



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

JOSÉ MAURO LINHARES VITAL FILHO

Insider Trading no Mercado de Capitais do Brasil.

**BRASILIA
2018**

JOSÉ MAURO LINHARES VITAL FILHO

Insider Trading no Mercado de Capitais do Brasil.

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

Orientador(a): Carlos Orlando Pinto.

**BRASILIA
2018**

JOSÉ MAURO LINHARES VITAL FILHO

Insider Trading no Mercado de Capitais do Brasil.

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

Orientador(a): Carlos Orlando Pinto.

BRASILIA, de de 2018.

BANCA AVALIADORA

Carlos Orlando Pinto
Professor(a) Orientador(a)

Professor(a) Avaliador(a)

Dedico aos meus pais e minha irmã que sempre me apoiaram e a todos os professores que se empenharam e contribuíram para a concretização do curso.

AGRADECIMENTOS

Agradeço ao meu orientador, Carlos Orlando Pinto por todos os ensinamentos e por toda a paciência e compreensão durante a elaboração desse projeto.

RESUMO

O presente trabalho aborda sobre o *insider trading* no mercado de capitais do Brasil. O *insider trading* é uma prática que se deu a partir da evolução da complexidade do mercado de capitais, com cada vez mais adesões de empreendedores ao modelo societário de capital social aberto. Conceitua-se como a realização de operações com Valores Mobiliários no Mercado de Capitais com o intuito de obter lucros e evitar perdas, onde tal atuação é motivada a partir do uso de informações privilegiadas que são favoráveis ao agente que pratica o referido delito. Tal conduta ilícita é extremamente parasitaria e destrutiva para com o mercado financeiro, uma vez que para que haja sempre uma demanda de negócios e clareza nas transações deve ser expresso o princípio basilar que é da confiança dos participantes nas negociações e sistema do mercado financeiro. O órgão no Brasil que é responsável por regular e atuar no mercado financeiro brasileiro, garantindo o princípio anteriormente descrito é a Comissão de Valores Mobiliários - CVM. Apresenta-se neste trabalho os institutos legais disponíveis para combate as práticas do *insider trading*, e, posteriormente, a demonstração de casos e jurisprudências acerca do tema. Por fim, indica-se aspectos passíveis de aprimoramento no combate, preventivo e repressivo, ao *insider trading*.

Palavras chave: Direito Empresarial e Administrativo. Mercado de capitais. Comissão de valores mobiliários - CVM. *Insider trading*. Informação privilegiada.

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO.....	8
2. Mercado de capitais: Uma vertente do mercado financeiro.....	10
2.1. O Mercado Financeiro.....	10
2.2. Mercado financeiro em suas subdivisões.....	12
2.3. O Mercado de Capitais como uma vertente do Mercado Financeiro.....	16
3. O <i>insider trading</i> : Conceito, requisitos para caracterização, tratamento legal e casos.....	18
3.1. O conceito do <i>insider trading</i> e a informação privilegiada.....	18
3.2. Requisitos para caracterização do <i>insider trading</i>	21
3.2.1. A existência de informação privilegiada não divulgada ao mercado.....	22
3.2.2. Acesso à informação privilegiada.....	23
3.2.3. Negociação baseada na intenção do benefício da informação privilegiada.....	24
3.3. O tratamento legal do <i>insider trading</i> no Brasil.....	26
3.3.1. Lei das S.A. - nº 6.404/1976	26
3.3.2. Norma de Caráter preventivo da Lei 6.404/1976	26
3.3.3. Norma de Caráter repressivo da Lei 6.404/1976	30
3.3.4. A Lei nº 6.385/1976 e a Lei nº 10.303/2001	33
3.3.5. A instrução CVM nº 358/2002	34
3.4. Casos de <i>insider trading</i>	37
3.4.1. Caso Sadia-Perdigão	37
3.4.2. Caso Crédit Suisse	39
3.4.3. Caso BTG Pactual	42
3.5. Decisões e Jurisprudências recentes acerca do <i>insider trading</i> no Brasil.....	44
3.5.1. Jurisprudências administrativas da CVM	44
3.5.2. Jurisprudência do STJ e STF.....	48
4. Aspectos para o aprimoramento e evolução da abordagem do <i>insider trading</i> no Brasil..	54
5. CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	57
REFERÊNCIA BIBLIOGRÁFICA.....	59

1. INTRODUÇÃO

O uso indevido de informação privilegiada, para os participantes do mercado como *insider trading*, é um dos atos ilícitos reconhecidamente destrutivo no mercado de capitais e, por isso, tem sido combatido com veemência e atenção por órgãos regulatórios mundiais do mercado financeiro. Tal atenção e combate se dão pelo fato de que o *insider trading* fere um dos princípios mais importantes do mercado de capitais, que é a confiança dos investidores. Com o *insider trading*, o participante do mercado negocia com base em informações ainda não divulgadas, com intenção de obter para si ou para terceiro uma vantagem indevida. Em um mercado que tem como objetivo a disseminação simétrica, célere e perfeita de informação, o *insider trading* é um dos maiores ilícitos a serem combatidos.

No âmbito do mercado financeiro brasileiro o *insider trading* é um dos principais focos de ação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Constitui tanto infração administrativa, tipificada no art. 155 da Lei n. 6.404/76 (Lei das S.A.) e no art. 13 da Instrução CVM n. 358/2002, como ilícito penal, conforme o art. 27-D da Lei n. 6.385/76. O grande entrave à responsabilização dos *insiders*, quais sejam eles membros da companhia que gerou a informação sigilosa, terceiros com funções ou cargos que possibilitem acesso a tal informação ou até mesmo terceiros sem qualquer vínculo com a companhia, demonstra-se ser a comprovação da obtenção e disseminação da informação privilegiada. E isso normalmente se dá por indícios. O agente que julga deve ser rigoroso, para que realmente sejam utilizados indícios robustos, convergentes e contundentes da obtenção e disseminação, e não meras suposições. No entanto, o que se observa de uma análise detalhada dos julgados da CVM sobre o tema, é que começaram a ser aplicadas suposições de conhecimento da informação privilegiada a fim de responsabilizar quem negociou. Neste ponto, possivelmente, reside a maior preocupação atual dos advogados e do mercado como um todo, quando se examinam os casos de *insider trading*. Apesar de certas suposições poderem ser aplicadas, principalmente quando se trata do *insider* com acesso direto à informação privilegiada, deve-se tentar ir afundo das questões. É importante haver comprovações concretas sobre a posse da informação, mesmo que por um conjunto probatório de indícios robustos. A análise das questões relativas ao uso de informações a que se tenha acesso privilegiado bem como a tarefa de se responsabilizar quem haja negociado irregularmente deve ser orientada por redobrada cautela. Uma questão de relevante importância é a administração da saúde do mercado, ou seja, fomentar a idoneidade e celeridade das negociações feitas no mercado, uma vez que o

investidor não se sente seguro em negociar e tomar posições financeiras de investimento em um ambiente instável e incerto nas questões negociais. Caso o investidor se sinta inseguro a confiança pelo sistema de negociação no mercado financeiro se retrai e afasta o investidor. A confiança é um dos cernes da existência do mercado.

Baseado nesses aspectos discorridos é que o presente trabalho tem como objetivo discorrer primeiramente a conceituação do *insider trading* para adentrar aos institutos legais que concernem à coibição desse ilícito. Instituto legais esses que são a Lei das S.A. - 6404/1976, apresentando os mecanismos repressivo e preventivo da referida Lei; a Lei 6.385/1976 e a Lei nº 10.303/2001, e por fim, a instrução da CVM nº 358/2002. Compreendida a parte legal, passa-se a apresentação de casos já ocorridos e as jurisprudências administrativas da CVM e jurisprudência do STJ e STF. Por último, apresentar aspectos para o devido aprimoramento da matéria.

O objetivo principal é fazer uma reflexão acerca da instabilidade das negociações que envolvem o ilícito de *insider trading* bem como a repercussão do mesmo nas negociações no mercado financeiro. Não é intuito do presente trabalho esgotar o tema, mas fazer uma introdução explanatória do que é e como funciona o *insider trading*.

2. Mercado de capitais: uma vertente do mercado financeiro.

O *insider trading* é uma prática que se deu a partir da evolução da complexidade do mercado de capitais, com cada vez mais adesões de empreendedores ao modelo societário de capital social aberto.

Para entender o significado da expressão *insider trading*, bem como conceitua-lo é preciso, inicialmente, conhecer o mercado financeiro bem como compreender o desenvolvimento da estrutura organizacional e financeira das empresas modernas, pois *insider trading* é uma das últimas consequências dos problemas trazidos com a rápida evolução dessas empresas.

Antes de adentrar ao âmbito legal e jurídico do tema *insider trading*, faz-se necessário uma introdução sobre os aspectos do mercado financeiro, delineando e identificando o desenvolvimento das estruturas organizacionais e financeiras de uma empresa, bem como passando pelo mercado de capitais. Feito isso, aí se adentra ao *insider trading* procurando compreender o reiterado uso desse mecanismo.

2.1. O Mercado Financeiro.

Para o bom funcionamento economia, principalmente concernente as empresas e investidores, é necessário a correta e coerente alocação de recursos financeiros. A atividade produtiva depende de investimentos de variadas naturezas para desempenhar as funções produtivas, uma vez que o emprego de recursos financeiros é necessário para o papel da atividade empresarial e econômica. Em razão de tal necessidade, o que ocorre é que muitos agentes das atividades empresariais ou no âmbito agrícola, acaba não tendo o suporte financeiro adequado ao longo de suas atividades empresariais. As causas desse desamparo financeiro se dão a partir de vários fatores nos quais podem ser por falha de planejamento financeiro, alto custo operacional, falta de incentivo econômico por parte do Governo, dentre outros fatores que afetam direta e indiretamente.

Perante tal complexidade de necessidades de recursos financeiros para o desenvolvimento econômico e a correta administração de recursos financeiros de uma sociedade empresária e de seus acionistas, bem como para que não se interrompa a atividade produtiva das empresas e continue sendo constante e saudável o crescimento dos negócios e

parcerias firmadas com clientes e investidores, que surgiu a alternativa pela captação de recursos através do mercado financeiro.

No mercado financeiro os agentes deficitários que necessitam de recursos, recorrem aos agentes superavitários que dispõem de recursos. Sendo assim, os interesses financeiros se encontram uma vez que o agente deficitário depende do superavitário para captação de recursos, podendo o agente superavitário prover estes recursos e ambos lucrarem com tal mecanismo. Sendo assim, por meio do mercado financeiro que tem a função de prover os meios adequados para captação de recursos, que o agente deficitário possa utilizar deste meio para captar o adequado montante de recursos necessários para a idealização de seus projetos e empreendimentos, de forma que os agentes superavitários possam deles tomar benesse e aplicar seus investimentos.

As relações entre esses agentes são estabelecidas de forma direta e indireta. Sendo a relação direta aquela que não necessita de um terceiro para intermediar os negócios. Em alguns casos há hipóteses que demandam alguma atuação de um terceiro intermediando ordens para levar a cessão onerosa dos recursos financeiros, como por exemplo, no mercado de capitais. Já a relação indireta os agentes superavitários e deficitários não transacionam entre si, ocorrendo então através de um ou mais intermediários no que for acordado na negociação. Função esta que na maioria das vezes pode ser exercida por instituições financeiras. Nas negociações entre os dois agentes, há casos em que não tem coincidência entre o valor disponibilizado por poupadores e o valor demandado por tomadores. Sendo assim, para manter o equilíbrio da situação, há intermediários financeiros que captam recursos de ofertadores até obter um volume financeiro suficiente para prover aos seus clientes e demandantes de acordo com as necessidades financeiras e econômicas.¹

Discorrido um pouco do funcionamento do mercado financeiro, percebe-se que é evidente a importância das relações financeiras no âmbito do mercado financeiro para o desenvolvimento econômico do país. Sendo assim, seu bom funcionamento é essencial e não dependendo somente da abundância de recursos disponíveis pelos poupadores colocando à disposição dos tomadores, pois as condições de segurança nas transações e negócios feitos são essenciais para a confiança mútua das partes envolvidas no negócio estabelecido. Portanto é de extrema importância a regulação dos agentes envolvidos, principalmente os intermediários e deficitários ou tomadores. Os agentes poupadores ou superavitários necessitam de *feedback*

¹ PINHEIRO, Juliano Lima. Mercado de capitais. – 8. ed. – São Paulo: Atlas, 2016, p30

acerca dos tomadores de seu capital excedente para que caso não haja a recuperação do capital cedido, possam se planejar antes e depois da transação evitando prejuízos.

O desenvolvimento da atividade do mercado financeiro depende do seu bom funcionamento e dos agentes que dele fazem parte. Este sistema estando bem atrai cada vez mais os agentes poupadores e agentes tomadores na devida proporção e quantidade. A oferta e demanda por recursos, dessa forma, se torna bem estruturada. E é nesse ambiente estruturado de negociação e de alta circulação de recursos financeiros e de capital que a economia se torna mais dinâmico e eficiente, uma vez que os agentes poupadores que são os quais geram mais recursos financeiros excedentes, não as retirarão do mercado, mas sim disponibilizam este excedente para os agentes tomadores que são os quais tem demanda pelos mesmos, dessa forma fomentando a economia e o incentivo para circulação de recursos financeiros. Diante de todo este cenário é que se enfatiza a importância do mercado financeiro para o bom funcionamento da economia, o caráter fomentativo, o desenvolvimento empresarial e de negócios, dentre outras fontes de desenvolvimento econômico e social. Tal cenário enaltece a importância do caráter da segurança jurídica na elaboração dos negócios bem como a boa-fé dos mesmos, onde é a partir daí, que se colocará em voga o tema do *insider trading*.

2.2. Mercado financeiro em suas subdivisões.

A estrutura do mercado financeiro é complexa e subdividida, ele é extremamente amplo, onde no qual é desenvolvida diversas operações de cunho financeiro. A sua complexidade traz dificuldades tanto para conceitua-lo e definir as devidas funções como vai além do campo teórico, chegando ao campo prático no qual o ingresso de agentes investidores e tomadores se inibem pelo fato da tal complexidade de conhecimento acerca do mercado financeiro. Diante disso, visto a necessidade da divisão de competência regulatória e da imposição de regras céleres nas quais devem incidir sobre operações específicas, além da estruturação para um bom entendimento teórico, procurou-se estabelecer as subdivisões para o mercado financeiro. Subdivisão esta que buscar organizar em mercados menores e de setores e traços específicos. As divisões são feitas com base na finalidade de cada vertente do mercado financeiro. Sendo assim tem-se a divisão mais coerente em mercado de crédito e mercado de capitais ou também chamado mercado de valores mobiliários. De acordo com essa classificação, a diferença se dá no tipo de relação estabelecida entre os agentes que nela negociam.

Na vertente do mercado de crédito, a relação entre os agentes poupadores e agentes tomadores é intermediada por uma instituição financeira, na qual recebe os recursos provenientes dos agentes poupadores e repassa aos agentes tomadores, estabelecendo uma remuneração para tal custódia dos recursos. A remuneração é denominada como *spread* que é a diferença entre os custos suportados na captação e os custos cobrados pelo fornecimento dos recursos.²

Diante disso a instituição financeira tem a posição de tomadora de recursos quando estabelece negociação com os agentes superavitários, custodiando seu capital em troca de pagamento de juros e da devolução do montante principal com base no acordo determinado pelas partes, portanto assumindo o papel de polo passivo da relação obrigacional. Por outro lado, quando a instituição financeira negocia o empréstimo dos recursos captados para os agentes deficitários tendo como contraprestação o pagamento de juros e da devolução do montante principal, em prazo determinado, ela atua como credora ocupando o polo ativo da obrigação. Baseado nisso é que surgem os dois tipos de operações que podem desenvolver as relações obrigacionais no mercado de crédito que são as operações passivas e as operações ativas.

No que concerne ao mercado de capitais ou de valores mobiliários, o contato é direto entre os agentes que buscam os recursos e os que dispõem. Sendo assim, o agente que dispõe dos recursos adquire um título de um agente que busca captar recursos. Daí então essa relação se dá pela aquisição do título ofertado pelo agente que põe o mesmo a oferta, em troca do fornecimento de uma quantidade de capital referente ao título. Esses títulos podem ser representativos de uma dívida, debentures e principalmente ações emitidas por companhias.

Para se ter acesso as negociações do mercado de capitais são necessárias a intermediação dos negócios por meio de uma instituição autorizada. Portanto para este tipo de mercado são formadas estruturas de intermediação, tanto para as operações financeiras quanto para proporcionar a aproximação eficiente entre os agentes interessados. Neste caso os intermediários são meros intervenientes, onde não são mais contrapartes da prestação da obrigação. As instituições apenas prestam serviços de aproximação, de representação ou de liquidação de operações para seus clientes.³

² YAZBEK, Otavio. Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais . 2ª ed., p. 126, Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

³ YAZBEK, Otavio. Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais . 2ª ed., p. 126, Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

No entanto, além dessas duas classificações citadas, há mais duas que vem para abranger mais ainda as finalidades do mercado financeiro. São o mercado monetário e o mercado cambial. Portanto subdividindo o mercado financeiro em: mercado monetário, mercado de crédito, mercado cambial e mercado de capitais, esta classificação mais adotada por juristas e economistas⁴.

Complementando as divisões anteriormente ditas, temos o mercado monetário que funciona como um ambiente regulador da quantidade de moedas em circulação no mercado e conseqüentemente do nível de liquidez da economia. No mercado monetário são negociados títulos que não podem ser negociados no mercado de capitais ou mercado de valores mobiliários, tais quais são os títulos públicos, títulos emitidos pelo tesouro nacional e o Certificado de Depósito Interfinanceiros (CDI), são alguns exemplos. No caso dos títulos a Lei 6.385/1976, mais precisamente em seu artigo 2º, parag. 1º, inciso I, diz que os títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal, os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, exceto as debêntures, exigem mercado próprio de negociação e não podem ser negociados no mercado de capitais, excluindo-se do regime da lei citada.⁵

O banco central atua no mercado monetário negociando a venda de títulos de dívida do Governo Federal com a intenção de retirar a moeda da economia, nos casos quando pretende reduzir sua liquidez, ou então negociando compra de títulos que são emitidos pelo tesouro nacional. Os papéis negociados nesse mercado tem seus vencimentos de curto e curtíssimo prazo, onde o proprietário do título adquirido, em pouco tempo resgatará os valores corrigidos que lhe forem jus. Esses títulos do tesouro detêm de alta liquidez uma vez que o tesouro nacional tem a prerrogativa de emitir moeda. Baseado nessa liquidez dos títulos negociados no Mercado Monetário, entende-se que eles têm uma conotação de moedas propriamente dito, onde a sua aceitação e credibilidade, não operando, contudo, como meio geral de troca e instrumento de quitação de obrigações pecuniárias que são características das moedas.

No mercado cambial são realizadas operações financeiras no intuito de comprar e vender moedas estrangeiras, operações estas feitas à vista e de curto prazo, nas quais passam a obter um status de mercadoria. Em função disto há um estabelecimento da equivalência em moeda nacional, onde é definido com base nas cotações disponíveis no mercado atribuí. As transações mercado cambial são realizadas por instituições financeiras, tais quais são participantes desse mercado, bem como o próprio Banco Central, atuando no sentido não só

⁴ ASSAF NETO, Alexandre, Mercado Financeiro, cit p.60. EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariadna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas, Mercado de Capitais cit. P.7.

⁵ BRASIL, Lei 6835 de 7 de dezembro de 1976. Disponível em: <

http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385.htm >. Acesso em 20 de setembro de 2017

fiscalizatório, mas também com intuito de regular as reservas nacionais de moedas estrangeiras e de proteger o valor da moeda nacional frente a essas. Os fluxos de transações realizadas no mercado cambial são influenciados por vários fatores. Em destaque aparece o interesse do governo pelo nível de reservas monetárias que o governo pretende ter, a pretensão governamental por determinada cotação do câmbio e a liquidez da economia⁶.

Baseado nisso, o governo atua pretendendo aumentar as reservas internas da moeda estrangeira, exercendo a compra da moeda pretendida, aumentando a demanda por ela no mercado e reduzindo a quantidade de moeda estrangeira no mercado. Esse procedimento faz com que haja o aumento do valor do câmbio para a moeda nacional em função de tornar mais oneroso o valor pago em moeda estrangeira por produto importado. Já em sentido oposto, quando tem-se a pretensão de reduzir as reservas nacionais de moeda estrangeira, haverá a venda desta no mercado afim de aumentar a oferta e a quantidade de moeda estrangeira disponível. Essa ação, por sua vez, tem o intuito de promover uma diminuição nas exportações, desvalorizando a moeda estrangeira, o preço do produto brasileiro se torna maior custeado em moeda nacional. Em outro momento, tem-se o caso de que o governo pretenda deixar o valor do câmbio estável em uma pré-determinada faixa ou em valor pré-determinado. Para isso haverá transações no mercado na venda e na compra da moeda estrangeira com o intuito de, respectivamente, elevar e diminuir a sua oferta e a quantidade de moeda disponível. Tal mecanismo visa valoriza-la ou desvaloriza-la, dependendo do câmbio pretendido e da cotação que estiver baseando as operações de compra e venda. Por fim, há o cenário de baixa liquidez na economia do país, onde por consequência diminuem-se as aquisições de produtos em moeda estrangeira por falta de capital, desencadeando também uma tendência de antecipação de vendas por parte dos exortadores, ocasionado em função da demanda por moeda estrangeira. Perante esse cenário de escassez de moeda nacional e aumento da oferta de moeda estrangeira, ocorre a redução da taxa de câmbio. No caso da grande liquidez, há o efeito inverso.

Diante desse cenário é que se define as taxas de câmbio praticadas a cada uma das moedas estrangeiras negociadas no mercado cambial. Taxas estas praticadas nas negociações de compra e de venda estipularão os índices oficiais.

Discorrido sobre as principais subdivisões, a seguir em tópico apartado, é abordado os pormenores do mercado de capitais ou de valores mobiliários, uma vez que para adentrar no tema *insider trading* é preciso entender como funciona mais a fundo o mercado de capitais. É

⁶ ASSAF NETO, Alexandre. Mercado Financeiro. 13 ed., p.96, Atlas, 2015

no mercado de capitais, portanto, que ocorrem as negociações e transações motivadas pelo uso da informação privilegiada.

2.3. O Mercado de Capitais como uma vertente do Mercado Financeiro.

A subdivisão ou vertente do Mercado Financeiro a ser analisada será o Mercado de capitais ou Mercado de Valores Mobiliários, que para tanto, precisa ser entendida mais minuciosamente para que o mecanismo do *insider trading* seja de fato conhecido e aplicado na esfera do Mercado de Capitais, compreendendo as causas e consequências dessa atividade da informação privilegiada.

No mercado de capitais são negociados todos os títulos segundo os critérios constados no art. 2º da lei 6.835/1976. Sendo assim são caracterizados como valores mobiliários que daí então o mercado de capitais também é conhecido por mercado de valores mobiliários. Nesse mercado são realizados na grande maioria, negócios de participação acionária, visando que o retorno obtido com os investimentos irá decorrer principalmente do resultado alcançado pela companhia que emitiu seus títulos, ou seja, as ações da empresa. No Mercado de Capitais seria um ambiente em que há sempre papéis a venda por um preço estabelecido, e pessoas dispostas a adquiri-los por um valor que lhes seja conveniente, de maneira que a extinção de um dos requisitos levaria inexistência do mercado, uma vez que esse processo deve ser contínuo e constante para haver sempre interesse comprador e vendedor.

O surgimento do mercado de capitais ocorreu quando o mercado de crédito deixou de atender às necessidades da atividade produtiva, no sentido de garantir um fluxo de recursos nas condições adequadas em termos de prazos, custos e exigibilidades. Desse modo, seu surgimento foi fundamentado em dois princípios: a) contribuir para o desenvolvimento econômico, atuando como propulsor de capitais para os investimentos, estimulando a formação da poupança privada; b) permitir e orientar a estruturação de uma sociedade pluralista, baseada na economia de mercado, permitindo a participação coletiva de forma ampla na riqueza e nos resultados da economia.⁷

Existem dois sistemas no mundo quanto à caracterização de valores mobiliários. O primeiro restringe tal denominação a determinados títulos, de modo a apresentar um rol taxativo de papéis onde são assim classificados. Esse sistema é utilizado na França. Já o segundo, apresenta características gerais que fazem um título ser um valor mobiliário,

⁷ PINHEIRO, Juliano Lima. Mercado de capitais. – 8. ed. – São Paulo: Atlas, 2016.

existindo com frequência um rol exemplificativo de papéis que se enquadram na definição. Sendo assim, qualquer título que apresente características compatíveis será considerado um valor mobiliário.

Baseado nesses dois modelos, com o advento da Lei 6.835/1976, foi adotado inicialmente o modelo francês, existindo um rol taxativo de títulos que seriam valores mobiliários. Porém, devido à dinâmica do Mercado de capitais e o surgimento frequente de novos títulos que deveriam ser submetidos à fiscalização da comissão de valores mobiliários obrigavam a realização de alterações frequentes na legislação no intuito de que a lei abrangesse mais títulos incluindo-os no rol de valores mobiliários. Diante dessa situação de reiteradas adaptações, ficou claro que o modelo deveria ser mudado. Sendo assim, para facilitar a fiscalização e organização do mercado, estabelecimento de características gerais inerentes aos valores mobiliários, de forma que todos os títulos se enquadrassem ao crivo da CVM, implementou a adoção do sistema norte-americano através da Lei 10.198 de 14 de fevereiro de 2001. Tais alterações advindas da citada lei foram incorporadas a Lei 6.835/1976, a fim de fazer as alterações necessárias. De acordo com tais alterações, atualmente são negociados no Mercado de Capitais no Brasil os títulos listados pelos incisos I a VIII do art. 2º da lei 6.835/1976.

Portanto, o mercado de capitais pode ser definido como um conjunto de instituições e de instrumentos que negociam com títulos e valores mobiliários, objetivando a canalização dos recursos dos agentes compradores para os agentes vendedores. Ou seja, o mercado de capitais representa um sistema de distribuição de valores mobiliários que tem o propósito de viabilizar a capitalização das empresas e dar liquidez aos títulos emitidos por elas. De acordo com sua estrutura, o mercado acionário pode ser dividido em duas etapas: mercado primário e mercado secundário. A diferença básica entre os mercados primário e secundário é que, enquanto o primeiro caracteriza-se pelo encaixe de recursos na empresa, o segundo apresenta mera transação entre compradores e vendedores de ações, não ocorrendo assim alteração financeira na empresa.⁸

A competência para regulamentar e fiscalizar o mercado de capitais fica a cargo da comissão de valores mobiliários, estabelecida tal atribuição pela combinação do parag. 3º do art. 2º com o art. 8º também da Lei 6.835/1976.

⁸ PINHEIRO, Juliano Lima. Mercado de capitais. – 8. ed. – São Paulo: Atlas, 2016.

3. O *insider trading*: Conceito, requisitos para caracterização, tratamento legal e casos.

De acordo com o que foi abordado no tópico anterior e a introdução ao Mercado Financeiro e, sobretudo ao Mercado de Capitais, que este é onde atua o mecanismo do *insider trading*, cabe então discorrer detalhadamente sobre o *insider trading*, apresentando primeiramente seu conceito, e a partir de então, analisar as demais características sobre o mesmo.

O *insider trading*, que também pode ser chamado de uso de informações privilegiadas é uma das manobras ilícitas que mais repercutem de forma negativa no mercado de capitais e, por isso, tem sido enfrentado com rigor e preocupação pelos órgãos regulatórios por todo o mundo. Dessa forma, o *insider trading* fere um dos princípios mais relevantes do mercado de capitais, pois abala a confiança dos investidores.

3.1. O conceito do *insider trading* e a informação privilegiada.

O *insider trading* conceitua-se como a realização de operações com Valores Mobiliários no Mercado de Capitais com o intuito de obter lucros e evitar perdas, onde tal atuação é motivada a partir do uso de informações privilegiadas que são favoráveis ao agente que pratica o *insider Trading* a fim de se antecipar aos eventos em que os demais *players*⁹ do mercado não tem acesso.

Portanto a conduta consiste em 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.¹⁰

Com o *insider trading*, o participante do mercado negocia com base em informações ainda não divulgadas, com intenção de obter para si ou para terceiro uma vantagem indevida. Em um mercado que tem como objetivo a disseminação simétrica, perfeita de informação, o *insider trading* é um dos maiores ilícitos a serem combatidos.¹¹

Sendo assim, para que se compreenda o que vem a ser uma informação privilegiada, é necessário entender inicialmente o que vem a ser uma informação relevante, já que uma

⁹ *Players* é o nome dado aos participantes do Mercado de Capitais, sendo eles Emissores de Títulos, Intermediários de negociação, Administradores do Mercado e demais Investidores pessoa jurídica e física.

¹⁰ 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*

¹¹ MUSSNICH, Francisco Antunes Maciel. *O insider trading no direito brasileiro*. São Paulo: Saraiva, 2017.

informação privilegiada nada mais é que uma informação relevante que ainda não chegou ao consentimento e conhecimento dos *Players* do mercado.

A informação relevante está presente no art. 2º da instrução da CVM nº 358, de 03 de janeiro de 2002, e entende-se por qualquer decisão tomada no âmbito da companhia aberta, tanto pelos seus órgãos de administração ou por seus acionistas, ou qualquer ato ou fato ocorrido que esteja ligado aos negócios da companhia ou a eles relacionado que possa influenciar de forma representativa. Baseado nisso tem-se as hipóteses: a) na cotação de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a ela associados; b) na posição de decisão dos investidores de comprar, vender ou se posicionar nos valores mobiliários; e por fim c) na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos ou ações inerentes a posição de titular de valores mobiliários. As informações relevantes geralmente consistem em fatos ou atos potencialmente e essencialmente relevantes, podem-se destacar as alterações no controle acionário, a realização ou alteração de acordo dos acionistas, mudanças na modalidade societária estabelecida, são alguns casos. Tais fatos e atos podem repercutir consideravelmente nas transações do mercado, sendo a partir daí que quem detém a vantagem da informação antecipada acaba tomando posições antes mesmo dos eventos serem veiculados tanto pelas empresas como pelos órgãos competentes pelo mesmo.

A Instrução CVM 358/2002 no seu artigo 8º elucida que “cumpre aos acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, e empregados da companhia, guardar sigilo das informações relativas a ato ou fato relevante às quais tenham acesso privilegiado em razão do cargo ou posição que ocupam, até sua divulgação ao mercado, bem como zelar para que subordinados e terceiros de sua confiança também o façam, respondendo solidariamente com estes na hipótese de descumprimento”. Portanto, o sigilo das informações seja advindo de dentro da corporação ou fora dela, devem ser veiculadas de forma célere e justa para que não interrompa e prejudique os eventos naturais do mercado, sobretudo o interesse dos investidores. Na mesma Instrução da CVM, encontram-se elencados em rol taxativo, as definições legais para ato ou fato relevante que configurem uma informação privilegiada. Tais definições estão elencadas no art. 2º, incisos I a III e parágrafo único, incisos I a XXII.

A lei 6404/76 estabelece através do parágrafo 4º do art. 157 que “os administradores da companhia aberta são obrigados a comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembleia-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”. Sendo assim, essa determinação tem por objetivo buscar por um mercado eficiente em que os preços dos ativos acompanhem as informações existentes relativas aos títulos negociados.

O art. 4º da lei 6385/76 em seu inciso VI que diz que a CVM exercerá as atribuições previstas na lei para assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido. Daí então compreende-se que não representa apenas o conteúdo da informação deva ser detalhado e completo, mas também que deva ter livre acesso a todos, ou seja, que a informação seja também inteligível e distribuída a todos em sua publicidade.

O ideal concernente a credibilidade da informação veiculada no Mercado de Capitais, é que o Player tenha a confiança de que as cotações dos preços dos títulos e ativos ali negociados, bem como as informações veiculadas, sejam de procedência e favorecem a igualdade nas negociações. Dessa forma a obrigatoriedade de divulgação por parte dos administradores das companhias de atos e fatos relevantes tem por escopo proporcionar a igualdade de condições para todos os *players* participantes do Mercado de Capitais de forma que possam tomar as decisões ideais de comprar ou vender um valor mobiliário.

As informações devem ser criteriosamente avaliadas para que haja fatores que qualifiquem se são ou não relevantes. Baseado nisso, os tribunais norte-americanos desenvolveram critérios para identificar se há ou não relevância as informações, ou seja, um teste de relevância que por meio do qual é possível identificar se determinada informação afeta ou não o mercado de forma significativa. Este teste avalia e verifica as condições: a) Probabilidade de um acordo em caráter final, baseado em negociações já realizadas; b) Existência de decisões administrativas das companhias envolvidas bem como pareceres de auditorias por órgãos externos; c) possível impacto das operações e influencia na atuação da companhia e a cotação de suas ações¹². Baseado nestes critérios de classificação de informação relevante, pode-se entender que havendo uma grande probabilidade de conclusão do negócio com influencias sobre a operação da companhia, bem como sobre a cotação de seus valores mobiliários, já se subentende que há uma informação relevante que possa repercutir na tomada de decisões dos investidores.

¹² EIZIRIK, Nelson; GAAL, Adriana B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas, *Mercado de Capitais*, 3ª ed., Rio de Janeiro, Renovar, 2011.

Diante dessas características expostas, somente será possível evidenciar a existência de insider trading quando estivermos diante de uma informação privilegiada. Tendo conhecimento desse tipo de informação, abrem-se aos agentes duas opções: divulgá-la ou abster-se de negociar com base nela¹³, que pode ser sintetizado na expressão *disclosure or refrain from trading*¹⁴.

A vedação da utilização de informações privilegiadas em negociações encontra fundamento em razões de ordem ética e econômica. Do ponto de vista ético, é altamente reprovável que alguém se beneficie de uma informação à qual as demais pessoas não têm acesso, configurando ato de deslealdade com reflexos mesmo na esfera jurídica. Sob tal perspectiva, o combate ao *insider trading* traduz um efetivo ato de moralização do mercado de capitais. Pela ótica econômica, a assimetria de informação entre os agentes do mercado pode levar à realização de operações nas quais o preço do título não encontre amparo na realidade, abalando, em última instância, a própria confiança necessária no âmbito das relações negociais¹⁵.

Por fim, a informação para ser objeto de *insider trading*, deve ser referente a fatos minuciosamente explanados. Nada impede a realização de operações com base em meros rumores, eventualmente conduzindo a negócios lucrativos, que nesse ponto de vista se enquadra em uma especulação de mercado. Não estará presente, na hipótese, a informação relevante e sigilosa necessária para a identificação do delito.

3.2. Requisitos para caracterização do *insider trading*.

Apresentado o conceito do *insider trading* bem como a interpretação de informação privilegiada no caso do *insider trading*, cabe agora tratar dos requisitos para que se caracterize o *insider trading* no caso concreto, sendo assim temos: a) existência de informação privilegiada não divulgada ao mercado; b) acesso a informação privilegiada; c) intenção de negociar em virtude da informação privilegiada.

¹³ EIZIRIK, Nelson. *Lei das S/A comentada*. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 370

¹⁴ A expressão *disclosure or refrain from trading* vem do direito norte-americano e significa divulgar a informação relevante ou abster de negociá-la. Enquanto a informação relevante não for divulgada ao público, fica proibido a negociação dos valores mobiliários

¹⁵ MUSSNICH, Francisco Antunes Maciel. *O insider trading no direito brasileiro*. São Paulo: Saraiva, 2017.

3.2.1. A existência de informação privilegiada não divulgada ao mercado.

O fluxo de informações no mercado de capitais é intenso, portanto, não é qualquer informação que enseja o insider trading. Sendo assim, cabe a delimitação do tipo de informação que configura o objeto ilícito do insider trading. Não será qualquer informação que se submeterá ao regime imposto pelos parágrafos do artigo 155 da lei das S.A, por exemplo. Deverá tal informação revestir-se de determinados atributos que justifiquem a severidade do tratamento da lei. Portanto como foi visto, o agente terá de tomar decisões, onde estas são baseadas na expressão *disclosure or refrain from trading*. Tal expressão encontra fundamentos em razões éticas e econômicas.

No que tange a ética, é altamente reprovável que alguém se beneficie de uma informação à qual as demais pessoas não têm acesso, principalmente se tais informações deveriam ser veiculadas e ou tem caráter de publicidade obrigatória, configurando ato de deslealdade com reflexos mesmo na esfera jurídica. Sob essa ótica, o combate ao insider trading preconiza um efetivo ato da moral e bons costumes dentro do mercado de capitais.

Pelo ponto de vista econômico, a assimetria de informação entre os agentes do mercado pode levar à realização de operações nas quais o preço do título não seja condizente com a realidade, abalando, em última instância, a própria confiança necessária no âmbito das relações negociais. Os efeitos nocivos colocariam em risco todo o mercado de valores mobiliários, uma vez que as informações economicamente impactantes ficariam somente nos bastidores podendo os agentes anteciparem suas posições nos negócios desequilibrando então a igualdade da negociação de valores mobiliários. Portanto, seria ruim para todos os demais players do mercado visto que o mercado de valores mobiliários levaria descredito concernente a sua celeridade e transparência nas negociações.

Outro ponto de observação é o sigilo da informação, não se deve cogitar, neste ponto, de contradição entre o dever de sigilo e o *full disclosure*. O caráter sigiloso não é intrínseco à informação; ele se justifica apenas enquanto necessário à realização de negócios societários. O sigilo tem característica transitória, impondo-se apenas no período de tempo que antecede a ampla divulgação da informação para o mercado. Caso retenha-se tal informação por tempo superior ao necessário, torna-se má fé e ilícito.

Por fim, a informação privilegiada para que seja objeto de *insider trading* deve ser relevante, referente a fatos minimamente precisos. Baseado nisso, nada impede a realização de operações com base em rumores e especulações, eventualmente conduzindo a negócios

lucrativos. Não estará presente, no caso, a informação relevante e sigilosa necessária para a identificação do delito.

3.2.2. Acesso à informação privilegiada.

Para a caracterização do *insider trading*, não basta a existência de uma informação privilegiada, merecedora de tutela especial. É preciso que haja um sujeito com acesso a essa informação, capaz de utilizá-la na negociação de valores mobiliários. Trata-se da figura do *insider*. É preciso indagar, portanto, para efeito de configuração do ilícito de *insider trading*, quem pode ser reputado um *insider*¹⁶.

De acordo com a redação original da Lei das S.A., eram expressamente tratados como *insider* os administradores de companhias abertas, bem como seus subordinados e terceiros de sua confiança, respondendo os administradores inclusive pelo vazamento de informação. Portanto, atualmente com o advento da lei 10.303/2001, alterando o art. 155, III, parag. 4º da lei 6.404/76, optou por incorporar uma norma regulamentar mais expansiva da figura do *insider*, dizendo que “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”. Baseado nisso é que surge a figura dos *insider* primário e secundário.

Os *insiders* primários, também conhecidos como institucionais, são aquelas pessoas que possuem acesso direto à informação privilegiada, em razão de sua função ou cargo, isto é, que estão no interior da companhia, chamados *corporate insiders*. Essa categoria incorpora administradores, acionistas controladores e empregados da sociedade¹⁷.

Os *insiders* secundários, por sua vez, não possuem acesso direto à informação privilegiada, obtendo tal informação por meio de outra pessoa, normalmente outro insider – seja ele primário seja secundário. Por não fazerem parte da companhia, são também chamados de insiders de mercado ou *market insiders* ou mesmo de *outsiders*. Como recebem a informação de outras pessoas, é igualmente comum o emprego da expressão *tippers* para referir a essa espécie de insider, sendo aqueles que transmitem a informação denominados *tippers*¹⁸.

¹⁶ MUSSNICH, Francisco Antunes Maciel. *O insider trading no direito brasileiro*. São Paulo: Saraiva, 2017.

¹⁷ MUSSNICH, Francisco Antunes Maciel. Op. Cit., p. 43 e 44

¹⁸ MUSSNICH, Francisco Antunes Maciel. Op. Cit., p. 44 e 45

Baseado nessas classificações dos dois tipos de *insiders* tem a discussão acerca do *insider* secundário, onde no parágrafo 4º do art. 155 da Lei 6.404/1976, que diz:

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

§ 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.

O termo “por qualquer pessoa” enseja a opção legislativa pela ausência de qualquer qualificação limitadores dos potenciais sujeitos ativos do delito de *insider trading* e indica a efetiva intenção de abranger o maior número de agentes que detenham as características para configuração da obtenção de informação privilegiada. Porém a informação pode ser acessada e veiculada de diferentes formas através dos *tippers*. Sendo assim a que se falar também na figura do *insider* temporário no qual designa a categoria de profissionais que, muito embora não sejam empregados ou administradores, possuam uma relação de fidúcia com a companhia, derivada do exercício de função ou desempenho de atividade que lhes confira acesso direto às informações.

No que tange a questão probatória, para que se haja qualquer condenação de *insider trading* é um pressuposto a prova de detenção de informação privilegiada por quem decidiu o investimento. A ausência de prova de detenção de informação privilegiada significa que não há nexos de causalidade entre a conduta do acusado e um suposto resultado ilícito. Portanto o nexos de causalidade é requisito que demanda a comprovação da ocorrência do ilícito, devendo haver a ligação entre a ação e a lei que pune tal fato ou ato, no caso a detenção e veiculação da informação privilegiada. Baseado nisso, no caso de *insider*, não basta a existência de negociação, mas é necessária a evidência de que a negociação se deu por força de informações privilegiadas. Inexistindo a prova dessa fundamentação para agir, inexistem qualquer relação causal a caracterizar o ilícito.

3.2.3. Negociação baseada na intenção do benefício da informação privilegiada.

A prática do delito de *insider trading* não se qualifica sem a efetiva verificação de negociação com a intenção do *insider* de realizá-la com o intuito de obter vantagem utilizando a informação privilegiada à qual teve acesso. Portanto trata-se do elemento

subjetivo do ilícito, a motivação que move o agente a realizar a operação. Esta característica pode ser extraída do parágrafo 4º do art. 155 da Lei 6.404/1976, quando se refere à utilização da informação relevante com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem.

De antemão é preciso ressaltar que, embora seja relevante verificar a intenção de obter vantagem, é absolutamente dispensável a concreta obtenção da vantagem almejada. A legislação não exige a materialização do dano para a caracterização do ilícito administrativo. A existência de dano é elemento necessário para a caracterização de um dever de indenizar à parte prejudicada, mas não para produzir consequências em outros planos. Assim, a mera realização da operação com o intuito de gerar dano, ou seja, traduzida na intenção de auferir indevida vantagem, é fato grave o suficiente para fazer incidir as sanções disciplinares administrativas aplicáveis.

É baseado nisso que a CVM se tem posicionado nesse sentido, como a seguir:

Em segundo lugar, mesmo que os acusados não tivessem apurado lucro nas respectivas operações, como efetivamente ocorreu, já é consolidado o entendimento do Colegiado da CVM de que o lucro não é requisito necessário para a caracterização do ilícito de uso indevido de informações privilegiadas. A efetiva consecução da vantagem não integra a caracterização do insider, basta, simplesmente, a negociação por qualquer pessoa que detenha informação privilegiada. Afasto, portanto, também essa linha de defesa¹⁹.

Diante do trecho deste voto, pode-se entender que basta a negociação com base no uso da informação privilegiada pelo *insider*. Porém embora o dano não precise estar presente para que se autorize a punição da prática por parte da CVM, é ele um pressuposto inafastável para a obtenção de indenização na esfera cível. O parágrafo do art. 155 da Lei 6.404/1976. Portanto, em termos de responsabilidade civil, o dano é elemento central para configuração.

É necessário o estabelecimento do nexo causal entre a realização da operação e a posse da informação, portanto é preciso que o *insider* tenha realizado os atos negociais com base no conhecimento da informação privilegiada. Apenas com a demonstração dessa fundamentação para agir, desse especial vínculo de causa e efeito, será possível constatar a intenção do agente.

A fraude decorre objetivamente de qualquer negócio com valores mobiliários emitidos pela companhia, praticados pelos administradores e demais agentes, durante o período em que retenham informações relevantes, com relação aos negócios e ao estado da companhia²⁰.

¹⁹ *Processo Administrativo Sancionador* CVM n. RJ 2011/3665, trecho do voto da Relatora Diretora Luciana Dias: Caso Aços Villares, j. em 3-4-2012. Rio de Janeiro: CVM, 2012.

²⁰ CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 6. ed. São Paulo: Saraiva, 2014. v. 3

De um modo geral, é possível concluir que a construção de um perfil de investimento do suspeito é um mecanismo satisfatório, embora não possa ser avaliado isoladamente, para aferir a intenção de lucro do insider, pois as operações orientadas pelo conhecimento de informação privilegiada tenderão a destoar das usualmente realizadas, facilitando a identificação das transações ilícitas.

3.3. O tratamento legal do *insider trading* no Brasil.

Diante a abordagem para conhecimento do *insider trading*, inicia-se então a abordagem no panorama legal e jurídico do *insider trading*.

Entende-se então que o principal objetivo das normas de combate ao insider trading reside em evitar que as pessoas, direta ou indiretamente ligadas ou relacionadas com a empresa, possam tomar vantagem nas posições negociais e auferir ganhos patrimoniais extraordinários, através da prevalência do conhecimento de atos ou fatos importantes, e reservados, sobre mutações essenciais na vida da companhia. Portanto, o combate ao *insider trading* é realizado mediante normas preventivas e repressivas.

As normas preventivas entendem-se pela promoção do *full disclosure*, como forma de assegurar a necessária confiabilidade e visibilidade às operações por eles realizadas. Já as normas repressivas concernem a vedação do uso de informações privilegiadas, englobando sanções de natureza civil, administrativa e penal.

As normas vigentes e concernentes ao insider trading apresentam uma correlação cabendo uma análise em conjunto, bem como respeitando aos princípios atinentes a cada esfera que estão relacionadas.

3.3.1. Lei nº 6.404/1976 - Lei das Sociedades Anônimas

A lei das Sociedades Anônimas ou Lei 6.404/1976 estabelece normas ao dever de lealdade entre sócios e o dever de informar. Essas duas condutas fazem parte para a caracterização do *insider trading*, onde, portanto serão abordadas as características preventivas e repressivas presentes na citada lei.

3.3.2. Norma de Caráter preventivo da Lei 6.404/1976.

No que tange a natureza preventiva a prática do *insider trading*, o principal dispositivo da Lei nº 6404/76 é o art. 157, no qual institui o dever de informar para os administradores das companhias abertas:

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.

Logo no caput do citado artigo, está presente a expressão *deve declarar*, deixando bem claro a importância de que os trâmites e informações acerca da companhia devem ser expressamente expostas para que haja a transparência nas informações veiculadas e atos empresariais praticados.

Assim encontramos um primeiro fundamento que é o regime do *full disclosure*, ou seja, a publicidade de fatos relevantes, fatos estes que colocam os acionistas da companhia e os investidores em situação de avaliarem a oportunidade, o preço e as condições dos negócios de aquisição, e de alienação de valores mobiliários emitidos pela companhia. Ao fornecerem aos acionistas, aos investidores e ao público informações sobre os negócios da companhia, a comunicação sendo feita rapidamente e prontamente, os administradores colocam tais pessoas numa posição de autoproteção, na medida em que se tornam capazes de adquirir ou de alienar os valores mobiliários com pleno conhecimento dos últimos fatos negociais relevantes relacionados com a companhia que os emitiu.

O dever de informar subdivide-se, na Lei, em dois encargos: o de informar sobre o estado financeiro da companhia e sobre o estado dos negócios. É de extrema importância a veiculação desses fatos e atos relevantes nas atividades da companhia que possam influir ou modificar o comportamento mercadológico dos valores mobiliários de sua emissão negociados no mercado de capitais. No que concerne a informação sobre a situação negocial da companhia, é possibilitado aos investidores de avaliar todos os dados necessários a uma inteligente apreciação sobre a oportunidade ou não de negociarem os valores mobiliários por ela emitidos. O *full disclosure*, nesse particular, tem por finalidade permitir aos acionistas que permaneçam como tais ou não, e, conseqüentemente, da conveniência ou não de outros investidores ingressarem, por substituição ou subscrição, no quadro acionário da companhia ou como seus debenturistas. A informação visa a fazer com que os acionistas e investidores

conheçam, tão logo ocorram e sempre que ocorram, as mutações na situação da companhia no que respeita ao seu estado financeiro e negocial²¹.

Um segundo fundamento encontrado concerne ao dever de lealdade, depreende dos parágrafos 1º, 2º e 6º do art. 157 da lei:

§ 1º - O administrador de companhia aberta é obrigado a revelar à assembleia geral ordinária, a pedido de acionistas que representem 5% 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;
- 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 assembleia, e fornecidos por cópia aos solicitantes.

§ 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.

O administrador tem o dever 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, presente no art. 155 da lei 6.404/1976. Baseia-se tal princípio no caráter fiduciário da atividade dos administradores, em razão do que não poderão eles buscar, em decorrência do exercício de suas funções, os seus interesses pessoais.

²¹ CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 6. ed. São Paulo: Saraiva, 2014. v. 3, p., 475.

No caso do parágrafo 6º, que foi incluído pela Lei 10.303/2001, passaram os administradores da companhia aberta a estarem obrigados a informar imediatamente a CVM e às bolsas de valores e entidades do mercado de balcão organizado quaisquer modificações em suas posições acionárias, onde em uma leitura literal, não necessita informar alterações referentes à situação de opções de compra de ações e debentures conversíveis em ações. Sendo assim os dispositivos, tanto o artigo 157 em seu caput como o seu parag. 6º devem ser lidos de forma sistemática para a correta aplicação da norma. Esta obrigação disposta pelo parag. 6º permite um monitoramento permanente da movimentação dos administradores no mercado de valores mobiliários, porém não coíbe efetivamente do posicionamento nas opções de negociação de ações e debentures com base na informação privilegiada.

No terceiro momento, cabe a análise do parag. 4º do artigo 157, que concerne aos atos e fatos relevantes.

§ 4º - Os administradores da companhia aberta são obrigados a comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembleia 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.

O parágrafo 4º do artigo 157 da Lei 6.404/1976, busca obrigar aos administradores da companhia aberta a divulgarem imediatamente ao mercado qualquer fato relevante ocorrido nos negócios da companhia desde que possa influenciar no comportamento do preço dos valores mobiliários, bem como na decisão dos investidores para compra ou venda destes valores mobiliários. Portanto, o intuito do referido dispositivo é prevenir que os administradores atrasem a divulgação de informações relevantes ao mercado, buscando se aproveitar desse mecanismo para tomar posições de compra e venda antes dos demais *players* do mercado, dessa forma as informações não impactaram no preço dos valores mobiliários.

Deve ficar bem claro, outrossim, que os administradores não podem, sob nenhum pretexto, deixar de comunicar imediatamente à BM&FBovespa, hoje chamada de B3²², os fatos relevantes de caráter institucional ou negocial ocorridos na companhia. A recusa em prestar tais informações à BM&FBovespa constituirá ilícito formal de suma gravidade,

²² A fusão da BM&FBovespa e Cetip formaram a B3 (Brasil, Bolsa e Balcão).

conforme previsto no artigo 158, ainda que de sua prática não decorra nenhum dano para a companhia ou para os seus acionistas ou para o público investidor²³.

No referido parágrafo cabe a distinção entre fato e ato relevante. Ao falar a lei em atos e fatos relevantes, quis distinguir aqueles que são próprios da vontade social dos que independem dela. Os atos relevantes serão as deliberações da assembleia geral e dos órgãos de administração da companhia. Já os fatos relevantes serão os acontecimentos que, independentemente dessa vontade social legitimamente manifestada, interferem de maneira decisiva nos negócios sociais.

Baseado nessa distinção é que se tem que os atos e fatos relevantes são aqueles que podem influir consideravelmente na precificação dos valores mobiliários de emissão da companhia, afetando a decisão dos investidores no sentido de negociação para venda, compra ou retenção. Quanto a relevância, será considerado quando puder ser levado em conta pela coletividade da maioria dos *players* do mercado, ou seja, os investidores comuns e não profissionais, na sua decisão de adquirir, alienar ou manter sua posição anterior, no que respeita aos valores mobiliários emitidos pela companhia. Será, portanto, relevante quando o ato ou o fato puder provocar impacto no mercado de valores mobiliários, sobretudo em desfavor de em forma de grande relevância a esses *players* comuns do mercado.

É latente a evidencia do *full disclosure* no referido dispositivo, que vemos claramente que é de assegurar direitos e equidade nas negociações com valores mobiliários emitidos pela companhia e transacionados no mercado de capitais. Visa principalmente à proteção legal dos *players* comuns e acionistas minoritários, aqui entendidos como aqueles que não tem acesso à administração da empresa. Objetiva-se então que o sistema não só a proteção legal dos acionistas, mas também a segurança jurídica do público investidor e da própria estrutura do mercado de valores mobiliários, cuja credibilidade, organização e equilíbrio dependem do cumprimento estrito, por parte dos administradores, do seu dever de informar o público em geral sobre as alterações do estado negocial, financeiro ou institucional da companhia. Uma vez que o mercado financeiro e o sistema financeiro como geral baseia-se na confiança.

3.3.3. Norma de Caráter repressivo da Lei 6.404/1976.

²³ CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 6. ed. São Paulo: Saraiva, 2014. v. 3, p., 483.

Quanto ao caráter repressivo, o principal dispositivo é o artigo 155 da Lei 6.404/1976. Evidencia em seu caput o dever de lealdade à companhia e estabelece as vedações, combatendo não só o *insider trading*, mas também mecanismos desleais de negociação. O caput e seus incisos dispõem:

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.

A quebra do dever de lealdade verifica-se comissiva ou omissivamente como prevê o disposto neste presente artigo. Assim, o inciso II refere-se à omissão, diferentemente do previsto nos incisos I e III que pressupõem a ação do administrador. Desse modo, a deslealdade se configura pela conduta ativa ou passiva do administrador e, como referido, independe de o fato de tal conduta gerar dano à companhia. No entanto, mesmo os incisos do citado artigo não estando diretamente relacionados ao *insider trading*, cabe fazer uma referência de que as informações relevantes necessárias para configuração do *insider trading* também podem girar em torno da ação comissiva e omissiva, onde comissivamente conforme presente nos incisos I e III, a informação relevante pode ser passada, a partir da figura do administrador da companhia, a terceiros relacionados ou interessados em movimentações de mercado que possam ocorrer a partir de tal informação relevante. No caso da omissão presente no inciso II, pode o administrador omitir informação relevante para usufruir da mesma em benefício próprio, principalmente no intuito de auferir lucro e vantagens em negociações do mercado decorrentes de tal informação não veiculada.

Passando aos parágrafos, que aí sim encontramos normas mais evidentes acerca do *insider trading*, temos o seguinte:

§ 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 parágrafo 1º do artigo 155 da Lei 6.404/1976, encontramos o dever de sigilo de informações bem como a vedação e utilização de tais informações ainda não divulgadas para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante a negociação de compra e venda de valores mobiliários ou demais negociações no mercado financeiro. Sendo assim, a companhia sempre irá se deparar com situações que envolvam sigilo de informações.

O dever do sigilo se depara com dois aspectos, onde o primeiro deles está relacionado à manutenção e reserva sobre os negócios da companhia, principalmente quando a informação ao público pode causar prejuízos a sociedade, e o segundo é relativo à vedação do *insider trading*. Sendo assim, é cabível uma leitura e interpretação conjunta dos art. 155, par. 1º e artigo 157, parágrafo 4º, ambos da lei 6.404/1976. Temos então que a leitura e interpretação conjunta desses dois dispositivos resultam claro que a lei seguiu o padrão norte-americano de divulgar ou abster-se de utilizar a informação em proveito próprio, chamado de *disclose or refrain from trading*. Assim, estando o administrador na posse da informação relevante, sua obrigação fundamental é revelá-la ao público, em razão do princípio fundamental do *disclosure*. Porém tal informação não for divulgada ao público, ele fica proibido de negociar com valores mobiliários de emissão da companhia²⁴.

Também o parágrafo 4º do artigo 155, depois da reforma da lei 6.404/1976, passou a vedar a utilização de informação relevante, ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a

²⁴ 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.

ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, em negociações no mercado de valores mobiliários. Pode-se interpretar que ampliou o rol de pessoas que podem ser responsabilizadas pelo uso de informações privilegiadas, abrangendo pessoas não diretamente ligadas a companhia, portanto o limite da expressão qualquer pessoa e os conceitos *tipper* e *tippee*, são colocados em discussão quanto a abrangência do dispositivo.

3.3.4. A Lei nº 6.385/1976 e a lei nº 10.303/2001.

A referida lei dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a comissão de valores mobiliários – CVM. A Lei nº 10.303/2001 altera e acrescenta dispositivos na Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. No entanto importante reforma foi dada a lei 6385/76, principalmente no que tange a fiscalização e combate, por parte CVM, ao *insider trading*.

A lei 10.303/76 passou a constar como objetivo a pautar a atuação da CVM, no âmbito do *insider trading*, o art. 4º, IV, c, diz:

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.

No entanto, é deveras importante a redação trazida pela lei nº 10.303/2001, mais precisamente os artigos 27 – C e 27 – D, no que tange ao combate do *insider trading*, que diz:

Art. 27-C. Realizar operações simuladas ou executar outras manobras fraudulentas, com a finalidade de alterar artificialmente o regular funcionamento dos mercados de valores mobiliários em bolsa de valores, de mercadorias e de futuros, no mercado de balcão ou no mercado de balcão organizado, com o fim de obter vantagem indevida ou lucro, para si ou para outrem, ou causar danos a terceiros:

Pena – reclusão, de 1 (um) a 8 (oito) anos, e multa de até (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime.

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.

Pode-se encontrar no artigo 27-C a criminalização pela manipulação de mercado e o artigo 27-D pelo uso da informação privilegiada.

No que concerne a manipulação de mercado encontrada no artigo 27-C, entende-se que o uso de informações privilegiadas pode ocasionar a manipulação de mercado, uma vez que o *insider* ou *tipper e tippee* que detém da informação para usufruir em benefício próprio, pode utilizar da manobra para causar movimentações bruscas e atípicas, para mudar o curso natural das negociações do mercado para o seu favor.

Já com relação ao artigo 27 – D, caracteriza-se a criminalização pelo uso indevido da informação privilegiada, a expressão uso indevido refere-se a omissão da veiculação da informação aos participantes do mercado de valores mobiliários e ao consentimento do público.

3.3.5. A instrução CVM nº 358/2002.

A instrução CVM nº 358/2002 é o dispositivo normativo que, atualmente, regula e preenche os contornos genéricos sobre insider trading traçados pela lei nº 6.404/1976, além de trazer regras sobre a prestação de informações pelas companhias abertas.

A instrução CVM n. 358/2002, que dispõe, entre outros temas, sobre vedações e condições para a negociação de ações de companhias abertas na pendência de fato relevante não divulgado ao mercado, regulamentando a disciplina legal sobre a matéria. A instrução atual revogou a antiga instrução CVM n. 31/1984, marco normativo, assumindo papel de destaque na regulamentação do *insider trading*. Nas disposições contidas em seu artigo 13, a instrução CVM n. 358/2002 define o *insider trading*, mas sem inovar o que se encontra

previsto pela Lei das S.A.²⁵. Sendo assim, cabe ressaltar que, devido ao caráter altamente reprovável da conduta, o *insider trading* enseja responsabilização em diversas esferas normativas, abrangendo as esferas civil, administrativa e, mais recentemente, penal, onde serão discutidas mais a frente.

No art. 4º da instrução 358/2002, encontra-se o direito de esclarecimentos à CVM, bolsa de valores ou entidade de mercado de balcão organizado para exigir do diretor de relações com investidores, os esclarecimentos sobre a divulgação de ato ou fato relevante. Não só informações ou fatos relevantes, mas qualquer comportamento ou oscilação atípica de preço, cotação ou quantidade negociada de determinado valor mobiliário. No caput do artigo 4º e seu parágrafo único, encontrar-se a seguinte redação:

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.

O parágrafo único do artigo 4º traz uma questão importante que é concernente ao impacto da informação privilegiada ou ação do *insider trading* no movimento do preço, da cotação ou da quantidade de valores mobiliários negociados. Tal medida causa um impacto no curso das cotações dos valores mobiliários, mas sobretudo no que diz respeito à confiança do investidor no mercado, que por tal repercussão proveniente da ação do *insider*, gera insegurança e instabilidade nos negócios realizados e até nas normas que combatem o *insider trading*.

A vedação ao *insider trading* encontra-se no art.13 da instrução CVM 358/2002. Esse dispositivo é o principal em termos de caráter repressivo ao uso de informações privilegiadas. O artigo dispõe em seu caput que:

²⁵ MUSSNICH, Francisco Antunes Maciel. *O insider trading no direito brasileiro*. São Paulo: Saraiva, 2017., p. 26.

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.

No caput, portanto, encontramos a regulamentação a vedação imposta aos *insiders* típicos, quais sejam, os diretores, conselheiros administrativo e fiscal, acionista controlador, e membros de outros órgãos internos da companhia. Qualquer um dos agentes relacionados, que se enquadram nos *insiders* típicos, são abrangidos pelo caput. Dito isso, passa-se ao parágrafo 1º do artigo 13, que diz:

§1º - 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 ainda não divulgada ao mercado, em especial àqueles que tenham relação comercial, profissional ou de confiança com a companhia, tais como

Audidores independentes, analistas de valores mobiliários, consultores e instituições integrantes do sistema de distribuição, aos quais compete verificar a respeito da divulgação da informação antes de negociar com valores mobiliários de emissão da companhia ou a eles referenciados.

Como visto o parágrafo 1º regulamentou a nova norma do parágrafo 4º do artigo 155 da lei das S/A destinada a alcançar quaisquer pessoas que tiverem acesso à informação, ou seja, não somente aos agentes do caput do artigo, mas também enquadrando aqueles que detenham da informação privilegiada advinda dos agentes citados no artigo, já que são ligados a companhia e desempenham papel de relevância dentro da mesma.

Diante desse panorama legal e análise do mesmo pode-se entender que não são apenas os investidores que a lei busca proteger de práticas como a utilização desleal da informação, mas o próprio mercado de capitais, sua confiança e sua própria existência, o bem jurídico protegido, especialmente quando se levam em consideração os fenômenos da globalização, da massificação e do anonimato das relações econômicas desenvolvidas no mercado de capitais, ambiente no qual a confiança na ética, na equidade e na livre concorrência atua como

pressuposto de existência e manutenção da ordem jurídica deste mercado²⁶. Essa proteção dirigida à confiança dos investidores no mercado de valores mobiliários justifica-se, como se pode notar, pelo papel de relevo que o próprio mercado desempenha no desenvolvimento econômico do país. É importante que a tutela da informação, do mercado de valores mobiliários ou da própria confiança dos investidores nesse mercado torna-se o principal objetivo das normas que regulam e combatem a prática de *insider trading*.

3.4. Casos de *insider trading*.

Neste tópico, serão abordados alguns casos de insider trading. Tendo como foco a discussão sobre os casos de acordo com o panorama legal já apresentado no capítulo anterior bem como o desenvolvimento dos casos de acordo com a CVM. Em tópicos e subtópicos, serão abordados o ocorrido nos casos e no segundo momento as discussões e aspectos legais sobre os casos.

3.4.1. Caso Sadia-Perdigão.

O caso Sadia-Perdigão configurou a primeira condenação penal pela prática de *insider trading* no Brasil²⁷. O Ministério Público Federal de São Paulo (MPF), por meio do Procurador da República Rodrigo de Grandis, ofereceu denúncia em face de Romano Ancelmo Fontana Filho, Luiz Gonzaga Murat Junior e Alexandre Ponzio de Azevedo, pela conduta tipificada no art. 27-D, da Lei nº 6.385/1976, uma vez que teriam eles se valido de informação relevante ainda não divulgada ao mercado e da qual deveriam manter sigilo para obter vantagem própria.

A informação privilegiada seria a pretensão de a Sadia S.A realizar oferta pública de aquisição (OPA) das ações da Perdigão S.A., objetivando adquirir 50% mais uma de suas ações com direito a voto, assumindo assim, o controle da companhia. À época dos fatos, Luiz ocupava a função de Diretor de Finanças e Relações com Investidores (DRI) e Romano era membro do Conselho de Administração (CA), ambos da Sadia, e Alexandre era

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 Caso Sadia-Perdigão gera primeira condenação penal por uso de informação privilegiada. Disponível em: < <https://oglobo.globo.com/economia/caso-sadia-perdigao-gera-primeira-condenacao-penal-por-uso-de-informacao-privilegiada-2821605>> Acesso em: Novembro/2017.

Superintendente Executivo de empréstimos estruturados e gestão de portfólio de crédito do Banco ABN AMRO REAL S.A., hoje pertencente ao Banco Santander.

Segundo a denúncia, Luiz, após tomar conhecimento da informação relevante em 07/04/2006, comprou, em nome da empresa offshore Brackhil Investments Inc., registrada nas Ilhas Virgens Britânicas, por intermédio da corretora Merryl Linch, 5.110 American Depositary Receipts (ADR's), de emissão da Perdigão na Bolsa de Valores de Nova Iorque (New York Stock Exchange). Posteriormente, em 29/06/2006, o denunciado repetiu a operação, dessa vez comprando mais 30.600 ADR's.

Já Romano teria adquirido, em 05/07/2006, em nome próprio, a partir da conta mantida na corretora do HSBC Republic Bank Suisse, 10.000 ADR's. Repetiu a conduta em 07/07/2006 e em 12/07/2006, adquirindo mais 5.000 e 3.000 do mencionado certificado, respectivamente. Por fim, sabendo de outra informação privilegiada, qual seja, a revogação da oferta pública de aquisição, acabou por vender as ADR's adquiridas, obtendo lucros no montante de US\$ 139.114,50.

Quanto à conduta de Alexandre, o feito foi desmembrado com relação a ele, uma vez que o MPF formulou proposta de suspensão condicional do processo, levando em consideração ter sido sua participação menor no caso. Assim, o denunciado foi excluído da ação penal, se comprometendo à prestação de serviços a uma entidade filantrópica por quatro horas semanais, durante seis meses, e seu comparecimento obrigatório perante o juiz a cada dois meses, pelo prazo de três anos.

Após regular processamento do feito, o juiz da 6ª Vara Federal Especializada em Crimes contra o Sistema Financeiro Nacional e Lavagem de Valores de São Paulo, Marcelo Costenaro Cavali, condenou Luiz pela prática de insider trading, por duas vezes, às penas de 1 ano e 9 meses de reclusão e multa de R\$ 349.711,53. Romano, por sua vez, foi condenado, pela prática do mesmo delito, por quatro vezes, às penas de 1 ano, 5 meses e 15 dias de reclusão e multa de R\$ 374.940,52.

O juiz, por fim, substituiu as penas privativas de liberdade aplicada a ambos os acusados por penas restritivas de direitos e pela proibição do exercício do cargo de administrador e/ou conselheiro fiscal de companhia aberta pelo prazo de cumprimento das respectivas penas.

No âmbito administrativo, o órgão colegiado da CVM, em 2008, aplicou aos acusados pena de inabilitação para o exercício dos cargos de administrador e conselheiro fiscal de

companhia aberta, pelo prazo de cinco anos. Luiz recorreu da decisão ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. Romano não recorreu.

Ainda, pelas condutas mencionadas, os acusados também foram investigados pela *Securities Exchange Commission* (SEC), tendo em vista que os negócios aconteceram em território norte-americano, com títulos negociados na bolsa de Nova York. Em função do resultado de suas investigações, que aconteceram em cooperação com as da CVM, a SEC impetrou ações civis na corte distrital de Columbia contra os três mesmos acusados. Nesse caso, nos Estados Unidos, Romano e Luiz foram processados judicialmente pelos mesmos fatos pela *Securities Exchange Commission*. Ambos fizeram, então, um acordo com a SEC, que tomou por bem dispor do direito de ajuizar ação criminal, tendo em vista a efetiva aplicação das sanções, quais sejam: a) proibição permanente de violações à determinadas disposições da legislação norte-americana; b) obrigação de pagar indenizações equivalentes às quantias supostamente ganhas (US\$ 142.848,95 para Romano e US\$ 184.028,12 para Luiz); c) obrigação de pagar penalidades cíveis (US\$ 173.893,13 para Romano e US\$ 180.404,00 para Luiz); e d) inabilitação para exercer o cargo de administrador de companhia aberta com ações negociadas no mercado norte-americano por 5 anos.

Ainda, pelas condutas mencionadas, os acusados também foram investigados pela *Securities Exchange Commission* (SEC), tendo em vista que os negócios aconteceram em território norte-americano, com títulos negociados na bolsa de Nova York. Em função do resultado de suas investigações, que aconteceram em cooperação com as da CVM, a SEC impetrou ações civis na corte distrital de Columbia contra os três mesmos acusados.

3.4.2. Caso Crédit Suisse.

A CVM tem por característica geralmente analisar os casos suspeitos de *insider trading* baseando-se em três requisitos necessários: a) a existência de informação privilegiada; b) o acesso à informação privilegiada pela pessoa que veio a negociar; e c) a intenção dessa mesma pessoa de negociar tirando proveito da informação privilegiada que detinha.

No entanto, no caso Crédit Suisse exposto neste tópico, ao analisar o termo em que a Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários (SMI) acusava o Crédit Suisse Internacional e o Fundo Crédit Suisse Carteira Própria de uso indevido de informação privilegiada com respeito à venda da Terna Brasil à Companhia Energética de Minas Gerais (Cemig), contudo, a CVM desviou-se daquele seu modo de analisar os casos de *insider*

trading. Houve, nesse caso, uma perigosa atenuação da necessidade de se provar cabalmente o acesso à informação especificamente por quem veio a negociar, o que se deu com base na adaptação inadequada de um instituto do direito estrangeiro conhecido como *corporate mind*²⁸.

O que houve no caso foi que em 9 de abril de 2009, o Crédit Suisse Europa foi contratado pela Terna Itália para emitir uma *fairness opinion* acerca da venda pela Terna Itália do controle de sua controlada brasileira, a Terna Brasil, à Cemig. Já no dia 13 de abril de 2009, integrantes do Banco Crédit Suisse Brasil, incluindo seu vice-presidente, um diretor e um analista, participaram de uma reunião nas dependências da Terna Brasil, com representantes da Terna Itália, para discutir aquela *fairness opinion*²⁹. Em 15 de abril do mesmo ano, o Fundo Crédit Suisse Carteira Própria e o Crédit Suisse Internacional começaram a adquirir *units*³⁰ da Terna Brasil. Ocorre que a Terna Brasil, somente no dia 23 de abril de 2009, divulgou fato relevante dando ciência da aquisição de seu controle pela Cemig. Com base nessa operação, seria conferido aos acionistas minoritários e remanescentes da Terna Brasil o direito ao *tag along*³¹. Em razão do que houvera acordado, o *tag along* corresponderia ao preço integral por ação pago à Terna Itália, que embutia prêmio substancial sobre o valor de mercado. A Comissão de Inquérito, por sua vez, constatou que houve um repentino aumento do volume negociado das ações de emissão da Terna Brasil em período suspeito. Num primeiro momento, entre os dias 15 e 20 de abril de 2009, o aumento de volume foi relativamente menor e não foi acompanhado de oscilação expressiva na cotação das ações. Adiante, principalmente no dia 22 de abril de 2009, houve aumento substancial de volume e valorização das ações. Com base nesses fatos e nos lucros obtidos pelo Fundo Crédit Suisse Carteira Própria e pelo Crédit Suisse Internacional com a elevação de preço

²⁸ *Corporate mind* significa a “teoria da mente corporativa” estabelecida com base em uma série de casos decididos pelos tribunais do Reino Unido. Aponta tal teoria no sentido de que, independentemente da existência de mecanismos de segregação, uma pessoa que age em nome de uma sociedade representa a “mente decisória” de toda aquela sociedade no que se refere à transação em questão. MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. *O insider trading no direito brasileiro*. Dissertação (Mestrado em Direito da Regulação) - Escola de Direito do Rio de Janeiro, Fundação Getúlio Vargas - FGV, Rio de Janeiro, 2015.

²⁹ *Fairness Opinion* é um relatório profissional e independente de um assessor financeiro sobre a probidade de uma transação, podendo ser tanto do ponto de vista da companhia ou dos acionistas minoritários. Disponível em: < <https://www.investopedia.com/terms/f/fairness-opinion.asp> > Acesso em: Janeiro/2018.

³⁰ *Units* são ativos compostos por mais de uma classe de valores mobiliários, como uma ação ordinária e um bônus de subscrição, por exemplo, negociados em conjunto. As *units* são compradas e/ou vendidas no mercado como uma unidade. Disponível em: < http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/servicos/market-data/consultas/mercado-a-vista/units/ > Acesso em: Janeiro/2018.

³¹ *Tag along* trata-se de um mecanismo de proteção a acionistas minoritários de uma companhia que confere a eles o direito de deixarem uma sociedade, caso o controle da companhia seja adquirido por um investidor que até então não fazia parte da mesma. De acordo com a lei, o *tag along* significa dar aos acionistas minoritários os mesmos direitos dados aos acionistas controladores. Disponível em: < <http://parceirolegal.fcmlaw.com.br/contratos/tag-along-guia-definitivo/> > Acesso em: Janeiro/2018

provocada pela divulgação, pela Terna Brasil, da aquisição de seu controle pela Cemig, a SMI presumiu que o Fundo Crédit Suisse Carteira Própria e o Crédit Suisse Internacional teriam praticado a conduta de *insider trading*.

A defesa destacou alguns pontos³², tais quais a venda do controle da Terna Brasil já era de conhecimento público em 15 de abril de 2009 através de notícias publicadas em meses anteriores. Notícias essas que a Terna Itália poderia vender o controle da Terna Brasil. Outro ponto é que não foi produzida nenhuma prova nos autos de que o Fundo Crédit Suisse Carteira própria e o Crédit Suisse Internacional, entidades que, de fato, vieram a negociar *units* na operação ou de que seus respectivos administradores ou gestores tenham tido acesso a qualquer informação privilegiada a respeito da venda de controle da Terna Brasil. A SMI simplesmente erroneamente presumiu e com ausência de provas, que todas as entidades do grupo Crédit Suisse tiveram ciência antecipada de informações privilegiadas sobre a operação subjacente ao caso. Relata a defesa que a compra de ações da Terna Brasil não foi a primeira vez em que os acusados, sem histórico recente de investimento em uma ação, passaram a adquiri-las em volumes expressivos, após identificar oportunidades pontuais. Em consequência dessa indevida presunção, é importante ainda destacar que a SMI considerou que todas as entidades do grupo Crédit Suisse como se fossem entidade única, que no caso desconsiderou-se que são pessoas jurídicas diferentes, sendo elas a distinguir o Crédit Suisse Europa, contratado para elaborar a *fairness opinion*, que não se confundia com o Fundo Crédit Suisse Carteira própria nem com o Crédit Suisse Internacional, que de fato participaram da operação.

Por fim apesar dos esclarecimentos expostos pela defesa, o voto proferido em 30 de novembro de 2010, do Diretor Aleksandro Broedel Lopes, unanimemente acompanhado pelos demais Diretores que participaram da Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM n. RJ 2009/13459, restou por decidido que houve Negociação de valores mobiliários por parte da Credit Suisse Internacional e da Credit Suisse próprio com posse de informações relevantes ainda não divulgadas ao mercado, configurando infração ao artigo 155 da Lei das S.A e ao artigo 13, §1º da Instrução CVM Nº 358/02. Sendo assim, foi aplicado Fundo Crédit Suisse Carteira própria e ao Crédit Suisse Internacional multa pecuniária na importância de três vezes o valor que considerou ser o lucro obtido das entidades com as respectivas operações.

³² Processo Administrativo Sancionador CVM n. RJ 2009/13459, parágrafos 14 a 16, 7-11-2010. Rio de Janeiro: CVM, 2010).

Posteriormente pleiteou-se em sede de recurso 13.294 ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, as defesas já arguidas, que em suma nenhuma investigação foi prosseguida pois não houve a indispensável comprovação de acesso as informações privilegiadas por parte de quem negociou. O Conselheiro-Relator Marcos Davidovich, em seu voto, coloca a questão de que no seu entendimento importava não analisar se houve acesso à informação, mas sim se houve disseminação das informações obtidas pelos executivos do Banco Crédit Suisse Brasil as demais entidades do grupo no Brasil³³, ou seja a segregação de atividades e informações que pode ser sintetizada no mecanismo chamado *chinese wall*³⁴.

Com base nas teorias da *chinese wall* e *corporate mind*, na conclusão, o Conselheiro Davidovich manteve na íntegra a decisão da CVM recorrida, no que foi acompanhado por todos os demais Conselheiros que participaram do julgamento – à exceção do Conselheiro Francisco Satiro de Souza, vencido ao votar pela mitigação do valor da multa aplicada pela CVM.

3.4.3. Caso BTG Pactual.

Neste caso, primeiramente, há um importante destaque de que é imprescindível, para a caracterização do ilícito de *insider trading*, provar-se o acesso à informação privilegiada por parte de quem negociou as ações, além de deixar claro que a atuação desse negociante no mercado foi motivada pelo conhecimento de tal informação. Ao contrário do caso anteriormente citado no que diz ao rumo tomado no Caso Crédit Suisse, no Caso Pactual afirmou-se que não se pode simplesmente esclarecer com imputabilidade da *corporate mind* a toda uma entidade para dispensar a necessidade de que ao menos se discuta o efetivo acesso à informação privilegiada por parte de quem, advindo de dentro daquela entidade, efetivamente negociou a operação em questão.

O processo sancionador do caso em tela concerniu à alegação de uso indevido de informação privilegiada em negociações em Bolsa de Valores envolvendo ações ordinárias de emissão da CCX Carvão Colômbia S.A., alegadamente antes da divulgação de fato relevante por essa companhia, por parte do banco BTG Pactual S.A., no qual na posição de gestor do

³³ Processo Administrativo Sancionador CVM n. RJ 2009/13459, parágrafo 31, voto do Relator Marcos Davidovich no Recurso Voluntário n. 13264, j. em 25-9-2013. Rio de Janeiro: CVM, 2013.

³⁴ *Chinese wall* consiste em um mecanismo com objetivo de impedir a circulação de informações que possam gerar conflitos de interesses, onde no âmbito de uma empresa as informações privilegiadas detidas por uma área não tenham contato com quem de fato opera as negociações. GORMAN Christopher M. *Are Chinese Walls the Best Solution to the Problems of Insider Trading and Conflicts of Interest in Broker-Dealers?*- Fordham Journal of Corporate & Financial Law, Volume 9, Number 2, Article 5, p. 482 – 485.

fundo FIM CP LS Investimentos, que negociou com ações ordinárias daquela sociedade, entre 11 e 19 de junho de 2013.

O início dos fatos do presente caso se dá em 21 de janeiro de 2013 quando a CCX divulgou fato relevante declarando ter sido informada da proposta de seu conhecido controlador, de fazer uma oferta pública para a aquisição (OPA) de 100% das ações em circulação da CCX e posteriormente o fechamento de seu capital. Nessa mesma ocasião, a companhia foi ainda informada de que a aquisição seria paga com ações das demais companhias do Grupo EBX e que as relações de troca seriam estabelecidas posteriormente.

Após os tramites para OPA, em 24 de junho de 2013, a Gerência de Acompanhamento de Mercado 1 (GMA-1), que afirmou haver detectado oscilações atípicas na cotação dos títulos CCXC3 e no volume financeiro transacionado entre os dias 11 e 19 de junho de 2013, encaminhou ofício à CCX solicitando dados cronológicos transacionais relativos ao fato relevante de 19 de junho de 2013, além da lista de empresas e pessoas ligadas à CCX que participaram das reuniões ou que, de alguma forma, tomaram conhecimento de informações relacionadas com o assunto antes de sua divulgação pública. A análise dos maiores comitentes por volume financeiro negociado entre os dias 11 e 19 de junho de 2013 apontava para o FIM CP LS Investimento do Exterior, operando segundo padrões que supostamente conteriam indícios de uso de informações privilegiadas. Também se verificou que o FIM CP LS havia operado no mercado de empréstimos de ações, tomando empréstimo de ações CCXC3 no dia 18 de junho de 2013, o que, para a Acusação, corroboraria a tese da ocorrência do delito de insider, havendo indícios de uma estratégia de venda antes da divulgação de fato relevante, em prejuízo da CCX. O FIM CP LS tinha como único cotista o BTG Pactual. A CCX acabou por decidir desistir da OPA, posição essa realizada no dia 18 de junho de 2013.

A GMA-1 também encaminhou ofício ao Diretor Responsável do BTG Pactual. Para o que mais interessa à admissibilidade teórica da existência de uma *corporate mind*, o Diretor esclareceu desde logo que nem o responsável pelas operações envolvendo as ações CCX3 nem tampouco qualquer das pessoas envolvidas nessas operações estiveram de posse ou tiveram acesso a qualquer informação não pública sobre a CCX antes da divulgação do fato relevante.

Portanto, diante desse cenário, a relatora do processo Ana Dolores concluiu pela plausibilidade de que elas teriam decorrido de decisão idônea do FIM CP LS, sem nenhuma

influência de fatores externos e que o encerramento da operação de *risk arbitrage*³⁵ fora genuíno³⁶.

3.5. Decisões e Jurisprudências recentes acerca do *insider trading* no Brasil

O presente tópico tem como objetivo trazer as mais recentes decisões decorrentes de julgados dos processos administrativos sancionadores da CVM e jurisprudências de tribunais sobre o *insider trading* no mercado de capitais do Brasil. Posteriormente realizar uma análise dos casos em tela apresentados.

3.5.1. Jurisprudências administrativas da CVM

Nos processos administrativos sancionadores, a CVM conta com Procuradoria Federal Especializada que tem como atribuições representar judicial e extrajudicialmente a CVM, exercer atividades de consultoria e assessoramento jurídicos aos órgãos da CVM e realizar a apuração da liquidez e certeza dos créditos, de qualquer natureza, inerentes às atividades da CVM, inscrevendo-os em dívida ativa, para fins de cobrança amigável ou judicial.

Dito isso, apresenta-se dois casos, onde o primeiro houve absolvição do acusado e na segunda houve aplicação de multa pecuniária.

O primeiro é concernente ao Processo Administrativo Sancionador CVM RJ2015/1591 sendo o acusado a SEB - Sistema Brasileiro Educacional S.A., na pessoa de Marco Flávio Tenuto Rossi, na qualidade de ex-diretor de finanças e Relações com Investidores da SEB, apresentando indícios de *insider trading* com divulgação intempestiva de informações relevantes relacionadas a alienação indireta do controle da Companhia. Tem

³⁵ Risk arbitrage consiste em uma estratégia de investimento para lucrar com o estreitamento de uma lacuna do preço de negociação da ação de uma meta e a avaliação do adquirente dessa ação em uma transação de aquisição pretendida. Em uma fusão entre ações e ações, a arbitragem de risco envolve a compra de ações da empresa e a venda a descoberto das ações da adquirente. Essa estratégia de investimento será lucrativa se o negócio for consumado; se não for, o investidor perderá dinheiro. Disponível em: < <https://www.investopedia.com/terms/r/riskarbitrage.asp> >. Acessado em: Julho / 2018

³⁶ Processo Administrativo Sancionador CVM n. RJ 2013/11654, parágrafos 20-21, j. em 23-9-2014, voto da Relatora Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes. Rio de Janeiro: CVM, 2014: “A partir deste cenário, parece-me bastante plausível que o FUNDO tenha decidido genuinamente encerrar a operação de risk arbitrage, sem nenhuma influência de qualquer fator externo ao cenário aqui apresentado. Observo que o desmonte efetivo da operação de arbitragem começou no dia 06.06.2013 e terminou seis dias antes do anúncio. Note-se que a liquidez do papel aumentou muito justamente no dia 13 de junho quando a CCX informou ao mercado que a OPA estava mantida. Nesta data, o preço de fechamento subiu 16,7%. O FUNDO aproveitou a liquidez para zerar a sua posição. É importante lembrar que esta era uma operação de arbitragem, sem apostas direcionais na CCX ou na OGX. As operações envolvendo as ações presentes nos autos corroboram o fato (operação de risk arbitrage) (...)”.

como base origem no Processo CVM nº RJ2010/14022, instaurado pela Superintendência de Mercado e Intermediários, a fim de averiguar eventual uso de informação privilegiada em negociação de *units* de emissão da SEB (SEBB11), entre março e julho de 2010. Tal suposta informação privilegiada partiu da divulgação de fato relevante na data de 22 de julho de 2010, anunciando a alienação indireta de seu controle acionário para a Pearson Education do Brasil Ltda. Em sua análise, a SMI notou que desde 01 de julho de 2010, ou seja, bem anterior a divulgação do fato relevante, o ativo (SEBB11) passou a apresentar incremento no volume negociado e na segunda quinzena de julho a cotação apresentou forte trajetória de alta. Nesse sentido, a área técnica destacou que, que nos oito pregões que antecederam a divulgação do Fato Relevante, as *units* apresentaram valorização de 15,88%. Portanto, passaram a ser averiguadas todas as operações nesse intervalo de tempo com o objetivo de identificar os *players* nos quais negociaram com volume acima da média. Decorrente de tal averiguação constatou-se a atuação em negócios por parte de um *player* Handelsbankens Latinamerikafond, investidor estrangeiro/ fundo estrangeiro sediado na Suécia, montou uma posição fortemente comprada no ativo no período.

Com base nisso, a superintendência de relações com empresas instaurou processo administrativo sancionador no qual constatou que, em 10/2/2010, Marco Rossi participou de reunião com o gestor do Fundo Estrangeiro, sendo que a área técnica encontrou indícios de que o Acusado teria repassado duas informações relevantes de forma seletiva ao referido gestor: I - que a SEB iria abrir 52 novos centros de ensino; e II - que seria esperado incremento na margem de 150 *basis points* no exercício de 2010. De acordo com a SEP, a primeira informação seria previsão de caráter quantitativo, futuro e condicionado, de acesso restrito; enquanto que a segunda seria projeção explícita de resultado. Com base nesses relatos, o Diretor Relator Gustavo Gonzalez passou-se a analisar o cabimento de *insider trading*.

Em relação à acusação de divulgação seletiva de informações relevantes, o Diretor Relator consignou que o princípio do *full and fair disclosure* não proíbe que representantes da companhia se reúnam com analistas, gestores ou investidores, desde que não transmitam informações relevantes ainda não divulgadas ao mercado. Gonzalez assinalou que as companhias podem de boa-fé, transmitir informações não relevantes, mesmo que os receptores de tais dados sejam capazes de combiná-las com outras informações conhecidas, resultando na produção de uma nova informação relevante. Em sua defesa, o Acusado demonstrou que a companhia já divulgava publicamente informações sobre os novos centros

de ensino e que a informação supostamente divulgada ao Fundo Estrangeiro de forma seletiva era, na verdade, já pública e defasada.

Quanto à acusação de divulgação de projeções relacionadas ao incremento na margem, o Diretor Relator considerou que existem contraindícios de que o Acusado teria divulgado seletivamente determinadas informações acerca da matéria. Nesse sentido, a defesa trouxe elementos que indicavam que as projeções do investidor estrangeiro supostamente feitas com base em informação ainda não divulgada não seriam sequer coerentes com o histórico da SEB, com os resultados da Companhia nos primeiros trimestres de 2010, ou mesmo com os esperados para os trimestres seguintes, o que fragilizaria a tese acusatória.

No tocante à acusação de divulgação intempestiva do Fato Relevante, o Diretor Relator considerou que os elementos trazidos pela defesa afastam a tese da acusação de que as *units* da SEB teriam oscilado de forma relevante. Em primeiro lugar, a comparação entre o comportamento das *units* e o Ibovespa não poderia ser determinante, já que historicamente não apresentariam forte correlação. Além disso, a análise de oscilação atípica em um período é, na visão de Gonzalez, prova menos robusta do que aquela baseada no comportamento do ativo em um único pregão, principalmente quando não há motivos precisos para explicar a forma como o período foi delimitado.

Além disso, a defesa teria apresentado as seguintes razões consistentes para justificar o porquê a diretoria de relação com investidores da Companhia não ter considerado as oscilações como atípicas, julgando natural a alteração da tendência no preço de negociação de suas *units*: I - no primeiro dia do período em que o papel começa, de acordo com a acusação, a se portar de forma atípica houve o anúncio de operação envolvendo sociedade concorrente que repercutiria no setor de ensino e educação básica, ao qual a SEB estaria exposta; e II - após a divulgação dos resultados da SEB no primeiro trimestre de 2010, vários bancos de investimento teriam divulgado relatórios indicando que as *units* da Companhia estariam subavaliadas.

Portanto, diante do exposto, o Colegiado da CVM decidiu, por unanimidade, acompanhar o voto do Diretor Relator Gustavo Gonzalez e absolver o acusado Marco Rossi das imputações formuladas³⁷.

No segundo caso, concerne ao processo administrativo sancionador 01/2014 em virtude da negociação de ações da empresa Globex Utilidades S.A. com base no uso de informação privilegiada veiculada por *insiders* secundários, ou seja, aquele que veicula

³⁷ Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2015/1591 – Voto do Diretor Relator Gustavo Borba em 26 de setembro de 2017.

informação privilegiada, quebrando sigilo, a outros agentes que também cometem o ilícito de *insider trading*. O fato relevante em questão foi que a Companhia Brasileira de distribuição - CBD, por meio da sua subsidiária, Mandala Empreendimentos e Participações S.A., e os sócios controladores de Casa Bahia celebraram um Acordo de Associação por meio do qual foram estabelecidos os termos e condições que regerão a associação de Globex e Casa Bahia, para integração dos seus negócios do setor de varejo de bens duráveis, assim como a unificação dos negócios de comércio eletrônico de bens duráveis atualmente desenvolvidos por Globex, Casa Bahia e CBD.

O fato relevante em questão foi veiculado em 4 de dezembro de 2009, dia em que as ações da Globex subiram 28,36% e com volume de 636, 9 mil ações negociadas, logo após uma alta de 35, 42% na véspera, quando a liquidez já havia passado de 6 mil para 73,4 mil ações. As variações foram tidas como expressivas demonstrando atipicidade de volume de negociações. Sendo assim, foi apurado a fonte de negociações de volume expressivo chegando a quatro *players*: Guilherme Soter, Rodrigo da Silva, Cláudia da Costa e Henviromenth Sistema Ambientais S/C Ltda, sendo os três últimos responsáveis conjuntamente por um volume de 67,7% de negociações das ações da Globex no dia em questão. Portanto fora identificado extrema precisão no posicionamento nas negociações por parte dos suspeitos, o que destoava da realidade do mercado, bem como relações pessoais entre os agentes. Guilherme Soter nunca havia operado no mercado de ações, ou seja, não havia habitualidade e expertise no ambiente de negócios, bem como era proprietário de uma empresa que tinha as Casas Bahia como um de seus principais clientes e havia participado de oito reuniões recentes com executivos das Casas Bahia antes de dar ordem de aquisição de ações da Globex. Outro fato é de que morava no mesmo condomínio de Rodrigo da Silva, cujo seu pai era diretor da Henviromenth e Namorado de Cláudia Costa. Baseado nisso não restou dúvida para que a caracterização de *insider secundário* fosse identificada³⁸.

Diante disso, decidiu o Diretor Relator Gustavo Tavares Borba pela condenação dos agentes nos seguintes termos:

Por todo o exposto, com fulcro no art. 11 da Lei nº 6.385/76, voto:

I. pela rejeição das preliminares de violação ao direito de ampla defesa e de Prescrição;

³⁸ CVM Condena Insider Secundário em caso Globex. Disponível em:

<<https://capitalaberto.com.br/canais/pinheiro-neto/cvm-condena-insider-secundario-globex>>. Acessado em outubro / 2018.

II. pela condenação, por negociarem com valores mobiliários de posse de informações relevantes ainda não divulgadas ao mercado, em seus negócios com ações de emissão da Globex Utilidades S/A, em infração ao disposto no §4º do artigo 155 da Lei nº 6.404/76, c/c o §1º do artigo 13 da Instrução CVM nº 358/2002, de:

A) Guilherme Soter Lopes da Silva à penalidade de multa pecuniária no valor de R\$ 244.151,27 (duzentos e quarenta e quatro mil, cento e cinquenta e um reais e vinte e sete centavos), equivalente a uma vez e meia o benefício auferido com as operações (R\$ 98.230,00), atualizado pelo IPCA (R\$ 162.767,51);

B) Henvironmenth Sistema Ambientais S/S Ltda. à penalidade de multa no valor de R\$ 261.085,02 (duzentos e sessenta e um mil, oitenta e cinco reais e dois centavos), equivalente a uma vez e meia o benefício auferido com as operações (R\$ 105.043,00), atualizado pelo IPCA (R\$174.056,68);

C) Claudia Maria da Costa à penalidade de multa no valor de R\$ 168.050,04 (cento e sessenta e oito mil, cinquenta reais e quatro centavos), equivalente a uma vez e meia o benefício auferido com as operações (R\$ 67.612,00), atualizado pelo IPCA32 (R\$ 112.033,36);

D) Rodrigo Rodrigues da Silva à penalidade de multa no valor de R\$ 20.962,76 (vinte mil, novecentos e sessenta e dois reais e setenta e seis centavos), equivalente a uma vez e meia o benefício auferido com as operações (R\$8.434,00), atualizado pelo IPCA32 (R\$ 13.975,17)³⁹.

3.5.2. Jurisprudência do STJ e STF.

No presente tópico passa-se a análise da jurisprudência mais recente do STF e STJ. A jurisprudência em tela concerne ao caso da Holding J&F que controla a empresa JBS. A holding J&F tem como donos os irmãos Joesley Batista e Wesley Batista, são os agentes de cometerem delito de *insider trading*.

Os fatos se deram inicialmente com a CVM identificando práticas de que empresas e acionistas haviam negociado ações e contratos de câmbio pouco antes de vir a público a informação de que os irmãos Batista e executivos da J&F tinham aderido à delação premiada decorrente da operação Lava-Jato, realizada pela Polícia Federal. Essa negociação permitiu ganhos financeiros exuberantes no dia seguinte à divulgação de provas identificando os

³⁹ Processo Administrativo Sancionador CVM nº 01/2014, Voto do Diretor Relator Gustavo Borba em 19 de junho de 2018.

culpados, onde no caso em tela, seriam os irmãos Batista. Sendo assim, a Polícia Federal identificou dois crimes distintos, mas interligados: a compra e venda de ações e a compra e venda de contratos futuros de dólar.

Ambos ocorreram antes dos áudios da conversa de Joesley Batista com o presidente Michel Temer se tornarem públicos. Segundo o delegado da Polícia Federal responsável Victor Hugo Rodrigues, os crimes foram comprovados por mensagens eletrônicas, depoimentos, relatórios da Comissão de Valores Mobiliários e laudo pericial. Os irmãos Batista detinham 100% da empresa FB Participações, que por sua vez tem 42,5% da JBS. Às vésperas do vazamento da delação, Joesley determinou a venda pela FB de 42 milhões de ações da JBS a R\$ 372 milhões. Ao mesmo tempo, a própria JBS, presidida por Wesley, passou a recomprar esses papéis, diluindo as perdas com a desvalorização das ações no momento em que a delação fosse divulgada.

Tal mecanismo de negociação repassou a maior parte do prejuízo com a queda das ações aos demais acionistas e não aos irmãos Batista. Além disso, um dia antes da delação da JBS vazar, a empresa foi a segunda maior compradora de dólar no Brasil, onde manipulou o mercado de câmbio, promovendo uma movimentação absolutamente atípica. Um dia antes de a delação vir a público, em 17 de maio, a JBS negociou US\$ 474 milhões com a moeda a R\$ 3,11. Segundo nota do Ministério Público Federal, somente as operações em dólar somaram R\$ 3 bilhões, rendendo lucro de US\$ 100 milhões aos empresários. Essa é a mesma quantia da multa prevista na delação no processo criminal, de US\$ 110 milhões⁴⁰.

Tal conduta levou os irmãos Batista a serem indiciados pelo crime de *insider trading*. Fora impetrado Habeas Corpus por parte dos irmãos Batista, onde o HABEAS CORPUS N° 422.113 - SP (2017/0277862-1) concerne ao pedido de Wesley Batista e o HABEAS CORPUS N° 422.122 - SP (2017/0277928-7) concerne ao pedido de Joesley Batista.

Joesley Batista, Diretor Presidente da J&F investimentos S.A. e Presidente da FB participações (controladora da JBS) e Wesley Batista, Diretor Presidente da JBS S/A, durante o período de 02 de março de 2017 a 17 de maio de 2017, utilizaram acordo de colaboração premiada como vantagem indevida, em nome próprio com valores mobiliários, praticando o delito de Insider Trading previsto no Artigo 27- D, da Lei 6.385/76, onde realizaram operações com a finalidade de alterar o regular funcionamento dos mercados de valores mobiliários em bolsa de valores, de mercadorias e de futuros, e no mercado de balcão, com o

⁴⁰ Prisão de Wesley Batista é a primeira por insider trading no Brasil. Disponível em: < <https://epocanegocios.globo.com/Empresa/noticia/2017/09/prisao-de-wesley-batista-e-1-por-insider-trading-no-brasil.html> >. Acessado em outubro / 2018.

fim de obter vantagem indevida ou lucro, para si, praticando o delito previsto no Art. 27-C da Lei 6.385/16;

Joesley e Wesley celebraram Acordo de Colaboração Premiada com a Procuradoria Geral da República em 03 de maio de 2017, neste Acordo Joesley Batista forneceu diversas provas à Procuradoria Geral da República da suposta prática de crimes cometidos por inúmeras autoridades da República. De acordo com o Despacho de Indiciamento: “Os crimes delatados atingiam a alta cúpula da esfera política nacional e colocavam em cheque as expectativas do mercado com relação aos rumos da economia brasileira”. O conhecimento dos termos desta colaboração tinha potencial explosivo no mercado, capaz de gerar oscilações abruptas nos preços de ativos como ações e também na variação cambial dólar/real - este potencial se mostrou efetivo com o vazamento do conteúdo da colaboração premiada do dia 17/05/2017.

Cientes do impacto de tais informações que causariam na queda dos valores das ações da JBS e alta do dólar, os réus resolveram se beneficiar financeiramente da instabilidade econômica que seria ocasionada com a divulgação dos termos da Colaboração Premiada e das provas apresentadas, tais como: conteúdo de gravações ambientais; mensagens de WhatsApp; documentos e filmagens obtidas mediante a denominada Ação Controlada.

Diante disso, antes que os termos da Colaboração fossem divulgados à sociedade, os réus procederam à venda de ações da JBS por sua controladora FB participações e a respectiva recompra pela JBS, bem como o denunciado Wesley adquiriu contratos de dólares obtendo uma lucratividade milionária no mercado financeiro, além de utilizarem da informação privilegiada sigilosa com a obtenção de vantagem indevida de acordo com o Art. 27-D, da Lei 6.385/76, ambos manipularam o mercado com incurso no Art. 27-C, da Lei 6.385/76, através das vendas e recompras concomitantes das ações da JBS, com intuito de obterem vantagem. São os termos:

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. “

Manipulação de Mercado: Art. 27-C. “Realizar operações simuladas ou executar outras manobras fraudulentas, com a finalidade de alterar artificialmente o regular funcionamento dos mercados de valores mobiliários

em bolsa de valores, de mercadorias e de futuros, no mercado de balcão ou no mercado de balcão organizado, com o fim de obter vantagem indevida ou lucro, para si ou para outrem, ou causar danos a terceiros. Pena – reclusão, de 1 (um) a 8 (oito) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime. ”

Destarte, Joesley Mendonça Batista teria sido o responsável por ordenar as operações de venda de ações da JBS, detidas pela sua controladora FB, enquanto seu irmão Wesley Mendonça Batista, teria sido o responsável pelas operações de recompra de ações por esta empresa.

O Ministro do STJ decidiu em seu voto publicado em 26 de março de 2018, conceder parcialmente a ordem de habeas corpus para substituir a prisão preventiva de Joesley Mendonça Batista e Wesley Mendonça Batista pelas medidas cautelares presentes no art. 319, I, II, III, IV, VI e IX, do Código de Processo Penal:

Art. 319: “São medidas cautelares diversas de prisão:

I) compromisso de comparecimento em Juízo, para todos os atos designados pela autoridade competente, e de manter atualizado o endereço no qual poderá receber intimações;

II) proibição de se aproximar e de manter contato pessoal, telefônico ou por meio eletrônico ou virtual com os outros réus, testemunhas arroladas pela defesa e pela acusação, ou pessoas que possam interferir na produção probatória;

III) proibição de participar, diretamente ou por interposta pessoa, de operações no mercado financeiro, e de ocupar cargos ou funções nas pessoas jurídicas que compõem o grupo de empresas envolvidas nas ilicitudes objeto da ação penal a que respondem;

IV) proibição de ausentar-se do Brasil, salvo autorização expressa do juízo competente;

VI) Suspensão do exercício da função pública ou de atividade de natureza econômica ou financeira quando houver justo receio de sua utilização para a prática de infrações penais;

IX) monitoração eletrônica.

Os irmãos Batista recorreram ao STF para concessão do Habeas Corpus, onde não houve sucesso. Onde o ministro Gilmar Mendes, do Supremo Tribunal Federal (STF), negou seguimento aos pedidos de Habeas Corpus dos empresários Joesley e Wesley Batista (HCs

148239 e 148240). O ministro entendeu que o pedido de suspensão da prisão preventiva ou substituição por medidas alternativas é incabível, uma vez que implica supressão de instância. Isso porque ainda pende análise final de pedido semelhante pelo Tribunal Regional Federal e pelo Superior Tribunal de Justiça.

A decisão ressalta que a situação não revela constrangimento ilegal que justifique a abertura de uma exceção ao obstáculo da dupla supressão de instância. Menciona, para isso, a fundamentação da ordem de prisão preventiva adotada pelo juiz responsável pela decretação. “Destaco que o decreto de prisão preventiva fundamentou o risco à ordem pública na gravidade concreta do crime que, na avaliação do magistrado, ‘afetou gravemente a economia nacional’, e na reiteração de práticas delitivas em circunstância particularmente desfavorável, na medida em que ‘mesmo após a negociação e assinatura dos termos de colaboração premiada, teriam tornado a praticar delitos’”, assinalou o Ministro Relator Gilmar Mendes.

Passando-se a outro caso que também chegou em instâncias superiores, já mencionado anteriormente no presente trabalho, foi o caso Sadia-Perdigão que tramitou no STJ. O egrégio tribunal, ratificando os elementos de investigação produzidos no processo administrativo realizado pela CVM, confirmou que os acusados de fato fizeram uso de informações privilegiadas para a obtenção de vantagens no mercado de capitais, e, mesmo declarando a inexistência de jurisprudência judicial sobre o tema, aplicou com efetividade o constante nos dispositivos criminais regulados na Lei 6.385/76, em particular o disposto em seus artigos 27-D e 27-F⁴¹. Diante disso, segue destaque do voto desse julgado:

A hipótese vertente trata da primeira condenação por crime de insider trading na Justiça brasileira, conforme ressaltou o próprio recorrente. O caso diz respeito à Oferta Pública de Aquisição (OPA) da Sadia S.A. pelo controle acionário da concorrente Perdigão, ocorrida em 2006. Como todos sabem, a união entre as duas empresas não se efetivou na época, vindo a se concretizar somente em 2009; entretanto, foi a Perdigão quem comprou a Sadia, criando o conglomerado Brasil Foods⁴².

⁴¹ PINTO, Leonardo Arêba. A regulação das medidas defensivas contra aquisições hostis de sociedades anônimas. Mestrado em Direito e Políticas Públicas. p. 165. Brasília: UniCEUB, 2017.

⁴² BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. REsp 1569171/SP, Rel. Ministro GURGEL DE FARIA, QUINTA TURMA, julgado em 16/02/2016, DJe 25/02/2016

No caso em tela, o fato objeto de investigação, embora ocorrido em 2006, foi decidido apenas em 2012 pelo Colegiado do Superior Tribunal de Justiça, no antes referido REsp 1569171/SP, que concluiu pela condenação dos agentes integrantes da Sadia.

Teve prosseguimento o processo ao Supremo Tribunal Federal por meio de agravo regimental, onde fora negado provimento ao mesmo interposto por Luiz Gonzaga Murat Jr. contra a decisão singular (proferida pelo Ministro Dias Toffoli) que inadmitiu o recurso extraordinário que interpôs contra o acórdão (REsp 1.569.171/SP) em que o Superior Tribunal de Justiça, ao julgar procedente a ação penal proveniente da tentativa de tomada hostil de controle perpetrada pela Sadia em relação à Perdigão, condenou-o às penas de prisão e multou-o pela quantia aproximada de R\$ 350.000,00 (trezentos e cinquenta mil reais). Sendo assim, com a chancela do Supremo Tribunal Federal, assentou-se nesse caso premissas importantes para a preservação da segurança ética e legal no que se refere à tomada de controle⁴³.

⁴³ PINTO, Leonardo Arêba. A regulação das medidas defensivas contra aquisições hostis de sociedades anônimas. Mestrado em Direito e Políticas Públicas. p. 166. Brasília: UniCEUB, 2017.

4. Aspectos para o aprimoramento e evolução da abordagem do *insider trading* no Brasil.

Discorrido sobre os institutos legais e doutrinas que abordam o *insider trading* no mercado de capitais do Brasil, passa-se então, por fim, as pontuações sobre a abordagem acerca do *insider trading* no mercado de capitais brasileiro.

Diante o curso do presente trabalho, percebe-se claramente que é indispensável a obrigação de provar a ocorrência do ilícito de *insider trading*, ou seja, que realmente houve o vazamento de informações e o uso das mesmas para benefício próprio de determinado agente. Portanto, a comprovação desse fato por meio de provas concretas, uma vez que são elas que produzirão o juízo de convencimento acerca da pretensão das partes, ou, no caso de processos administrativos sancionadores, acerca das imputações aos acusados. Importante destacar que para o caso de *insider trading* se faz necessário o uso de provas diretas e não indiretas, uma vez que as provas podem ser destacadas de acordo com o objeto, sendo as primeiras àquelas que possuem relação imediata com o fato, ou seja, que por si só já constituem uma ligação instantânea com o objeto controverso, diferente das provas indiretas, as quais consistem em apurar fatos por meios diversos do litígio, que, no entanto podem chegar a matéria em questão através de raciocínio e uma construção lógica.

Diante disso, conclui-se o ideal é que a comprovação da prática das condutas objeto das imputações seja realizada por meio de provas diretas, que representam a forma mais eficiente e completa de se chegar à real e concreta apuração dos fatos. Porém diante dos julgados da CVM, constata-se a utilização de provas indiretas, pois diante da dificuldade na produção de provas diretas para a comprovação do *insider trading*, em virtude de seus requisitos, são demasiadamente subjetivos e de difícil constatação, portanto observa-se na prática, o uso de provas indiretas para a configuração e imputação do *insider trading*.

Observada a necessidade da prova direta como comprovação para o ilícito de *insider trading*, não resta dúvidas de que o procedimento de apuração de provas utilizado de forma indireta é extremamente subjetivo. O ilícito de *insider trading* não pode ser passível de subjetividade interpretativa. Portanto a implementação de apurações por meio de prova direta deve ser praticada pela CVM no curso dos processos de *insider trading*, para avaliar e identificar o *modus operandi* do agente que cometeu o ilícito de *insider trading*.

Há que se falar também em uma maior regulação interna por parte da CVM para com os *players* institucionais, tais como a criação e imposição de regras mais específicas que

norteiem como base o uso dos princípios anti-insider trading como o *full disclosure* e *chinese wall*.

A legislação brasileira no que tange ao ilícito de *insider trading* necessitam de mais severidade e dispositivos coibitivos. A atuação e rigor da CVM deve ser mais veemente sobre a questão. Comparando-se com a legislação regida pela SEC (Securities and Exchange Comissions), órgão regulatório do mercado financeiro nos Estados Unidos, podemos perceber o abismo de medida punitiva imposta pela legislação americana se comparado ao Brasil.

Segue uma tabela comparativa onde fora extraído características os dois países em questão⁴⁴.

	EUA	Brasil
Órgão Regulatório	Securities and Exchange Commission (SEC)	Comissão de valores Mobiliários (CVM)
Legislação	Securities Exchange Act of 1934	Legislação da CVM
Ano de Implementação	1934	1976
Multas e Taxas máximas	Civil: Acima de \$1 Milhão ou 3 vezes o tamanho do lucro obtido Criminal - máximo \$5 milhões	R\$19 milhões
Tempo de pena máxima	20 anos	5 anos
Pontos chave de diferenciação das leis	Um dos primeiros países a instituir leis de informações privilegiadas e é o mais desenvolvido	O <i>insider trading</i> está diretamente associado a cultura do país no âmbito dos negócios

Verifica-se que as leis de informações privilegiadas no Brasil e nos EUA no que tange a elaboração são muito semelhantes, mas os mecanismos de aplicabilidade das normas de regulamentação diferem muito de um país para o outro. Os meios de imposição dos EUA são mais amplos e severos, não apenas em relação à execução pública, mas também à execução privada. Quando o Brasil escreveu seu próprio regulamento, tendo as leis dos EUA como

⁴⁴ THOMPSON, James H., *A Global Comparison of Insider Trading Regulations*. Macrothink Institute - International Journal of Accounting and Financial Reporting ISSN 2162-3082 2013, Vol. 3, No. 1

base, os legisladores decidiram não conceder à CVM poder de processo civil, além de não dar aos particulares o direito de entrar com uma ação coletiva. A ausência desses dispositivos, somada à baixa taxa de fiscalização do Brasil, é um obstáculo à eficiência do mercado, na medida em que apenas aumenta os incentivos impróprios de governança corporativa e contribui para a falta de confiança do investidor no mercado de valores mobiliários.

Os benefícios da regulamentação efetiva do uso de informações privilegiadas não são apenas sobre o comportamento do investidor, ou seja, quem investirá mais, mas também sobre o comportamento dos executivos que serão dissuadidos pela ameaça da ação judicial e por seus efeitos secundários. Devido às dificuldades de detectar tal crime, quando isso acontece, deve ser imposta uma punição adequada. Além disso, a aplicação da lei pode contribuir para resolver o problema da agência, corrigindo uma falha na relação entre remuneração e desempenho e, portanto, aumentando a responsabilidade do oficial. Como resultado, uma mensagem positiva será transmitida ao investidor, aumentando o crescimento econômico e, em última análise, o bem-estar social⁴⁵.

Por fim, resta claro que o uso de informações privilegiadas é atualmente difundido no Brasil e provavelmente continuará até que o governo aumente suas atividades de fiscalização. A incapacidade do governo de aplicar as leis de informações privilegiadas mais efetivas e punitivas é um reflexo da cultura do Brasil e da falta de treinamento em ética nos negócios. O combate ao *insider trading* no Brasil provavelmente coincidirá com a luta contra a corrupção. Como a corrupção neste país parece ser um fenômeno cultural em grande parte, pode levar muito tempo para ver mudanças significativas⁴⁶. Corrupção está inversamente relacionada à educação. Portanto, a batalha contra a corrupção e o uso de informações privilegiadas dependerá de o país ser capaz de apresentar políticas públicas educacionais sólidas e sustentáveis no futuro.

⁴⁵ MORAES, Livia Lenz. A comparative study of insider trading regulation and its enforcement in Brazil and the U.S. Revista Jurídica Empresarial 13 - 2010 - Página 176

⁴⁶ de Medeiros, Otavio Ribeiro, Insider Trading in the Brazilian Stock Market (August 18, 2009). Disponível em: < <https://ssrn.com/abstract=1457444> > ou < <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1457444>>. Acessado em: setembro / 2018.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente trabalho trouxe a conduta do uso desleal de informação privilegiada, discorrendo sobre pontos de abordagem do ponto de vista do tratamento legislativo que lhe é conferido, bem como sobre suas nuances, pressupostos e dificuldades de caracterização, também as suas consequências e mecanismos de prevenção.

Inicialmente apresentou o funcionamento da estrutura do mercado financeiro e de capitais para que posteriormente pudesse ser entendido o real impacto e enquadramento do ilícito de *insider trading*. O *insider trading* traduz abuso de uma situação de assimetria de informação, é ilícito de elevado potencial danoso, uma vez que tem impacto não apenas sobre a operação específica e as pessoas diretamente relacionadas, mas sobre a saúde do próprio mercado de capitais que tem como base a confiança dos investidores. Enquanto a assimetria de informação e cometimento de ilícitos como o *insider trading* persistir, menor será a confiança de potenciais novos investidores ingressarem no mercado financeiro. Traz uma instabilidade muito grande para o sistema financeiro, pois a economia do país depende da saúde do sistema financeiro, sobretudo do mercado financeiro uma vez que é nele em que as negociações mais importantes são feitas.

Diante dos casos em tela abordados e com base no nível regulatório e de coercibilidade legal imposta pela CVM, bem como a conduta ética e profissional dos *players* de mercado que utilizam da assimetria de informação consequentemente das mecânicas do *insider trading*, sustenta a percepção de que, embora exista uma estrutura institucional no Brasil para combater práticas de negociação com *insiders* no mercado de capitais, o efetivo sucesso e a disposição das autoridades em relação a essa forma de corrupção ainda está longe de ser eficiente. Uma das razões para isso é que o Brasil é um país com uma longa tradição de cultura de corrupção e a corrupção ainda é tolerada no país.

É claro que não podemos negar os esforços aplicados pela CVM bem como os legisladores no sentido de aumentar a transparência e o comportamento ético, mas a efetiva aplicação da lei contra o uso de informações privilegiadas parece exigir um esforço muito maior. Mais especificamente, a CVM não possui os meios materiais adequado e pessoal qualificado suficiente para monitorar uma grande parte das negociações do mercado de ações.

O combate ao *insider trading* no Brasil provavelmente será coincidente com a luta contra a corrupção. Como a sensação de que no Brasil a corrupção parece ser em grande parte um fenômeno cultural, pode levar muito tempo, possivelmente gerações, até que o país seja

capaz de ver mudanças significativas. Ao que parece, a corrupção está inversamente relacionada à educação. Portanto, a batalha contra a corrupção e o uso de informações privilegiadas dependerá de o país ser capaz de apresentar políticas educacionais públicas sólidas e sustentáveis no futuro.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

1. PINHEIRO, Juliano Lima. Mercado de capitais. – 8. ed. – São Paulo: Atlas, 2016.
2. YAZBEK, Otavio. Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais . 2ª ed., p. 126, Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.
3. BRASIL, Lei 6835 de 7 de dezembro de 1976. Disponível em: < http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385.htm >. Acesso em 20 de setembro de 2017
4. ASSAF NETO, Alexandre. Mercado Financeiro. 13 ed., p.96, Atlas, 2015.
5. 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*
6. MUSSNICH, Francisco Antunes Maciel. O insider trading no direito brasileiro. São Paulo: Saraiva, 2017
7. *Processo Administrativo Sancionador CVM n. RJ 2011/3665*, trecho do voto da Relatora Diretora Luciana Dias: Caso Aços Villares, j. em 3-4-2012. Rio de Janeiro: CVM, 2012.
8. CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas. 6. ed. São Paulo: Saraiva, 2014. v. 3
9. EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariadna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de capitais – regime jurídico. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.
10. EIZIRIK, Nelson. *Lei das S/A comentada*. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 370
11. 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.
12. Caso Sadia-Perdigão gera primeira condenação penal por uso de informação privilegiada. Disponível em: < <https://oglobo.globo.com/economia/caso-sadia-perdigao-gera-primeira-condenacao-penal-por-uso-de-informacao-privilegiada-2821605> > Acesso em: Novembro/2017.
13. MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. *O insider trading no direito brasileiro*. Dissertação (Mestrado em Direito da Regulação) - Escola de Direito do Rio de Janeiro, Fundação Getúlio Vargas - FGV, Rio de Janeiro, 2015.
14. *Fairness Opinion*. Disponível em: < <https://www.investopedia.com/terms/f/fairness-opinion.asp> > Acesso em: Janeiro/2018.

15. Units. Disponível em: < http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/servicos/market-data/consultas/mercado-a-vista/units/ > Acesso em: Janeiro/2018.
16. Tag along. Disponível em: < <http://parceirolegal.fcmlaw.com.br/contratos/tag-along-guia-definitivo/> > Acesso em: Janeiro/2018.
17. Processo Administrativo Sancionador CVM n. RJ 2009/13459, parágrafos 14 a 16, 7-11-2010. Rio de Janeiro: CVM, 2010).
18. Processo Administrativo Sancionador CVM n. RJ 2009/13459, parágrafo 31, voto do Relator Marcos Davidovich no Recurso Voluntário n. 13264, j. em 25-9-2013. Rio de Janeiro: CVM, 2013.
19. *Chinese wall*. GORMAN Christopher M. *Are Chinese Walls the Best Solution to the Problems of Insider Trading and Conflicts of Interest in Broker-Dealers?*- Fordham Journal of Corporate & Financial Law, Volume 9, Number 2, Article 5, p. 482 – 485.
20. *Risk arbitrage*. Disponível em: < <https://www.investopedia.com/terms/r/riskarbitrage.asp> >. Acessado em: Julho / 2018.
21. Processo Administrativo Sancionador CVM n. RJ 2013/11654, parágrafos 20-21, j. em 23-9-2014, voto da Relatora Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes. Rio de Janeiro: CVM, 2014.
22. Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2015/1591 – Voto do Diretor Relator Gustavo Borba em 26 de setembro de 2017.
23. CVM Condena Insider Secundário em caso Globex. Disponível em: < <https://capitalaberto.com.br/canais/pinheiro-neto/cvm-condena-insider-secundario-globex> >. Acessado em outubro / 2018.
24. Processo Administrativo Sancionador CVM nº 01/2014, Voto do Diretor Relator Gustavo Borba em 19 de junho de 2018.
25. Prisão de Wesley Batista é a primeira por insider trading no Brasil. Disponível em: < <https://epocanegocios.globo.com/Empresa/noticia/2017/09/prisao-de-wesley-batista-e-1-por-insider-trading-no-brasil.html> >. Acessado em outubro / 2018.
26. PINTO, Leonardo Arêba. A regulação das medidas defensivas contra aquisições hostis de sociedades anônimas. Mestrado em Direito e Políticas Públicas. Brasília: UniCEUB, 2017.
27. BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. REsp 1569171/SP, Rel. Ministro GURGEL DE FARIA, QUINTA TURMA, julgado em 16/02/2016, DJe 25/02/2016.

28. THOMPSON, James H., A Global Comparison of Insider Trading Regulations. Macrothink Institute - International Journal of Accounting and Financial Reporting ISSN 2162-3082 2013, Vol. 3, No. 1.
29. MORAES, Livia Lenz. A comparative study of insider trading regulation and its enforcement in Brazil and the U.S. Revista Jurídica Empresarial 13 - 2010 - Página 176.
30. de Medeiros, Otavio Ribeiro, Insider Trading in the Brazilian Stock Market (August 18, 2009). Disponível em: < <https://ssrn.com/abstract=1457444> > ou < <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1457444>>. Acessado em: setembro / 2018.