer ato que interfira ou abale a confiança do investidor gera um grande risco ao mercado.

Outra prática ilícita que ocorre no mercado de capitais, que é confundida com o Insider Trading, contudo, apresenta características diversas é o Front Runner. Diferentemente, do insider trading, no front runner o investidor não possui nenhuma informação, muito menos uma informação privilegiada, entretanto, por conta do cargo que ocupa, neste sentido se assemelha ao insider, tendo em vista, que o investidor tem acesso à informação, em regra, mediante o cargo que ocupa, no caso o front runner o cargo ocupado é o de assessor de investimentos que possui contato direto com os investidores, fazendo atendimentos aos clientes e executando operações para esses no mercado de capitais. Diante da demanda dos atendimentos, os assessores conseguem aferir um média de operações que ocorre em um ativo, sendo assim, quando esse atende um cliente que quer executar uma ordem ao mercado com um volume a quem do esperado, o assessor desconfiado entende que este cliente tem conhecimento de algo que irá ocorrer no mercado e, querendo se beneficiar, “segura” a ordem do cliente, para que possa executar a mesma ordem para si mesmo primeiro e, depois executar a ordem do cliente.

Por meio, de uma análise profunda matemática e um estudo guiado de mercado, CAMARGOS e BARBOSA, 2015, conseguiram vislumbrar o possível acontecimento do crime de insider trading no mercado, diante de retornos anormais obtidos por investidores. Dessa forma, puderam concluir que esta prática afeta a rotina e os processos internos, causam rearranjos nas expectativas dos investidores e nas condições do mercado. Dessarte, pôde se observar a tentativa do mercado de restabelecer o seu equilíbrio, em frente ao aumento da volatilidade e o impacto que a divulgação de fusões ou aquisições causou nas expectativas dos investidores, e a tentativa (reação) do mercado em fazer a leitura correta (determinação do preço justo) para a cotação da ação, diante da nova realidade informacional.

Doravante a ideia que constitui a prática do insider trading e as consequências geradas, como, a assimetria do mercado, CAMARGOS e BARBOSA, 2015, trazem as desvantagens do crime de insider trading para o mercado como todo:

“A prática do insider trading é condenável por vários motivos, dentre eles: 1. Criam oportunidades de alguns investidores lucrarem em detrimento de outros; 2. Levam a uma transferência de riqueza, principalmente entre os acionistas minoritários (outsiders) e majoritários (insiders) (Demsetz, 1986); 3. Criam uma imagem negativa do mercado, em um momento em que as entidades operadoras e reguladoras (BM&FBovespa e Comissão de Valores Mobiliários) vêm empreendendo esforços para melhorar a transparência nas negociações por meio da adoção de práticas de governança corporativa, visando sua consolidação como um dos principais centros mundiais de negociação de títulos.” (CAMARGOS e BARBOSA, 2015, p. 582)

O uso indevido de informações afeta não só os investidores diretamente envolvidos, mas o próprio mercado de capitais e, por consequência, a economia do país. Portanto, o papel da CVM em fiscalizar o mercado é fundamental para gerar e manter a confiança, sendo esta pressuposto de existência e manutenção da ordem jurídica deste mercado.

Neste sentido, observa-se que a prática do uso indevido de informações privilegiadas no mercado de capitais avança em diversos ramos do direito, como já visto, anteriormente, na esfera civil, diante do dever de reparação pela responsabilidade civil; penal, de acordo com o art. 27-D da Lei 6.385/76 que prevê pena de reclusão e multa; administrativa, decorrente do

dever de lealdade do administrador nas companhias de capital aberto; e constitucional, visto que, a matéria trata dos direitos difuso e coletivos, haja vista que a prática afeta aqueles interesses indivisíveis, que transcendem o individual e cujo os titulares são pessoas indeterminadas, mas unidas por circunstâncias de fato, no caso, os investidores que operam no mercado de capitais.¹⁴

2.2. INFORMAÇÃO SIGILOSA NÃO DIVULGADA AO MERCADO

Sendo requisito essencial para a caracterização do insider trading a informação pode ser definida como um conjunto de dados que tem o poder de modificar o quadro de referência ao ser repassado de um informante para um receptor. Contudo, nem toda a informação é relevante ao ponto de modificar significativamente a realidade.

Informação sigilosa é aquela que não foi amplamente divulgada ao mercado, visto que, em virtude das circunstâncias a sua explanação pode gerar risco a realização completa da pretensão societária. O acesso a essa informação se deve, a priori, ao nível de importância do cargo ocupado, sendo reservados para os cargos de direção, administração e presidência da companhia. Ainda, a informação sigilosa tem caráter transitório, sendo assim, a informação deverá ser assegurada pelo sigilo apenas no período de tempo que antecede a ampla divulgação da informação para o mercado, tornando-se ilícito o segredo mantido por tempo superior ao estritamente necessário, em virtude do princípio da lealdade do administrador com o mercado de capitais.¹⁵

Ainda sobre o sigilo da informação e a transição para se tornar informação pública, é importante salientar que o seu vazamento de forma irregular é suficiente para desfazer o caráter sigiloso, desde que, se torne de conhecimento efetivamente público, sendo considerada informação de mercado que presume refletida nas expectativas dos agentes que negociam.

Informação relevante é aquela que têm o poder de influenciar de forma efetiva no preço e/ou no volume das ações de uma companhia, devido, a descoberta de uma nova área de atuação, ou um processo que corre em sigilo, ou um fechamento de um contrato, ou pesquisas que estão sendo desenvolvidas, ou relatório, resultados e balancetes das empresas. De acordo com o art. 2º da Instrução 358/2002 da CVM:

“Art. 2º Considera-se relevante, para os efeitos desta Instrução, qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembleia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, comercial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável:

I - na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados;

II - na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários;

¹⁴ MUSSNICH, Francisco Antunes Maciel. O Insider Trading no Direito Brasileiro. Editora Saraiva. 2017

¹⁵ MUSSNICH, Francisco Antunes Maciel. O Insider Trading no Direito Brasileiro. Editora Saraiva. 2017

III - na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados.”

Por fim, tratando da informação em si, esta deve ser de grande relevância para o mercado, de tal forma que seu uso indevido gera demasiado lucro ao insider, outra característica é o de sigilo, contudo, se houver o vazamento de informações e atingir diversas pessoas, esta perde a confidência, não gerando qualquer ilícito. Importante também destacar que as operações realizadas com base em rumores não geram qualquer consequência ilícita, visto que, rumores não passam de rumores.¹⁶

2.3. ACESSO À INFORMAÇÃO

O acesso à informação carrega a figura de dois agentes: o primário e o secundário. O agente primário é aquele que detém a informação, em decorrência do seu cargo na empresa, já o agente secundário é aquele que recebe do agente primário a informação, por variadas circunstâncias. Importante frisar que ter a informação não é crime, no caso do agente primário é em consequência da profissão, não podendo ser imputado a este uma penalidade, em razão, da sua profissão, contudo, como vimos anteriormente, manter a informação em sigilo por tempo demasiado configura ilícito.

O igual acesso à informação e a simetria das informações são pressupostos que garantem a igualdade e segurança no mercado financeiro. No entanto, o ilícito do insider trading não recai sobre o dado objetivo do acesso à informação, mas sobre o elemento subjetivo da conduta do agente. Dessa forma, é importante salientar que neste capítulo a informação privilegiada fica em segundo plano, tendo papel principal quem obteve a informação, no caso o insider.¹⁷

Segundo a Lei das S.A o insider podem ser: os administradores de companhias abertas, bem como seus subordinados e terceiros de sua confiança. Já a instrução da CVM n. 31/84 entende que o insider é a figura do acionista controlador, além do administrador. Preceitua no art. 11 da instrução ainda:

“Art. 11 - É vedada, como prática não equitativa, a negociação com valores mobiliários realizada por quem quer que, em virtude de seu cargo, função ou posição, tenha conhecimento de informação relativa a ato ou fato relevante antes de sua comunicação e divulgação ao mercado.

Parágrafo único: A mesma vedação aplica-se a quem quer que tenha conhecimento de informação referente a ato ou fato relevante, sabendo que se trata de informação privilegiada ainda não divulgada ao mercado.” (artigo 11, CVM n. 31/84)

José Marcelo Martins Proença comenta sobre a alteração que ocorreu na legislação pela modificação do art. 155, inciso III, §4º da Lei das S.As pela Lei 10.303/2001, tendo esta incluído o termo “qualquer pessoa”, desse forma, visou abranger a todos, sem qualquer limitação, a utilização de informações privilegiadas. Percebe-se, também, a mudança do caráter da lei das sociedades anônimas, não mais prevalecendo uma legislação societária, mas sim

¹⁶ MUSSNICH, Francisco Antunes Maciel. O Insider Trading no Direito Brasileiro. Editora Saraiva. 2017

¹⁷ MUSSNICH, Francisco Antunes Maciel. O Insider Trading no Direito Brasileiro. Editora Saraiva. 2017

relativa a valores mobiliários. Conclui-se, também, que o princípio do dever de lealdade recai aos administradores, contudo, qualquer pessoa poderá se sujeitar às normas repressivas da prática do insider trading, tanto na esfera cível, quanto na esfera penal.

Outro requisito de extrema importância para a caracterização do ilícito do insider trading é a comprovação do nexo causal entre o administrador, também conhecido como *tipper* e o terceiro, denominado *tippees*, ocorre que, quando há um contato de natureza profissional entre essas duas pessoas, o nexo causal é facilmente identificado, no entanto, quando essa relação não se identifica na esfera profissional, torna-se difícil a comprovação do nexo causal, sendo essa uma das principais dificuldades das autoridades em caracterizar a relação dos agentes e a sua ligação ao crime.¹⁸

2.4. INTENÇÃO DE OBTER PROVEITO

A intenção de tirar proveito da informação privilegiada trata-se do elemento subjetivo do ilícito, o animus que impele o agente a realizar a operação. Conforme já visualizado na legislação no art. 155, inciso III, §4º: “com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem”. Contudo, a consumação completa da intenção não é necessária para a incidência de ilicitude, haja vista, que a mera negociação com o intuito de auferir lucro já é fato grave o suficiente para fazer incidir as sanções disciplinares administrativas aplicáveis.¹⁹

O entendimento consolidado da CVM acerca do tema é que o lucro não é requisito necessário para a caracterização do ilícito, como já mencionado, basta a negociação utilizando-se da informação privilegiada com o intuito de lucrar para a ocorrência do crime.

Divergentemente, na esfera civil, há a necessidade de auferir o lucro para a comprovação do dano, sendo este pressuposto necessário para a existência do dever de indenizar, portanto, o dano é o elemento central da responsabilidade civil.

Há ainda uma discussão dentro da doutrina acerca de uma antinomia entre a disciplina legal do art. 155 da Lei das S.A e a regulamentação administrativa da matéria do art. 13 da Instrução CVM n. 358/2002. Como já visto, a disciplina legal trouxe o elemento subjetivo como pressuposto do insider trading, por outro lado, a regulamentação da CVM não fez qualquer referência expressa à intenção do agente. Vejamos:

“Art. 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.”

¹⁸ CARVALHOSA, Modesto. Comentários à lei de sociedades anônimas, vol. 3. 6 ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2014, p. 416.

¹⁹ MUSSNICH, Francisco Antunes Maciel. O Insider Trading no Direito Brasileiro. Editora Saraiva. 2017

Diante do artigo, a análise cabível é que o fato de não exigir expressamente a presença do elemento subjetivo, no artigo, não pode significar que a vedação nele contida seja absoluta. Dessa forma, presume-se que quem detenha informação privilegiada e realize operações, o faça com base nessa informação. Ainda assim, a Instrução não afastou o elemento subjetivo do tipo constante da Lei das S.A., tendo criado, todavia, uma presunção relativa, justificada apenas na presença de indícios nesse sentido, de que o insider teria atuado com o intuito de obter vantagem.²⁰

De tal sorte, Fábio Medina Osório destaca a necessidade de verificação da culpabilidade para que haja responsabilidade na seara administrativa. Sendo o princípio da culpabilidade imprescindível na análise de outro princípio constitucional materialmente vinculante ao intérprete, com poderosas consequências teóricas e pragmáticas.

Consonantemente, o voto do Diretor Wladimir Castelo Branco Castro esclarece a questão, afirmando não se trata de uma vedação absoluta, mas que haverá uma presunção de irregularidade se o insider realizar negociação detendo informação privilegiada. Essa presunção poderá ser afastada se o agente provar que a negociação ocorreu por força de outros motivos que não a posse de informação ainda não divulgada ao mercado.²¹

3. EVOLUÇÃO JURÍDICA DO SISTEMA BRASILEIRO

3.1. LEI DAS S.A. - Nº 6.404/1976

Como vimos anteriormente, a Lei das Sociedades Anônimas tem duas faces de atuação, sendo elas, preventivas, artigo 157 e repressivas, artigo 155.

Art. 157. O administrador de companhia aberta deve declarar, ao firmar o termo de posse, o número de ações, bônus de subscrição, opções de compra de ações e debêntures conversíveis em ações, de emissão da companhia e de sociedades controladas ou do mesmo grupo, de que seja titular. (Vide Lei nº 12.838, de 2013)

§ 1º O administrador de companhia aberta é obrigado a revelar à assembléia-geral ordinária, a pedido de acionistas que representem 5% (cinco por cento) ou mais do capital social:

- a) o número dos valores mobiliários de emissão da companhia ou de sociedades controladas, ou do mesmo grupo, que tiver adquirido ou alienado, diretamente ou através de outras pessoas, no exercício anterior;
- b) as opções de compra de ações que tiver contratado ou exercido no exercício anterior;
- c) os benefícios ou vantagens, indiretas ou complementares, que tenha recebido ou esteja recebendo da companhia e de sociedades coligadas, controladas ou do mesmo grupo;
- d) as condições dos contratos de trabalho que tenham sido firmados pela companhia com os diretores e empregados de alto nível;

²⁰ MUSSNICH, Francisco Antunes Maciel. O Insider Trading no Direito Brasileiro. Editora Saraiva. 2017

²¹ MUSSNICH, Francisco Antunes Maciel. O Insider Trading no Direito Brasileiro. Editora Saraiva. 2017

e) quaisquer atos ou fatos relevantes nas atividades da companhia.

§ 2º Os esclarecimentos prestados pelo administrador poderão, a pedido de qualquer acionista, ser reduzidos a escrito, autenticados pela mesa da assembléia, e fornecidos por cópia aos solicitantes.

§ 3º A revelação dos atos ou fatos de que trata este artigo só poderá ser utilizada no legítimo interesse da companhia ou do acionista, respondendo os solicitantes pelos abusos que praticarem.

§ 4º Os administradores da companhia aberta são obrigados a comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembléia-geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou fato relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia.

§ 5º Os administradores poderão recusar-se a prestar a informação (§ 1º, alínea e), ou deixar de divulgá-la (§ 4º), se entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia, cabendo à Comissão de Valores Mobiliários, a pedido dos administradores, de qualquer acionista, ou por iniciativa própria, decidir sobre a prestação de informação e responsabilizar os administradores, se for o caso.

§ 6º Os administradores da companhia aberta deverão informar imediatamente, nos termos e na forma determinados pela Comissão de Valores Mobiliários, a esta e às bolsas de valores ou entidades do mercado de balcão organizado nas quais os valores mobiliários de emissão da companhia estejam admitidos à negociação, as modificações em suas posições acionárias na companhia.

No artigo 157 da Lei 6.404/76 encontramos a frente de atuação preventiva, de acordo com a lei, o administrador deve declarar, revelar, expor qualquer ato ou fato relevante na atividade da companhia, não tão somente sobre o estado financeiro da companhia, mas também sobre o sucesso dos negócios formulados, culminando no princípio da transparência *full and fair disclosure* já, anteriormente, discutido. Além de ter o dever pessoal de informar e de revelar a sua situação patrimonial pessoal com respeito aos valores mobiliários emitidos pela companhia, com fundamento no princípio de lealdade para com a sociedade.

Art. 155. O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios, sendo-lhe vedado:

I - usar, em benefício próprio ou de outrem, com ou sem prejuízo para a companhia, as oportunidades comerciais de que tenha conhecimento em razão do exercício de seu cargo;

II - omitir-se no exercício ou proteção de direitos da companhia ou, visando à obtenção de vantagens, para si ou para outrem, deixar de aproveitar oportunidades de negócio de interesse da companhia;

III - adquirir, para revender com lucro, bem ou direito que sabe necessário à companhia, ou que esta tencione adquirir.

§ 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 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.

§ 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.

No artigo 155 da Lei 6.404/76, temos a frente de atuação repressiva que novamente traz o dever de lealdade do administrador com a sociedade, imputando a este a responsabilização pela conduta ou omissão da deslealdade, independente de gerar dano à companhia. Nos parágrafos 1º e 4º do artigo encontramos a vedação ao insider trading, sendo proibido o uso de informações privilegiadas ainda não divulgadas ao mercado, obtidas em decorrência do cargo ocupado na companhia, para operar no mercado de capitais e obter lucro para si ou para outrem. Já nos demais parágrafos insurge o dever de sigilo.

3.2. LEI Nº 10.303/2001

A Lei nº 10.303/2001 representa um grande marco para o direito brasileiro, haja vista, que esta dispõe sobre o mercado de valores mobiliários, cria a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e altera e acrescenta dispositivos na Lei nº 6.404/76.

Sobre a disposição do mercado de capitais, a presente lei trás no seu capítulo VII-B o rol dos crimes contra o mercado de capitais, sendo o uso indevido de informação privilegiada contemplado no art. 27 – D culminando a pena de reclusão de 1 a 5 anos e multa de até 3x o valor do montante obtido pela vantagem ilícita.

‘Uso Indevido de Informação Privilegiada

Art. 27-D. Utilizar informação relevante ainda não divulgada ao mercado, de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo, capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiro, com 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.”

Antes do surgimento desta lei, o insider trading era submetido ao crime de estelionato genérico, art. 171 do Código Penal, Bento de Faria, citado por José Antônio Pereira Ribeiro em ‘Fraude e Estelionato’ entende que o delito se configura pela ocorrência dos seguintes requisitos:

“ a) que haja a obtenção ilegítima de uma vantagem, seja ou não econômica, visto como o objeto do delito é o conjunto de bens jurídicos suscetíveis de serem compreendidos no conceito genérico de propriedade; b) que tal ocorra mediante o uso de qualquer artifício ou ardil, com a possibilidade de induzir o sujeito passivo a erro ou engano; c) que a prestação feita por esse ao sujeito ativo seja voluntária, embora a consequência venha do engano; d) que a manobra fraudulenta tenha influência sobre a determinação da vítima; e

e) que o sujeito passivo tenha sofrido qualquer prejuízo. Do exposto, verifica-se que no ‘insider trading’ existem todos esses requisitos” (PARENTE, op. cit., p. 12-13).

“Art. 171 - Obter, para si ou para outrem, vantagem ilícita, em prejuízo alheio, induzindo ou mantendo alguém em erro, mediante artifício, ardil, ou qualquer outro meio fraudulento:

Pena - reclusão, de um a cinco anos, e multa, de quinhentos mil réis a dez contos de réis. (Vide Lei nº 7.209, de 1984)”

Além disso, esta lei criou a Comissão de Valores Mobiliários e, por conseguinte, a Lei 6.385/76, dispondo a este órgão o dever de fiscalização, no que concerne ao tema abordado, prevê o dever de proteção aos investidores.

“Art. 4º O Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários exercerão as atribuições previstas na lei para o fim de:

IV - Proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra:

c) o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários.”

A Lei 10.303/2001, também alterou o art. 155, inciso III, §4º da Lei das S.A., tendo esta incluído o termo “qualquer pessoa”, dessa forma, visou abranger a todos, sem qualquer limitação, a utilização de informações privilegiadas. Percebe-se, também, a mudança do caráter da lei das sociedades anônimas, não mais prevalecendo uma legislação societária, mas sim relativa a valores mobiliários. Conclui-se, também, que o princípio do dever de lealdade recai aos administradores, contudo, qualquer pessoa poderá se sujeitar às normas repressivas da prática do insider trading, tanto na esfera cível, quanto na esfera penal.²²

3.3. INSTRUÇÃO Nº 358/2002 DA CVM

A instrução da CVM de nº 358/2002 é o dispositivo normativo que, atualmente, regula e preenche os contornos genéricos sobre insider trading traçados pela Lei das S.A. Em seu artigo 13º trata das vedações às negociações, mantendo a mesma definição do insider trading desenvolvido pela Lei 6.404/76.

“Art. 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

²² Art. 155, da Lei 6.404/1976. Art. 155. O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios, sendo-lhe vedado:

III - adquirir, para revender com lucro, bem ou direito que sabe necessário à companhia, ou que esta tencione adquirir.

§ 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.

companhia aberta, sua controladora, suas controladas ou coligadas, tenha conhecimento da informação relativa ao ato ou fato relevante. [...]"

A Instrução supera a definição de insider trading e prevê, consonantemente ao dever de lealdade do administrador imposto pela Lei 6.404/76, o dever de informar não, somente, para não incorrer no ilícito discorrido, mas também, para assegurar a manutenção, visando preservar os princípios que regem todo o universo do mercado de capitais.

“Art. 4º A CVM, a bolsa de valores ou a entidade do mercado de balcão organizado em que os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação podem, a qualquer tempo, exigir do Diretor de Relações com Investidores esclarecimentos sobre a divulgação de ato ou fato relevante.

Parágrafo único. Na hipótese do caput, ou caso ocorra oscilação atípica na cotação, preço ou quantidade negociada dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciado, o Diretor de Relações com Investidores deverá inquirir as pessoas com acesso a atos ou fatos relevantes, com o objetivo de averiguar se estas têm conhecimento de informações que devam ser divulgadas ao mercado. [...]"

Fábio Konder Comparato faz uma crítica ao sistema legislativo brasileiro atenuando a necessidade de um sistema legislativo conciso e coeso não dando margem a brechas que possam enfraquecer o sistema, gerando impunidade aos crimes contra o mercado de capitais, sendo assim, este entende que uma norma que atribui competência fiscalizatória requer a existência de outras regras que disciplinem o tema, bem como de um sistema adequado de sanções para garantir a repressão da prática.

4. ANÁLISE DE CASOS DE INSIDER TRADING

4.1. CASO SADIA

O caso Sadia é um dos casos de maior importância para o direito brasileiro, haja vista, que foi a primeira condenação por insider trading no Direito Penal Brasileiro. Dessa forma, sua análise é indispensável para tratar sobre o tema.

A Sadia e a Perdigão eram duas companhias listadas na bolsa de valores brasileira, tendo a Sadia grande interesse em adquirir a Perdigão, pois essa era uma corporação, não tinha acionista controlador ou acordo de acionistas que disciplinava o controle, portanto, a Sadia entendia que se comprasse 50% +1 das ações da Perdigão teria o controle, sendo assim, bastaria ir comprando as ações que permitisse a indicação da maioria dos conselheiros da Perdigão. Contudo, em julho de 2006, essa ideia não funcionou, uma vez que, a Previ uma acionista de grande relevância da Perdigão bloqueou essa tentativa da Sadia, reunindo 55,38% do capital da Perdigão para que todos se comprometessem a não vender as suas ações. Em maio de 2009, a Sadia e a Perdigão assinaram um acordo de fusão que deu origem a Brasil Foods (BRF), de grande relevância na indústria alimentícia do país.²³

²³ GCoelho. Fato Relevante -O Que É? Informação Privilegiada - Insider Trading No Brasil - Caso Sadia Perdigão. YOUTUBE. 5 de jan. de 2021

Ocorre que, durante esse ínterim, entre a primeira tentativa e a efetiva fusão, houve tratativas e negociações entre as duas empresas sobre uma possível oferta pública de aquisição (OPA) da Sadia em face da Perdigão.

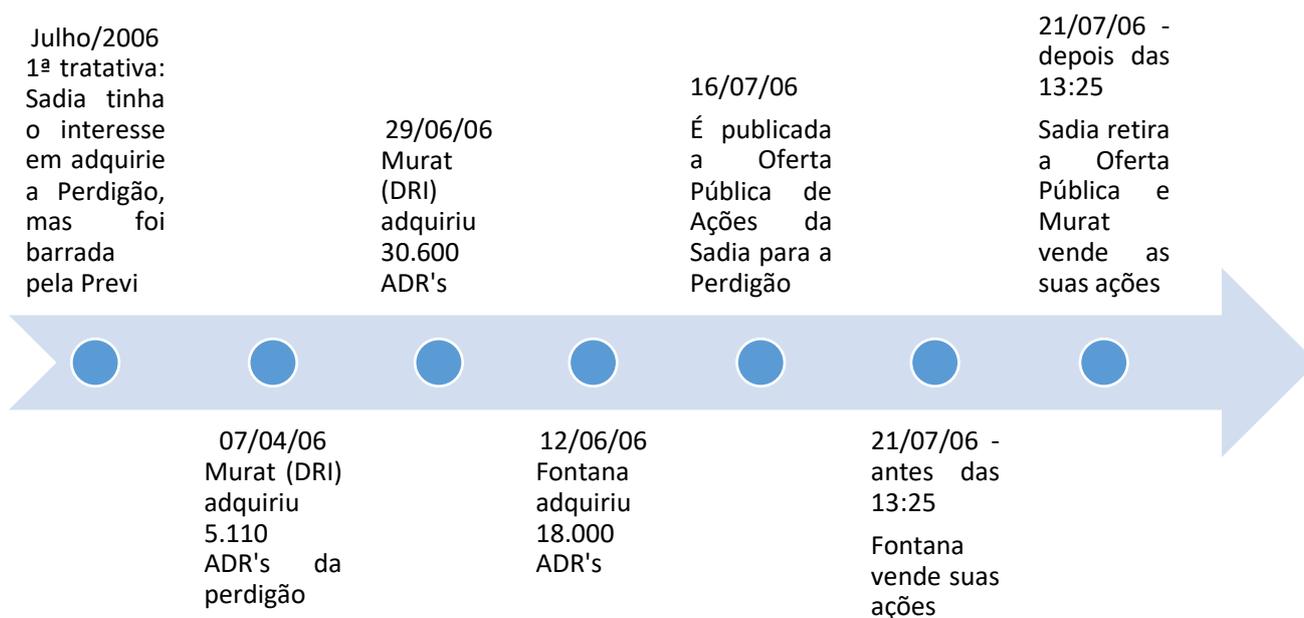
Entretanto, duas figuras da administração da Sadia, sendo elas, Luiz Gonzaga Murat Junior, diretor de finanças e relações com investidores (DRI) e Romano Ancelmo Fontana, membro do conselho de administração (CA), tendo, ambos, negociado valores mobiliários na bolsa de valores baseados na informação sigilosa e relevante ainda não divulgado ao mercado.²⁴

O diretor de finanças, Murat, comprou em nome da empresa offshore *Brackhil Investments Inc. 5.110 American Depositary Receipts (ADR's)* de emissão da Perdigão na Bolsa de Valores de Nova Iorque, no dia 7 de abril de 2006 e realizou outra compra de 30.600 (ADR's) em 29 de junho de 2006. Já, o membro do conselho de administração, Fontana, comprou, em nome próprio, 18.000 ARD's, correspondentes a 36.000 ações ordinária da companhia, entre 5 à 12 de julho de 2006.

Por mais, entre o período das negociações da 2ª tratativa, de 18 à 20 de julho, resultou em 21 de julho, a Sadia revogando a sua oferta de compra, aproximadamente às 13:25 no horário de Nova York, quando a notícia se tornou pública, o que acarretou em uma oscilação no preço das ações da Perdigão entre US\$ 26,50 e US\$22,75, fechando o pregão em US\$24,98.

Diante da posse da informação, Fontana vendeu antes da divulgação da informação ao público, suas ADR's obtendo um lucro de US\$139.114,50. Já, Murat vendeu parte de suas ADR's após a divulgação da notícia, não obtendo nenhum lucro.

Para um entendimento mais claro e objetivo, vale resumir o contexto fático em uma linha do tempo, como pode se verificar:



²⁴ FREESZ, Mariana Rocha. A caracterização do insider trading no Brasil: Perspectivas a partir da análise dos casos Sadia e OGX. Juiz de Fora, 2017.

Luiz Gonzaga Murat Júnior respondeu pelo processo administrativo sancionador da CVM de nº SP2007/0118.²⁵ A defesa de Murat se baseou em dois argumentos, sendo o primeiro de natureza preliminar, que buscou demonstrar a incompetência da CVM para julgar o caso, conforme o art. 9º, §6º, da Lei nº 6.385/76 que confere a CVM a competência para apurar e punir condutas fraudulentas que ocasionem danos a pessoas residentes no território nacional e dos atos que tenham sido praticados em território nacional. Já o segundo argumento, de mérito, buscou descartar que o diretor tenha negociado ações com base em informações privilegiadas e descartar também o descumprimento do dever de lealdade do administrador, de acordo com o art. 155, §1º, da Lei 6.404/76, uma vez que, este operou as ações da Perdigão e não da Sadia.

Em decisão, o relator e diretor Marcos Barbosa Pinto, propôs a penalidade por infração ao art. art. 155, §1º, da Lei 6.404/76²⁶, motivado por 3 fatores: i) a extrema gravidade da conduta do acusado, que é tipificada como crime pelas leis brasileiras; ii) os efeitos deletérios que condutas desse tipo têm sobre o mercado, pois afetam a confiança dos investidores; e iii) o fato de o Acusado ser diretor de relações com investidores de uma companhia aberta. Ademais, o acusado se comprometeu a pagar uma quantia significativa às autoridades americanas e obrigou-se a não atuar naquele mercado por cinco anos, portanto, fora inabilitado ao exercício do cargo de administrador e conselheiro fiscal de companhia aberta brasileira pelo prazo de 5 anos.

Já, Romano Ancelmo Fontana Filho respondeu pelo processo administrativo sancionador da CVM de nº SP2007/0117.²⁷ A defesa de Fontana arguiu os mesmos fundamentos de direito da defesa de Murat, por mais, mencionou a possibilidade de ocorrer o fenômeno *bis in idem*, uma vez que, o condenado foi processado pelas autoridades norte-americanas, onde foi condenado: (i) proibido permanentemente de violações à determinadas disposições da legislação norte-americana; (ii) obrigado a pagar US\$ 142.848,95, equivalente à quantia supostamente ganha de forma indevida; (iii) obrigado a pagar uma penalidade civil de 1,25 vezes o valor supostamente ganho de forma indevida, correspondente a US\$ 173.893,13; e (iv) inabilitado a exercer o cargo de administrador de companhia aberta pelo prazo de 5 anos. Sendo assim, requereu o abatimento da pena aplicada e cumprida no estrangeiro.

O colegiado decidiu afastar a alegação de incompetência da CVM de apurar o caso, com base no Decreto nº 3.995/0²⁸, aplicar a pena de inabilitação temporária pelo prazo de cinco anos para o exercício do cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta por infração ao art. 155, § 1º, da Lei nº 6.404/76, com fundamento no art. 11, inciso IV, da Lei nº

²⁵ Processo Sancionador SP2007/0118; Ementa: Cumpre 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 de informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários. Inabilitação.

²⁶ Art. 155. O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios, sendo-lhe vedado: § 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 outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários.

²⁷ Processo Sancionador SP2007/0118; Ementa: O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios, sendo-lhe vedado a utilização de informação relevante ainda não divulgada. É vedado ao administrador valer-se da informação relevante para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários. Inabilitação temporária.

²⁸ DECRETO Nº 3.995, DE 31 DE OUTUBRO DE 2001. Altera e acresce dispositivos à Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários, nas matérias reservadas a decreto.

6.385/76²⁹ e o envio de ofício ao Ministério Público comunicando o resultado da sessão de julgamento, em complemento ao OFÍCIO/CVM/SGE/Nº514/07, de 02 de julho de 2007.

4.2. CASO OGX

O caso OGX gerou grandes repercussões no país, tendo como figura central o empresário Eike Batista. No caso, a OGX era uma empresa recém listada na bolsa, sendo do grupo EBX que atua nas áreas de construção naval, leasing e serviços operacionais de navios.³⁰

Em síntese, 15/04/2013 a empresa realizou uma reunião como o conselho de administração da companhia para tratar sobre um plano de negócios, ocorre que Eike Batista, era o presidente do conselho de administração e acionista controlador da OGX, e portanto, estava presidindo a reunião.

No dia 19/04/2013 o empresário vendeu 9.911.900 ações de emissão da Companhia ao preço de 3,40, em volume total de R\$ 33.700.460,00. No mesmo dia saiu a informando que a Companhia havia atingido o patamar mínimo de 25% de ações em circulação estabelecido pelo Regulamento do Novo Mercado da BM&FBOVESPA S.A, o que representa a quantidade de ações que estavam disponíveis, chamado *free float*³¹

Já, no dia 17/05/2013, a empresa anunciou o fato relevante discutido em reunião, qual seja a aprovação de um novo plano de negócios. A nova notícia gerou uma baixa no preço das ações da companhia. Contudo, como o presidente Eike Batista havia vendido as suas ações antes da divulgação da informação ao público, gerou a esse a vantagem de não ter tido o prejuízo de R\$10.506614,00.

Conforme consta no processo sancionatório, em 19/07/2013, a Gerência de Acompanhamento de Empresas – 3 (GEA-3) iniciou a investigação, enviando à OSX o OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-3/Nº 484/2013, solicitando diversos documento, incluindo, os nomes das pessoas envolvidas, ou que tiveram conhecimento da elaboração do Plano e cópia das atas de reuniões da Companhia que deliberaram sobre o assunto.³²

²⁹ Art. 11. A Comissão de Valores Mobiliários poderá impor aos infratores das normas desta Lei, da Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (Lei de Sociedades por Ações), de suas resoluções e de outras normas legais cujo cumprimento lhe caiba fiscalizar as seguintes penalidades, isoladas ou cumulativamente: IV - inabilitação temporária, até o máximo de 20 (vinte) anos, para o exercício de cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários;

³⁰ FREESZ, Mariana Rocha. A caracterização do insider trading no Brasil: Perspectivas a partir da análise dos casos Sadia e OGX. Juiz de Fora, 2017

³¹ Free Float – circulação livre, em português -, é um conceito comum no mercado de capitais e refere-se às ações de uma empresa de capital aberto (companhia com ações disponíveis para negociações na Bolsa de Valores) que estão, de fato, livres para transações de compra e venda no mercado. Free Float: você sabe o que é? Onze, 2020. Disponível em: < <https://www.onze.com.br/blog/free-float/#> >. Acesso em: 10, jun. de 2022.

³² Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2013/13172; Ementa: Utilização de informações privilegiadas na negociação de ações emissão da da OGX Petróleo e Gás Participações S.A. e da OSX Brasil S.A. Manipulação de preços de ações de emissão das Companhias. Infração ao art. 155, §1º, da Lei nº 6.404/76 c/c art. 13, caput, da Instrução CVM nº 538/02. Infração ao item II, alínea "b", vedada pelo item I, da Instrução CVM nº 08/79. Multas e inabilitação temporária.

O empresário incorreu em infração ao art. 155, §1º, da Lei nº 6.404/761 e ao art. 13 da Instrução CVM nº 358/2002³³. A mais recente decisão de 27/05/2019 aplicou ao Eike Fuhrken Batista as seguintes penalidades: i. multa pecuniária no valor de R\$440.780.423,00 (quatrocentos e quarenta milhões, setecentos e oitenta mil, quatrocentos vinte e três reais), correspondente a duas vezes e meio o montante da perda evitada, com correção monetária; ii. Inabilitação temporária pelo prazo de sete anos para o exercício do cargo de administrador, ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários e; iii. Multa pecuniária no valor de R\$95.725.866,08 (noventa e cinco milhões setecentos e vinte e cinco mil oitocentos e sessenta e seis reais e oito centavos), correspondente a duas vezes e meio o montante da perda evitada, com correção monetária.

A defesa de Eike Batista sustentou que os acontecimentos não tinham sido naquela ordem, que a reunião mencionada não teve esse poder decisório e que a materialidade do crime não teria sido comprovada, uma vez que, o empresário não obteve nenhuma vantagem com a venda das ações. Contudo, as alegações não prosperaram conforme a decisão acima destrinchada.

4.3. JURISPRUDÊNCIAS DO STF E STJ

Dessarte, cumpre estender o tema tratado, insider trading, para vislumbrar o entendimento do direito brasileiro sobre a prática delituosa e analisar as decisões quanto a rigidez e os dispositivos legais aplicados.

A jurisprudência escolhida do STF foi a Pet 7003/DF³⁴ que trata sobre o acordo de colaboração premiada que a PGR firmou com Joesley Mendonça Batista, Wesley Mendonça Batista, Ricardo Saud, Francisco de Assis e Silva, Florisvaldo Caetano de Oliveira, Valdir Aparecido Boni e Demilton Antônio de Castro. Esse caso ocorreu no ano 2017, quando foram levantadas diversas suspeitas de práticas delituosas de diversas empresas, sendo a principal a JBS, juntamente com o envolvimento de diversas figuras políticas. O caso teve grande repercussão no país, não tendo ainda sido solucionado. O acordo em questão foi analisado conforme a Pet 7074:

³³ Art. 155. O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios, sendo-lhe vedado:

§ 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 outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários.

Art. 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.

³⁴ Pet 7003 / DF - DISTRITO FEDERAL - PETIÇÃO

Relator(a): Min. EDSON FACHIN

Julgamento: 04/06/2020

Publicação: 09/06/2020

QUESTÃO DE ORDEM EM PETIÇÃO. COLABORAÇÃO PREMIADA. I. DECISÃO INICIAL DE HOMOLOGAÇÃO JUDICIAL: LIMITES E ATRIBUIÇÃO. REGULARIDADE, LEGALIDADE E VOLUNTARIEDADE DO ACORDO. MEIO DE OBTENÇÃO DE PROVA. PODERES INSTRUTÓRIOS DO RELATOR. RISTF. PRECEDENTES. II. DECISÃO FINAL DE MÉRITO. AFERIÇÃO DOS TERMOS E DA EFICÁCIA DA COLABORAÇÃO. CONTROLE JURISDICIONAL DIFERIDO. COMPETÊNCIA COLEGIADA NO SUPREMO TRIBUNAL FEDERAL. 1. Nos moldes do decidido no HC 127.483, Rel. Min. DIAS TOFFOLI, Tribunal Pleno, DJe de 3.2.2016, reafirma-se a atribuição ao Relator, como corolário dos poderes instrutórios que lhe são conferidos pelo Regimento Interno do STF, para ordenar a realização de meios de obtenção de prova (art. 21, I e II do RISTF), a fim de, monocraticamente, homologar acordos de colaboração premiada, oportunidade na qual se restringe ao juízo de regularidade, legalidade e voluntariedade da avença, nos limites do art. 4^a, § 7^o, da Lei n. 12.850/2013. 2. O juízo sobre os termos do acordo de colaboração, seu cumprimento e sua eficácia, conforme preceitua o art. 4^o, § 11, da Lei n. 12.850/2013, dá-se por ocasião da prolação da sentença (e no Supremo Tribunal Federal, em decisão colegiada), não se impondo na fase homologatória tal exame previsto pela lei como controle jurisdicional diferido, sob pena de malferir a norma prevista no § 6^o do art. 4^o da referida Lei n. 12.850/2013, que veda a participação do juiz nas negociações, conferindo, assim, concretude ao princípio acusatório que rege o processo penal no Estado Democrático de Direito. 3. Questão de ordem que se desdobra em três pontos para: (i) resguardar a competência do Tribunal Pleno para o julgamento de mérito sobre os termos e a eficácia da colaboração, (ii) reafirmar, dentre os poderes instrutórios do Relator (art. 21 do RISTF), a atribuição para homologar acordo de colaboração premiada; (iii) salvo ilegalidade superveniente apta a justificar nulidade ou anulação do negócio jurídico, acordo homologado como regular, voluntário e legal, em regra, deve ser observado mediante o cumprimento dos deveres assumidos pelo colaborador, sendo, nos termos do art. 966, § 4^o, do Código de Processo Civil, possível ao Plenário analisar sua legalidade.”

Pet 7074 QO, Relator(a): Min. EDSON FACHIN, Tribunal Pleno, julgado em 29/06/2017

Esse acordo acima citado é o objeto da Pet 7003/DF, ora analisado, em resumo a pretensão da PGR é a rescisão dos acordos de colaboração premiada homologados na ambiência deste Supremo Tribunal Federal e entabulados entre o Ministério Público Federal e os colaboradores já citados, pelo principal motivo de descumprimentos dos colaboradores, quanto ao acordo.

De tal sorte, a jurisprudência se encaixa no tema abordado, visto que, o crime de insider trading está sendo imputado a dois colaboradores, sendo eles: Joesley Mendonça Batista e Wesley Mendonça Batista. A denúncia do crime de insider é objeto de apuração nos autos do processo 0006423-26.2017.403.6181, em trâmite na 6^a Vara Federal da Seção Judiciária de São Paulo. Segundo a PGR, a prática de insider trading consistia em 2 etapas: (i) na venda de ações da JBS por sua controladora, FB Participações e a respectiva recompra pela JBS, (ii) na aquisição de contratos de dólares. A procuradoria Geral da República estima que operações teriam rendido lucro de aproximadamente cem milhões de reais.

Por fim, a rescisão do acordo pela PGR fundamenta-se na questão que mesmo com o acordo de colaboração assinado, Joesley e Wesley Batista continuaram se valendo da prática delituosa do insider trading, o que afronta o âmago do acordo.

A segunda jurisprudência a ser analisa é um Embargos De Declaração No Agravo Em Recurso Especial 1614577/SP do Processo 2019/0331185-5 do STJ, vejamos:

“PROCESSUAL CIVIL. ADMINISTRATIVO. PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR. INSIDER TRADING. APLICAÇÃO DE MULTA PELA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM. INTERPOSIÇÃO DE RECURSO VOLUNTÁRIO AO CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL - CRSFN. ILEGITIMIDADE PASSIVA DA CVM. PRECEDENTES ANÁLOGOS. INEXISTÊNCIA DE VIOLAÇÃO DO ART. 1.022 DO CPC/2015. MULTA DO ART. 1.026, § 2º, DO CPC/2015. SÚMULA N. 7/STJ. AGRAVO INTERNO. OMISSÕES E OBSCURIDADE. NÃO OCORRÊNCIA.

I - Na origem, foi ajuizada ação ordinária por particular, em desfavor da Comissão de Valores Mobiliários - CVM, visando à anulação da aplicação de multa, à decretação da prescrição da sanção, ou, subsidiariamente, à redução do valor da multa, que foi aplicada em razão da prática de insider trading. O Juízo de primeira instância decretou a prescrição da multa, extinguindo o feito com julgamento do mérito. O Tribunal Regional Federal da 3ª Região deu provimento ao recurso de apelação, para reconhecer a ilegitimidade passiva da CVM, extinguindo o feito sem resolução de mérito. Nesta Corte, o recurso especial foi conhecido parcialmente e, nessa parte, negado provimento.

II - A matéria sobre a qual a parte embargante alega a existência de vícios foi devidamente tratada no acórdão embargado, conforme se percebe nos seguintes trechos (fls. 4020 e 4022, e-STJ): “[...] Do trecho transcrito, constata-se que o acórdão recorrido está em consonância com o entendimento assentado neste Superior Tribunal de Justiça, de que, quando a decisão administrativa sancionadora é submetida a recurso administrativo e substituída por acórdão do CRSFN, o órgão que aplicou originariamente a sanção não mais detém legitimidade para figurar no polo passivo de ação judicial anulatória. Em outras palavras, diante desse efeito substitutivo ocorrido no processo administrativo no âmbito da União (órgão da Administração Direta), a CVM (autarquia, órgão da Administração Indireta) não possui, pois, legitimidade para figurar no polo passivo da ação que visa questionar a sanção administrativa. Não obstante haja precedentes deste Superior Tribunal de Justiça, que, aplicando o óbice contido no Enunciado Sumular n. 7/STJ (AgInt no REsp 1677444/RJ, Rel. Ministro Francisco Falcão, Segunda Turma, DJe 14/6/2018; AgRg no AREsp 668.439/RJ, Rel. Ministro Herman Benjamin, Segunda Turma, DJe 5/8/2015), tenham mantido decisões fixadoras da legitimidade passiva da CVM, deve-se atentar para a distinção nos termos acima expostos: quando a decisão punitiva é substituída por acórdão administrativo definitivo do CRSFN em recurso voluntário, afasta-se a legitimidade do órgão sancionador originário. [...] Por fim, sobre a alegada ofensa ao art. 1.026, § 2º, CPC/2015, incide o óbice sumular n. 7/STJ, principalmente na hipótese, em que se afastou a alegação de violação dos artigos do CPC/2015, não se evidenciando mácula suficiente para sustentar os embargos de declaração. [...]”

III - Segundo o art. 1.022 do Código de Processo Civil de 2015, os embargos de declaração são cabíveis para esclarecer obscuridade; eliminar contradição; suprir omissão de ponto ou questão sobre as quais o juiz devia pronunciar-se de ofício ou a requerimento; e/ou corrigir erro material.

IV - A pretensão de reformar o julgado não se coaduna com as hipóteses de omissão, contradição, obscuridade ou erro material contidas no art. 1.022 do CPC/2015, razão pela qual inviável o seu exame em embargos de declaração.

V - Cumpre ressaltar que os aclaratórios não se prestam ao reexame de questões já analisadas com o nítido intuito de promover efeitos modificativos ao recurso. No caso dos autos, não há omissão de ponto ou questão sobre as quais o juiz, de ofício ou a requerimento, devia pronunciar-se, considerando que a decisão apreciou as teses relevantes para o deslinde do caso e fundamentou sua conclusão.

VI - Embargos de declaração rejeitados.”

(EDcl no AREsp n. 1.614.577/SP, relator Ministro Francisco Falcão, Segunda Turma, julgado em 28/3/2022, DJe de 31/3/2022.)

No caso em comento, a CVM aplicou multa em razão da prática do insider trading, a parte sancionada ajuizou ação para anular ou reduzir a multa aplicada, dessa forma, o Juízo de primeira instância decretou a prescrição da multa, extinguindo o feito com julgamento do mérito, já o Tribunal Regional Federal da 3ª Região reconheceu a ilegitimidade passiva da

CVM. Por mais, os Embargos de Declaração foram rejeitados entendendo a ilegitimidade passiva da CVM.

Acerca da legitimidade da CVM, cumpre analisar a decisão do Agravo em Recurso Especial do mesmo processo.³⁵ Tendo sido entendido a competência da CVM para aplicar infração administrativa, uma vez que, a Lei 9.069/95 que dispõe sobre o Sistema Monetário Nacional transferiu ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN), órgão colegiado integrante da estrutura da União que julga em última instância recursos contra decisões das entidades do Sistema Financeiro Nacional, sendo a CVM uma delas.³⁶ Portanto, o órgão que tem a competência para figurar no polo passivo do recurso é o CRSFN, diante do efeito substitutivo imposto pela Lei, como acima explicado.

Ademais, observa-se, a mudança de entendimento do Egrégio Tribunal, pois alguns recursos, entendiam que a CVM possuía legitimidade passiva, uma vez superado esse entendimento, deve-se atentar para a distinção, quando a decisão punitiva é substituída por acórdão administrativo definitivo do CRSFN em recurso voluntário, afasta-se a legitimidade do órgão sancionador originário.

5. CRÍTICA E APRIMORAMENTO DA LEGISLAÇÃO BRASILEIRA QUE REGULA A PRÁTICA DO INSIDER TRADING

Por todo o exposto, verifica-se que a legislação brasileira, apesar de espaça, uma vez que o crime de insider trading é previsto em diversos dispositivos, na Lei das SA (6.404/76), nas Instruções e na Lei da CVM (6.385/76), na Lei dos Mercados de Capitais (4.728/65) e no Código Civil (10.406/02) e Penal (2.848/40), é muito completa, visto que, trata de todas as faces que a prática delituosa alcança.

Por outro lado, é visível que a pouca fiscalização ou a falta dela é o elo mais fraco do conjunto legislativo, diante da dificuldade de reunir um conjunto comprobatório de indícios robustos para amparar a denúncia, além disso, como vimos nos casos e jurisprudências analisadas, a competência da CVM é sempre colocada como preliminar de impugnação.

Para tanto, uma solução a ser proposta é um pacto em prol do mercado de capitais, entre a CVM e as sociedades, estabelecendo um programa didático a ser apresentado pelas sociedades aos seus funcionários com o auxílio da CVM para apresentar a esses as Instruções da CVM com o intuito de desmistificar os crimes contra os mercados, orientar aqueles que têm acesso a informações confidenciais como devem agir, entre outras medidas, para que seja formado um ambiente regular e ético nas sociedades. A solução demonstrada visa diminuir os índices dos crimes praticados contra o mercado.

A segunda solução seria aderir ao sistema estadunidenses com a SEC ³⁷ que é uma agência independente que realiza toda a investigação do caso suspeito e encaminha para o Ministério Público estadual ou federal, ainda, a SEC pode impor diversas sanções, apresentar processos administrativos e até mesmo revogar ou suspender os empregos das figuras investigadas. Além disso, a SEC consegue, em poucos dias, a aprovação de um pedido de

³⁵ AREsp 1614577 / SP 2019/0331185-5

³⁶ Decreto n. 9.889/2019, o CRSFN julga recursos de que trata o § 4º do art. 11 da Lei n. 6.385/1976

³⁷ SEC (U.S. Securities and Exchange Commission)

quebra de sigilo, o que é muito mais oneroso e desgastante pela CVM, que pode durar meses e até anos para aprovação.³⁸

Copiar e colar o sistema da SEC não seria o ideal, uma vez que são países diferentes que devem ter as suas especificidades resguardadas, mas sim, a aproximação dos dois órgãos, contribuindo para uma maior autonomia da CVM, gerando mais eficiência e segurança ao mercado.

A terceira, e última, solução seria a implementação de uma blockchain pela CVM, ou seja, uma rede tecnológica de armazenamento de forma distribuída, criptografada e baseada em consenso, em uma linguagem mais clara, seria a união entre o sistema de dados do mercado de capitais, das corretoras e das sociedades anônimas, em vez de serem sistemas separados com uma única base de dados, seriam uma base de dados extensa, onde as informações dos três sistemas iriam se fundir formando blocos de informações que seriam criptografados e validados pelo próprio sistema, chamado *a peer to peer*³⁹, ademais, todas as informações são sigilosas e geram registros permanentes.⁴⁰

Deixando a parte de TI de lado, um caso de exemplo prático seria: A CVM suspeita que houve a prática do crime de insider trading, tendo como objeto as ações da Empresa Y. No sistema atual, a CVM, hipoteticamente, instauraria um inquérito para apurar todas as provas para formar um conjunto comprobatório, contudo, o pedido de quebra de sigilo a Corretora W, demorou 8 meses pra ser analisado, quando o pedido foi aprovado, não se conseguiu comprovar o nexos causal entre os possíveis sujeitos, haja vista, a perda do objeto. No sistema usando a blockchain, hipoteticamente, a CVM iria requerer a quebra do sigilo do livro razão para investigar o caso, em poucos dias, o pedido seria autorizado, com o livro razão, que seria todos os blocos de informações, a CVM conseguiria vislumbrar que a Empresa Y iniciou as pesquisas em uma nova área de atuação no dia 10/03 e no dia 18/10 foi a público essa descoberta, com o mesmo livro razão conseguiria ver que entre os períodos informados, houve no dia 19/06 a compra de 300.000,00 ações da Empresa Y, pelo Sr. Z, responsável pela direção de arte da Empresa Y.

Em síntese, a solução proposta seria reunir tudo em um só lugar com segurança e sigilo e, caso haja a suspeita de qualquer crime contra o mercado, a CVM conseguiria derrubar o sigilo em poucos dias, mediante autorização judicial, tendo acesso ao livro razão, onde todas as informações se encontram em ordem cronológica.

³⁸ REIS, Tiago. SEC: saiba o que faz essa agência dentro do mercado de valores dos EUA. Suno, 2021. Disponível em: < <https://www.suno.com.br/artigos/sec/> >. Acesso em: 10, jun. de 2022.

³⁹ NAKAMOTO, Satoshi. Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System.

⁴⁰ LAURENCE, Tiana. Blockchain para leigos. Rio de Janeiro, 2019.

CONCLUSÃO

Portanto, o insider trading é uma prática criminosa que atenta a saúde do mercado de capitais, podendo ser sancionado em três esferas do direito, sendo elas, civil pela reparação e a responsabilização do dano, na esfera administrativa, pela instauração de processo administrativo pela CVM e na esfera penal, haja vista que a Lei prevê reclusão, de 1 (um) a 5 (cinco) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida.

Quanto a saúde do mercado, viola os princípios da transparência, uma vez que, alguns indivíduos por terem acesso a informações privilegiadas estão à frente dos outros, caso operem na bolsa; viola, também, o princípio da lealdade aquele administrador que não anuncia a informação privilegiada e na posse dela obtém vantagem indevida no mercado ou aquele administrador que não opera, mas que guarda a informação por tempo demasiado; e, por fim, o princípio da eficiência do mercado, haja vista, que o insider trading gera muita insegurança aos players e o mercado por tentar compensar a situação, acaba perdendo a sua eficiência.

Por mais, existem três requisitos necessários para a caracterização do insider trading, sendo eles: a informação sigilosa não divulgada ao mercado, portanto, aquele que tem conhecimento da informação sigilosa ainda não divulgada deve se abster de operar no mercado, o acesso à informação, que pode decorrer do cargo ocupado na empresa ou por mera contaminação da informação aos outros funcionários da empresa e a intenção de obter proveito, tanto pra si ou para outrem, importante verificar que é muito utilizado terceiros, vulgarmente conhecidos como laranjas.

Ademais, apesar da legislação ser adequada, a sua eficiência não acompanha a demanda real, uma vez que, a falta de fiscalização e a falta de autonomia da CVM acarreta na grave situação de não responsabilizar os indivíduos pelos crimes cometidos e até mesmo contribuir com a ideia de que “nenhum brasileiro rico é preso”, tendo em vista que o insider trading é um crime de colarinho branco.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Por todo o exposto, verifica-se que a bolsa de valores brasileira, conhecida como B3 é o local onde há a comercialização de títulos, sendo um deles as ações que são o foco do nosso estudo. A Comissão de Valores Mobiliário, CVM, é uma autarquia que tem o objetivo fiscalizar, disciplinar, normatizar o funcionamento do mercado de valores, seu papel é fundamental para garantir a eficiência do mercado. Já o mercado de capitais é um dos mercados do mercado financeiro, sendo um conjunto de instituições e instrumentos que negociam títulos de valores mobiliários, importante lembrar da intermediação financeira indireta, onde os agentes superavitários serão os investidores que irão adquirir os títulos de créditos mobiliários, como debêntures ou ações, e os agentes deficitários serão aqueles que irão captar os recursos na forma desses títulos. Ainda, os princípios que regem esse mercado são o princípio da transparência e o dever de lealdade dos administradores.

As empresas S.A são sociedades anônimas regidas por um estatuto social, identificadas por uma denominação e criadas com o objetivo de obter lucro. Já, a instituições financeira multisserviço é uma empresa que tem duas frentes de atuação, uma delas é a prestação de assessoria financeira às companhias e, a outra, a realização de negociações em nome da própria empresa, contudo, essa modalidade está mais suscetível a cometer o ilícito de insider trading, por isso devem realizar a segregação física das instalações, conhecida como chinês wall, entre outras medidas impostas pela CVM. Por fim, a mente corporativa significa que a vontade, as decisões, os objetivos e metas da pessoa jurídica expressas no estatuto social se materializam em uma mente corporativa que é exercida pela pessoa jurídica, personificada, pelos funcionários da empresa.

Ademais, o insider trading pode ser definido como o uso de informação sigilosa acessada, por qualquer circunstância, ainda não divulgada ao mercado para obter proveito para si ou para terceiro. Para a caracterização do ilícito do insider trading é necessária a existência dos três requisitos: o 1º requisito é a informação sigilosa, aquela que não foi amplamente divulgada ao mercado, visto que, em virtude das circunstâncias a sua explanação pode gerar risco a realização completa da pretensão societária; o 2º é o acesso à informação que carrega a figura de dois agentes: o primário e o secundário. O agente primário é aquele que detém a informação, em decorrência do seu cargo na empresa, já o agente secundário é aquele que recebe do agente primário a informação, por variadas circunstâncias e o 3º é a intenção de tirar proveito da informação privilegiada trata-se do elemento subjetivo do ilícito, o animus que impele o agente a realizar a operação.

Por mais, a evolução jurídica do sistema brasileiro consiste na lei das S.A. - nº 6.404/1976 tem duas faces de atuação, sendo elas, preventivas, artigo 157 e repressivas, artigo 155, na Lei 10.303/2001 que representa um grande marco no direito brasileiro, uma vez que, criou a CVM e impôs a pena de 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 e na instrução da CVM de nº 358/2002 que é o dispositivo normativo que, atualmente, regula e preenche os contornos genéricos sobre insider trading traçados pela Lei das S.A.

Os dois casos de maior repercussão no país foi o caso Sadia que é um dos casos de maior importância para o direito brasileiro, haja vista, que foi a primeira condenação por insider trading no Direito Penal Brasileiro, tendo o diretor de finanças e relações com investidores (DRI) e o membro do conselho de administração respondido por processos administradores pela prática do insider trading. Outro caso é da OGX, outro grande caso, tendo como figura

central o empresário Eike Batista. No caso, a OGX era uma empresa recém listada na bolsa, sendo do grupo EBX.

As soluções para dirimir os índices da prática delituosa seriam: um pacto em prol do mercado de capitais, entre a CVM e as sociedades, estabelecendo um programa didático a ser apresentado pelas sociedades aos seus funcionários com o auxílio da CVM; aderir ao sistema estadunidenses com a SEC, ou ao menos aproximar a SEC da CVM, contribuindo para uma maior autonomia da CVM, gerando mais eficiência e segurança ao mercado; a implementação de uma blockchain pela CVM, uma proposta mais tecnológica que visa reunir tudo em um só lugar com segurança e sigilo.

REFERÊNCIAS

- [1] ALVARENGA, Maria Isabel de Almeida. Adequação das funções legais da Comissão de Valores Mobiliários à realidade brasileira. In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, v. 36, n. 105, São Paulo: Malheiros, pp. 144-58, jan/mar 1997.
- [2] ACEMOGLU, D. et al. The value of connections in turbulent times: Evidence from the United States. Journal of Financial Economics, Elsevier, v. 121, n. 2, p. 368-391, 2016.
- [3] ADAMEK, Marcelo Vieira Von. Responsabilidade Civil dos Administradores de S.A. (e as ações correlatas). São Paulo: Saraiva, 2009
- [4] AKERLOF, George A.. The Market for ‘Lemons’: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. The Quarterly Journal of Economics, vol. 84, no. 3, 1970, pp. 488–500.
- [5] ALONSO, Leonardo. Crimes contra o mercado de capitais. Dissertação de Mestrado sob a orientação do Professor Associado Renato de Mello Jorge Silveira, apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009, p. 132
- [6] ANTONELI, Osvaldo Gianotti. Inadequação e ineficácia da tutela penal tributária no ordenamento jurídico brasileiro. Dissertação de mestrado apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo em 2008
- [7] BAKAERT, G.; HARVEY, C. R. Capital Markets: An Engine for economic growth. NBER. Cambridge. 1997. 27 p
- [8] BARBEDO, Claudio; ARAÚJO, Gustavo Silva e LION, Octavio Manuel Bessada. Mercado de derivativos no Brasil: conceitos, operações e estratégias. 2ª ed. Rio de Janeiro: Record, 2007.
- [9] BARBOSA, Marcelo. Algumas Notas sobre Insider Trading. In: VENANCIO FILHO, Alberto; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; e ROSMAN, Luiz Alberto Colonna. Lei das S.A. em seus 40 anos. Rio de Janeiro: Forense, 2017, pp. 272-296
- [10] BHATTACHARYA, U. Insider trading controversies: a literature review. Annu. Rev. Financ. Econ., Annual Reviews, v. 6, n. 1 p 385-403, 2014
- [11] BIANCHINI, Alice. “Direito Penal Econômico: os fins justificam os meios?” In Boletim IBCCrim, São Paulo, Vol. 7, nº 84, p. 9-10, nov. 1999
- [12] BOVESPA. O Mercado de Capitais: Sua Importância para o desenvolvimento e os entraves com que se defronta no Brasil. São Paulo: Relatório, 2000. 48 p.
- [13] BRANCO, Sofia Nascimento. O Direito dos Accionistas à Informação. Coimbra: Almedina, 2008.
- [14] CALABRÓ, Luiz Felipe Amaral. Regulação e Autorregulação do Mercado de Bolsa. São Paulo: Almedina, 2011
- [15] CARVALHO, A. G. Desenvolvimento financeiro e crescimento econômico. Revista Econômica do Nordeste, Fortaleza, v. 33, n. 4, out-dez. 2002. 22p

- [16] CASTELLAR, J. C. Insider Trading e os novos crimes corporativos. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2008.
- [17] CAVALLI, M. C. Fundamento e limites da repressão penal da manipulação do mercado de capitais: uma análise a partir do bem jurídico da capacidade funcional alocativa do mercado. Tese de doutorado apresentada na Universidade de São Paulo, 2017, p. 273
- [18] COMPARATO, Fábio Konder. Insider trading: sugestões para uma moralização do nosso mercado de capitais. In Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo, n. 2, 1971, pp. 319-330
- [19] DE OLIVA, Marcio Zuba. O Insider Trading no Brasil: breves considerações. C. Acesso em: 1 de abril de 2018.
- [20] DUBEUX, Julio Ramalho; BUGALLO ALVAREZ, Alejandro. A comissão de valores mobiliários e os principais instrumentos regulatórios do mercado de capitais brasileiro. Rio de Janeiro. 2005. 96 p. Tese (Mestrado em Direito) – Departamento de Direito da PUC-Rio.
- [21] EIZIRIK, Nelson Laks. “Insider Trading” e Responsabilidade de Administração de Companhia Aberta. Revista de Direito Mercantil, São Paulo, vol. 50, 1983
- [22] FISHE, R. P.; ROBE, M. A. The impact of illegal insider trading in dealer and specialist markets: evidence from a natural experiment. Journal of Financial Economics, Elsevier, v. 71, n. 3, p. 461-488, 2004.
- [23] INFOMONEY. Em 43 processos por insider trading, o total de acordos na CVM não passa de R\$ 8,5 milhões. Disponível em: Acesso em 13 de junho de 2018
- [24] JAKOBI, Karin Bergit; RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. A análise econômica do direito e a regulação do mercado de capitais. – Livro digital - São Paulo: Atlas - 2014
- [25] JOST, Mariana Silveira Martins. Insider trading: uma análise crítica. Rio de Janeiro. 2008. 75 p. Tese (Bacharel em Direito) – Departamento de Direito da PUC-Rio.
- [26] MACIEL, Karina Teresa da Silva; MARTIN, Antônio. Efetividade da repressão ao insider trading. Revista de Direito Empresarial, São Paulo, v. 3, p. 149, maio 2014
- [27] MEULBROEK, L. K. An empirical analysis of illegal insider trading. The Journal of Finance, Wiley Online Library, v. 47, n. 5, p. 1661-1699, 1992
- [28] MILANEZI, Arthur Motta. Insider Trading: uma análise da jurisprudência da Comissão de Valores Mobiliários. Trabalho de conclusão de curso. Faculdade de Direito de Ribeirão Preto, 2015
- [29] MUSSNICH, Francisco Antunes Maciel. O insider trading no direito brasileiro. São Paulo: Saraiva, 2017
- [30] NUCCI, Guilherme de Souza, Manual de direito penal. Parte Geral. Parte Especial. 7. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011, p. 185. Apud WIEDMANN, Natash Pereira Wiedmann. A Criminalização do Insider Trading no Brasil, suas principais controvérsias e o caso “Sadia Perdigão”. p. 46