



FAMIG – FACULDADE MINAS GERAIS

**BRUNA CRISTINA DA SILVA FRANCO
CLÁUDIO HENRIQUE MARTINS SOARES
GABRIELLA MOREIRA CARVALHO SILVA**

***INSIDER TRADING: A EVOLUÇÃO LEGISLATIVA DA VIOLAÇÃO DE SIGILO
NAS GRANDES SOCIEDADES ANÔNIMAS***

Belo Horizonte

2020

Bruna Cristina Da Silva Franco
Cláudio Henrique Martins Soares
Gabriella Moreira Carvalho Silva

***INSIDER TRADING: A EVOLUÇÃO LEGISLATIVA DA VIOLAÇÃO DE SIGILO
NAS GRANDES SOCIEDADES ANÔNIMAS***

Monografia apresentada ao Curso de Direito da Faculdade de Minas Gerais (FAMIG), como requisito parcial para obtenção do grau de Bacharel em Direito.

Orientador: Prof. Dr. Carlos Mairink

Bruna Cristina Da Silva Franco
Cláudio Henrique Martins Soares
Gabriella Moreira Carvalho Silva

***INSIDER TRADING: A EVOLUÇÃO LEGISLATIVA DA VIOLAÇÃO DE SIGILO
NAS GRANDES SOCIEDADES ANÔNIMAS***

Monografia apresentada ao Curso de Direito da
Faculdade de Minas Gerais (FAMIG), como
requisito parcial para obtenção do grau de
Bacharel em Direito.

Prof. Carlos Mairink – Faculdade de Minas Gerais
(Orientador)

Prof. XXX – Faculdade de Minas Gerais
(Banca Examinadora)

Prof. XXX – Faculdade de Minas Gerais
(Banca Examinadora)

Belo Horizonte, XX de Dezembro de 2020.

*“Algumas coisas não podem ser contadas.
Ou você as vive, ou não.”
- Mike Flanagan*

AGRADECIMENTOS

O sentimento de dever cumprido não deveria ser exclusivo apenas de quem tem a responsabilidade de fazê-lo, mas extenso a todos que auxiliam e incentivam toda a caminhada. Esta monografia não teria sido finalizada sem essas pessoas que foram essenciais no meu desenvolvimento acadêmico.

Primeiramente, devo agradecer aos nossos pais, pessoas que sempre conduziram a criação com apoio, companheirismo e humildade, tendo crescido na vida pelo esforço próprio e, hoje, nos proporcionaram chegar onde estamos.

Aos meus companheiros de turma que passaram conosco por estes cinco anos de capacitação e suor, mas enfim chegamos ao topo da montanha.

A todos os meus familiares e amigos, sem os quais a caminhada teria sido mais difícil e menos prazerosa.

E, por fim, ao nosso orientador, Carlos Mairink, que nos apresentou o Direito Empresarial e deu a oportunidade de sermos seus alunos, dando incentivo para continuar buscando sempre melhorar para fazer a diferença no futuro profissional.

RESUMO

A regulamentação do mercado de capitais no Brasil não conta com solidez e unanimidade doutrinária acerca de seus dispositivos. Diante disso, o estudo de um dos ilícitos presentes no ordenamento jurídico brasileiro se mostra interessante para que se analise de que forma tem sido desenvolvida a prevenção e repressão aos crimes contra o mercado de capitais. O *insider trading* afeta não só o investidor que não tem acesso à informação privilegiada, mas todo o mercado por prejudicar a confiança daqueles que nele negociam. Esta monografia aborda as normas que constituem a prevenção e repressão ao *insider trading*, de forma a compreender o que representam e como elas tem evoluído para fortalecer a proteção do mercado de capitais, observando não só a legislação em si, mas casos recentes que tenham sido julgados pela Comissão de Valores Mobiliários – CVM e o caminho que as leis que envolvem o crime em questão está a tomar neste fortalecimento.

Palavras-chave: *Insider trading*. Uso indevido de informação privilegiada. Mercado de capitais. Comissão de Valores Mobiliários.

ABSTRACT

The regulation of the capital market in Brazil does not have solidity and doctrinal unanimity about its devices. Therefore, the study of one of the illicit crimes in the Brazilian legal system is interesting to analyze how prevention and repression of crimes against the capital market has been developed. The insider trading affects not only the investor who does not have access to inside information, but the entire market because it undermines the confidence of those who trade in it. This monograph discusses the norms that constitute the prevention and repression of insider trading, in order to understand what they represent and how they have evolved to strengthen the protection of the capital market, noting not only the legislation itself, but recent cases that have been judged by the Comissão de Valores Mobiliários - CVM and the path that the laws surrounding the crime in question are taking in this strengthening.

Keywords: Insider trading. Misuse of inside information. Capital market. Comissão de Valores Mobiliários.

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

CTRCP Comissão Temporária da Reforma do Código Penal

CMN Conselho Monetário Nacional

CVM Comissão de Valores Mobiliários

LSA Lei das Sociedades Anônimas

MP Ministério Público

MPF Ministério Público Federal

OPA Oferta Pública de Aquisição

SEC *Securities and Exchange Commission*

TRF Tribunal Regional Federal

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	09
2 CARACTERIZAÇÃO E HISTÓRIA DO <i>INSIDER TRADING</i>	11
2.1 Conceito	11
2.2 Histórico.....	13
3 A DIVERGÊNCIA DA PROIBIÇÃO DO <i>INSIDER TRADING</i>	16
3.1 A corrente a favor dos <i>insiders</i>.....	17
3.2 A corrente contra os <i>insiders</i>.....	18
4 O <i>INSIDER TRADING</i> NA LEGISLAÇÃO BRASILEIRA	19
4.1 A Lei 6.385/76.....	19
4.2 A Lei 6.404/76.....	21
4.3 As instruções da CVM.....	26
4.4 A responsabilidade civil	28
4.5 A evolução da responsabilidade administrativa	30
4.6 Surgimento da responsabilização penal.....	33
5 OCORRÊNCIAS DE <i>INSIDER TRADING</i> NO BRASIL	38
5.1 Caso Sadia x Perdigão.....	38
5.2 Caso OGX.....	40
5.3 Caso JBS.....	41
6 CONSIDERAÇÕES FINAIS	44
REFERÊNCIAS.....	49

1 INTRODUÇÃO

O mercado de capitais frequentemente sofre com crimes a partir da negociação de ações. Por tal motivo, existe uma preocupação frequente com o fluxo de informações privilegiadas no ambiente corporativo, visto que estas podem oferecer vantagens a respeito da compra ou venda de valores se não forem corretamente divulgadas ao mercado.

Ocorre que os crimes praticados contra o mercado de valores apresentam-se envoltos em inúmeras controvérsias doutrinárias e, por mais que os anos passem e o direito evolua, assim permanecem.

A obtenção de vantagens irregulares a partir da negociação de ações advindas de informações não divulgadas ao mercado tem sido alvo de estudo dos doutrinadores, agentes do mercado e do mundo acadêmico como um todo. A proibição do uso de informações privilegiadas, conhecida como *insider trading*, é um crime relativamente recente no ordenamento jurídico brasileiro, tendo sido objeto de exame nas esferas do direito societário, administrativo e penal.

Ao observar tais estudos, percebe-se a divergência de opiniões a respeito do *insider trading*: enquanto uns atribuem maior credibilidade ao mercado com a vedação do uso de tais informações, propiciando igualdade de oportunidades para quem negocia, outros defendem que a prática de negociar com informações privilegiadas resulta em mercados mais eficientes e não prejudicam investidores, visto que as negociações apresentam impessoalidade.

O Brasil inseriu em seu ordenamento a vedação à prática do uso de informação privilegiada em 1976, mas, embora ocorrida a inserção do combate ao uso de informação privilegiada no sistema jurídico brasileiro, observa-se que o país apenas seguiu a escolha dos Estados Unidos de vedar a negociação com privilégio informacional, importando conceitos e dispositivos legais estrangeiros, o que gerou intensa polêmica, uma vez que o ordenamento jurídico nacional difere do americano em inúmeros aspectos.

Nos últimos anos houve uma crescente relevância sobre o crime de *insider trading*, uma vez que, em maio de 2017, a grande sociedade JBS começou a ser investigada pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) pela prática do delito ao efetuar a venda de ações antes do vazamento da delação dos controladores da empresa.

O objetivo geral deste trabalho é compreender de que forma o ordenamento jurídico brasileiro tem evoluído para punir aqueles que praticam o crime de utilizar informações privilegiadas não divulgadas ao mercado de capitais para obter vantagens ilícitas para si ou para outrem, de forma que seja possível entender os distintos pontos da legislação referente ao *insider trading* e, assim, analisar se as inovações trazidas ao longo dos anos para ampliar e facilitar a punição atribuída através do instituto condizem com o dano causado pela prática do crime para a sociedade.

No primeiro capítulo, visando o entendimento do crime de negociações com informações privilegiadas, será apresentada sua conceituação em união com um histórico, para que se perceba a origem da vedação e da legislação acerca do crime.

O capítulo da Divergência na Proibição do *Insider Trading* apresentará de forma breve as divergências doutrinárias acerca do crime, observando as principais ideias da corrente que se posiciona a favor da utilização de informações privilegiadas em negociações com valores mobiliários e da contrária a este tipo de prática.

O capítulo sobre o *Insider trading* na legislação brasileira trará as principais normas reguladoras de prevenção e repressão da prática, demonstrando os avanços pelos quais o ordenamento jurídico brasileiro passou, além de analisar seus dispositivos com enfoque em diferentes âmbitos do direito, quais sejam civil, administrativo e penal.

Para complementar a análise, o último capítulo apresentará alguns dos principais casos de *insider trading* que ocorreram no Brasil, de forma a trazer uma reflexão para o leitor acerca da regulamentação sobre a vedação das negociações de valores mobiliários com informações privilegiadas até levá-lo às Considerações Finais deste trabalho, onde será concluído com a análise baseada em todo o estudo sobre o crime em questão.

2 CARACTERIZAÇÃO E HISTÓRIA DO *INSIDER TRADING*

2.1 Conceito

Faz-se necessário, antes de explorar o tema proposto, entender seu significado e abrangências. O *insider trading* é o ato de pessoas que tem acesso a informações relevantes e não divulgadas aos negócios da sociedade empresarial e, utilizando-se desta, busca obter lucro através de compra e venda de valores mobiliários.

Para Carvalhosa, a definição seria:

[...] qualquer operação realizada por um *insider*, com valores mobiliários de emissão da companhia, no período imediatamente seguinte ao conhecimento da informação relevante e antes que tal informação chegue ao público investidor pelos meios institucionais de divulgação adotados no mercado de capitais. (CARVALHOSA, 2009, p. 311)

A definição dada por Eizirik, sendo esta clássica, apresentada por Castellar, traz o *insider trading* como:

[...] é, simplificada, a utilização de informações relevantes sobre uma companhia, por parte das pessoas que, por força do exercício profissional, estão 'por dentro' de seus negócios, para transacionar com suas ações antes que tais informações sejam de conhecimento público. Assim, o *insider* 'compra ou vende no mercado a preços que ainda não estão refletindo o impacto de determinadas informações sobre a companhia, que são de seu conhecimento exclusivo. (CASTELLAR, 2008, p. 93)

O mesmo Eizirik traz ainda um exemplo, de forma a não só apresentar a teoria sobre o crime:

Por exemplo, e para tornar clara a figura do *insider trading*, mesmo correndo o risco da caricatura: o diretor da Companhia Aberta X, a qual dedica-se à prospecção de minério, sabendo que ela realizaria uma grande descoberta, passa a comprar no mercado as ações de sua emissão, sem notificar tal descoberta ao público. Após a divulgação pública da descoberta, que tem como consequência uma elevação na cotação em Bolsa das ações, o diretor passa a vender os títulos que havia comprado, ainda antes da 'alta'. Os lucros havidos, no caso, são evidentemente decorrentes da posse e utilização, em proveito próprio, de informação confidencial da empresa, a qual o *insider* havia tido acesso apenas pela posição que nela ocupava. (EIZIRIK, 1983, p. 43)

Logo, há que se observar que não existe grande variação na definição a respeito do *insider trading*, comumente chamado no Brasil de "uso de informações

privilegiadas”. Porém, tal expressão deve ser cuidadosamente utilizada, uma vez que nem toda operação de uso de informação privilegiada ocorre de forma indevida. Um administrador que negocia ações de forma a não ferir a política de negociações da companhia, por exemplo, não estaria agindo de forma ilícita.

Faz-se necessário entender em que área do direito societário se enquadra a prática do *insider trading*, pois não são todos os tipos de sociedade que participam do mercado de valores mobiliários. Logo, destacar as Sociedades Anônimas, ou Companhias, é essencial para a compreensão de quais são os títulos que possibilitam a prática deste crime e o que significam.

O conceito, segundo Waldo Fazzio Junior, seria:

Sociedade anônima ou companhia é a pessoa jurídica de direito privado, empresária por força de lei, regida por um estatuto e identificada por uma denominação, criada com o objetivo de auferir lucro mediante o exercício da empresa, cujo capital é dividido em frações transmissíveis, composta por sócios de responsabilidade limitada ao pagamento das ações subscritas. (FAZZIO, 2015, p.181)

As frações transmissíveis as quais o autor se refere seriam os valores mobiliários. É interessante diferenciá-los pois, ao ouvir tal termo, pode existir errônea interpretação ao entender que apenas as ações se enquadram na referida expressão.

Waldo Fazzio Junior define valores mobiliários como sendo:

Valor mobiliário é título de investimento que a sociedade anônima emite para a obtenção de recursos. É investimento social oferecido ao público pela companhia. (FAZZIO, 2015, p.269)

Logo, não são apenas as ações que estão dentro da abrangência de valores mobiliários, mas também as debêntures, bônus de subscrição, notas comerciais, cotas de fundos de investimento, dentre vários outros que se encontram na Lei 6.385 de 1976, com nova redação dada pela Lei 10.303 de 2001.

Aqui, vale ressaltar que as ações e as debêntures são os valores mobiliários com maior movimentação no mercado, ou seja, são mais vendidos e comprados por negociadores. Portanto, é interessante compreender seu significado para melhor compreensão das negociações na Bolsa de Valores e da sequência deste trabalho que terá os crimes contra valores mobiliários como principal ponto de observação e discussão.

Primeiro, as ações representam direitos e obrigações do acionista, sendo frações negociáveis na qual é dividido o capital social da sociedade anônima. Elas, portanto, significam a participação em uma sociedade anônima através de uma parte do capital social da companhia, tornando aquele que tem a propriedade deste valor mobiliário um sócio da empresa. Waldo Fazzio Junior define as ações da seguinte forma:

Ação é um título de investimento representativo de unidade do capital social da sociedade anônima, que confere a seu titular um regime próprio de direitos e deveres. É cada uma das frações, de igual valor, em que se divide o capital da companhia, mas também é título atributivo da condição de sócio. (FAZZIO, 2015, p. 270)

As debêntures, por outro lado, são títulos de dívida, com emissão realizada pela sociedade anônima, de médio a longo prazo. Ou seja, representam valores de dívidas relacionadas a empréstimo, as quais devem ser pagas com juros e correção monetária. Assim sendo, estas não tornam aquele que tem sua propriedade um sócio da empresa, com direito a voto e participação nos lucros, mas apenas o tornam credor de direito contra a sociedade anônima emissora da debênture. Para o mesmo Waldo Fazzio Junior sua definição seria:

Debêntures são títulos de massa, emitidos pelas sociedades por ações que asseguram, a seu titular, um direito de crédito contra a companhia, nas condições constantes da escritura de emissões e do certificado. (FAZZIO, 2015, p. 300)

2.2 Histórico

As práticas criminosas contra o mercado de ações existem desde o nascimento deste. No caso do *insider trading*, as primeiras ocorrências são do ano de 1930, nos Estados Unidos, devido à crise de 1929 que afetou os mercados. Como forma de reprimir tal prática, foram implementadas as *Securities Act* de 1933 e *Securities and Exchange Act* de 1934, de forma a promover controle mais integralizado pelas agências norte-americanas. Foi este segundo que criou a agência federal *Securities and Exchange Commission*, responsável por regular o mercado financeiro norte-americano.

No caso do Brasil, a legislação a respeito do mercado de capitais surgiu inspirada pela regulamentação norte-americana, criando um dispositivo que regulasse

o mercado acionário. Porém, por ser um ramo novo no país, a regulamentação era precária, não sendo capaz de vedar o uso de informações privilegiadas, por exemplo. Isso porque a legislação societária vigente (Decreto nº 2.627/1940) exigia demonstrações financeiras anuais, mas não exigia padronização, ou que essas fossem auditadas e publicadas.

Como importante ponto a se destacar acerca do *insider trading*, cabe aqui observar que o sistema jurídico brasileiro, utilizando do *civil law*, detém que o tipo penal deve ser específico, ou seja, proíbe que ele seja vago. Por outro lado, o sistema jurídico norte-americano é o *common law*, a qual deixa que as definições do tipo penal sejam mais flexíveis, uma vez que devem se basear em jurisprudências, independentemente de como sejam vagas as leis. Diante disso, Castellar faz sua análise:

Para fins de aplicação do Direito positivo este estado de coisas é especialmente deletério, pois os sistemas jurídicos dos dois países são essencialmente diferentes, [...], dando azo a que os conceitos e elementos normativos de origem alienígena, que são extremamente elásticos para nossos padrões, permeiem os tipos penais propiciando indesejável insegurança jurídica, [...]. (CASTELLAR, 2008, p. 93)

Foi apenas no ano de 1965 que foi criada a primeira norma a respeito do uso de informação privilegiada no Brasil: a Lei de Mercado de Capitais. Esta, em seu artigo 3º, inciso X, dava ao Banco Central a competência para “fiscalizar a utilização de informações não divulgadas ao público em benefício próprio ou de terceiros, por acionistas ou pessoas que, por força dos cargos que exerçam, a elas tenham acesso”. No entanto, como se pode observar nesta norma, não havia a proibição da prática do *insider trading*, ou seja, dizia respeito apenas à fiscalização e não à punição daqueles que agissem de forma a beneficiar-se com a utilização de informações privilegiadas.

Com a Lei de Mercado de Capitais o sistema jurídico brasileiro não demonstrou poder para promover um mercado de ações justo, eficiente ou seguro, sofrendo duras críticas de estudiosos americanos. Isso, porque haviam poucas companhias sendo negociadas que possuíam liquidez, além da estrutura regulatória precária. Logo, faltava ao investidor a informação básica para um investimento seguro.

Devido ao fraco mercado de ações, foi criado um sistema de incentivos fiscais no ano de 1967, por meio do Decreto 157 de 10 de fevereiro. Por este decreto, os contribuintes poderiam investir os valores devidos a título de imposto de renda no

mercado de capitais. Ocorre que, com tal facilidade de investimentos, incontáveis pessoas físicas foram levadas ao mercado acionário, o qual não poderia proteger estes investidores. Assim, houve imensa especulação nas bolsas de São Paulo e do Rio de Janeiro, visto que os investidores tinham esperança de obter altos rendimentos a curto prazo. O resultado foi a crise de 1971.

Com a crise de 1971, observou-se que o Banco Central não estaria apto para regular o mercado de valores mobiliários, o que fez surgir a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) em 1976, através da Lei nº 6.385. Este seria o órgão especializado para regulação do mercado de valores mobiliários, sendo uma autarquia ligada ao Ministério da Fazenda, tendo a função de, sob coordenação do Conselho Monetário Nacional (CMN), disciplinar o mercado de títulos privados.

Para regular o mercado de valores mobiliários, a CVM deveria fiscalizar a veiculação de informações relativas ao mercado, além das pessoas participantes e valores negociados. Mas, além desta função, haveria também a competência para punir irregularidades praticadas pelos agentes do mercado.

Também no ano de 1976 foi criada a Lei de Sociedades por Ações (Lei nº 6.404/1976), a qual exigia a padronização das demonstrações financeiras, além de determinar a divulgação pela imprensa das mesmas.

Assim, a legislação brasileira iniciava sua preocupação com a segurança e regulamentação do mercado de capitais. A lei acionária de 1976 foi o marco inicial na vedação da prática do *insider trading*, tendo baseado sua norma a respeito do tema no *standard of loyalty* (dever de lealdade) do direito norte-americano. Tal dever obrigava o administrador a servir a companhia sendo leal, ou seja, proibindo que este satisfaça suas necessidades pessoais em primeiro lugar.

O instituto citado ainda determina que o administrador deve manter sigilo da informação relevante ainda não divulgada e a vedação de obtenção de vantagem com a mesma. Além disso, este deve zelar para que o sigilo e a não utilização da informação privilegiada sejam obrigações cumpridas por seus funcionários ou terceiros. Para tal, o administrador deve informar a sua titularidade de valores mobiliários de emissão da companhia e divulgar ao mercado quaisquer decisões da companhia que possam influenciar de modo geral a decisão do investidor de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela mesma.

Caso o administrador violasse tais regras, caberia indenização para o investidor lesado, independentemente de ter sido passada informação falsa, sigilo ou utilização de informação em benefício próprio.

3 A DIVERGÊNCIA NA PROIBIÇÃO DO *INSIDER TRADING*

A doutrina tem sido o principal meio de estudo interpretativo da lei, uma vez que não há, no Brasil, grande número de jurisprudências nas quais os estudiosos e legisladores possam se basear para desenvolver novos meios de repressão. Além disso, é na doutrina que se apresentam as variações de ideias acerca da legislação e, portanto, de criação de entendimentos sobre o ordenamento jurídico.

Observando o mercado financeiro, tais legislações, em todo o mundo, exigem sempre mais transparência da administração e divulgação mais eficiente de fatos que possam influenciar os valores mobiliários.

No Brasil, o artigo 4º, VI, da Lei 6.385/76 apresenta o princípio do *full disclosure*, ou seja, da informação completa. Este dispositivo traz que a CVM deve, ao exercer suas funções, garantir o amplo acesso a informações sobre valores mobiliários ao público, sejam estes negociados ou emitidos pelas companhias. Isso porque, ao garantir a informação ao investidor, dá a ele a possibilidade de ter sua decisão sobre a negociação influenciada por ela. Assim traz Proença:

A relevância da regulação da informação no mercado de capitais justifica-se, portanto, no sentido de ser esta um meio eficaz de proteção do investidor, já que o habilita a tomar conscientemente, ao menos, em tese, as suas decisões de investimento. (PROENÇA, 2005, p. 134)

Aqui, percebemos que o princípio do *full disclosure* garante o funcionamento e, mais que isso, proporciona a igualdade na existência do mercado de valores mobiliários. Além disso, o acesso às informações para um investimento, conhecendo os riscos e probabilidades existentes, fornece um desenvolvimento do mercado de capitais, uma vez que pode servir como um incentivo ao investidor.

Um número maior de informações, sendo estas mais confiáveis, pode ter como resultado decisões mais racionais, trazendo preços melhores elaborados e beneficiar a economia do país.

Para tanto, o mercado de capitais deve ser regulado, pelo Estado ou por entidade reguladora, trazendo normas para proteger e fiscalizar os investidores. É deste ponto que se deve observar que nem sempre haverá consenso entre os estudiosos do mercado de capitais. Aqui serão apresentadas duas correntes que divergem acerca da proibição da utilização de informações privilegiadas em negociações no mercado de valores mobiliários: os contra e os a favor deste uso.

3.1 A corrente a favor dos *insiders*

A favor da utilização de informações que não são públicas, Henry G. Manne publicou em 1966 sua obra *Insider Trading and the Stock Market*, a qual deu origem a uma nova escola norte-americana: a escola de Análise Econômica do Direito. Esta seria um movimento que estudaria as ciências econômica e jurídica, visando reformular, através de análises, o sistema jurídico societário.

Embora não tenham sido acatadas pela legislação, as ideias de Manne tiveram grande importância para a lei societária e o mercado de capitais, uma vez que acendeu o interesse de novos estudos voltados para a área financeira. Visando mais eficiência para o mercado de capitais, esta corrente trouxe dois argumentos para alegar que o *insider trading* teria benefícios para a sociedade e economia, sendo prejudicial sua proibição.

A princípio, alegavam que a negociação com a utilização de informações privilegiadas teria reflexo positivo no valor do título negociado, uma vez que sua cotação se aproximaria do valor correspondente real. Este seria o valor que o título atingiria se todas as informações relevantes tivessem sido divulgadas a princípio. Assim, pensava-se que o mercado de valores seria beneficiado com preços mais precisos, concluindo que ele seria mais eficiente com a prática do *insider trading*, o que justificaria sua legalização.

O segundo ponto que argumentavam é que o *insider trading* possibilitaria que os executivos tivessem remuneração eficiente, pois poderiam produzir informações que agregassem valor à sociedade acionária. Logo, a negociação com utilização de informações relevantes traria benefícios às companhias, representando maior incentivo para que os executivos buscassem mais oportunidades para aumentar o valor de suas ações e, por consequência, da companhia.

Ocorre que tal corrente não é a majoritária nem mesmo nos Estados Unidos e, portanto, não tem sido amplamente estudada no mercado de capitais do Brasil, uma vez que o ordenamento jurídico brasileiro se inspirou no norte-americano para regulamentar o mercado de valores.

3.2 A corrente contra os *insiders*

Ao observar o *insider trading* e as constantes alterações em suas normas, pode-se perceber que se trata de norma recente, tendo maior relevância no Brasil a partir dos anos 2000. Isso porque a repressão ao uso de informações privilegiadas ainda é motivo de discussões doutrinárias, não havendo unanimidade na proibição desta prática. Portanto, aqui serão abordados os argumentos daqueles que são contra a utilização de informações privilegiadas em negociações no mercado de valores mobiliários, observando aspectos de relevância ética e econômica.

Os aspectos de ordem ética seriam aqueles que observam o princípio da igualdade no acesso às informações. Já os aspectos econômicos teriam relação com a confiança dos investidores, além da eficiência do mercado. Com base nestes pontos, entende-se que a divulgação ampla e a transparência das informações se garante como principal objetivo a ser buscado pela regulamentação do mercado financeiro.

Ocorre que, havendo uma informação que possa colocar em risco a companhia, os responsáveis pela divulgação podem retê-la, ou seja, não divulgá-la de imediato. Aqui, a corrente contra o *insider trading* enxerga que é legítima a proibição para que não se utilize desta referida retenção de forma descontrolada, evitando o benefício individual de administradores e terceiros relacionados.

Extinguir a proibição à prática do *insider trading* poderia perturbar a transparência das informações e, assim, a ampla divulgação, pois poderia originar incentivos para que o momento das divulgações fosse manipulado, visando obter vantagens pela negociação de valores da companhia antes da informação se tornar pública.

Na questão de relevância ética, a corrente contra o *insider trading* entende que, mesmo que a negociação com a utilização de informações privilegiadas aumentasse a eficiência do mercado, seria condenável por serem os ganhos provenientes de comportamento desigual e “injusto”.

Assim, entende-se que existe um desequilíbrio entre aquele que obtém ou pode obter a vantagem pela prática do *insider trading* e os outros investidores do mercado, o que faz ser condenável, do ponto de vista ético, esta obtenção de lucros proveniente de informações não públicas.

Com base nestas ideias, o *insider trading* é visto pela corrente contrária como prejudicial aos investidores por induzi-los a negociar por um preço diferente do que seria a realidade, ou um “preço errado”. Além disso, tal risco faria com que o investidor perdesse sua confiança no mercado de capitais, podendo evitar negociar no mesmo. Embora nenhuma das correntes tenha comprovado empiricamente suas ideias, a contrária à prática do *insider trading* é a que tem maior força no mercado de capitais no Brasil e no mundo, tornando a utilização de informações privilegiadas uma prática contra o mercado de valores e, portanto, sendo mais reprimida ao longo dos anos.

O INSIDER TRADING NA LEGISLAÇÃO BRASILEIRA

Continuando o estudo do crime de *insider trading* no Brasil, surge a necessidade de apresentar as mutações que resultaram nas novas formas de tratamento desta prática na legislação nacional.

4.1 A Lei 6.385/76

Para disciplinar e fiscalizar o mercado de capitais, surgiu em 1976 a Lei 6.385, criando a Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Esta é uma autarquia que tem vínculo com o Ministério da Fazenda, tendo personalidade jurídica própria, autoridade administrativa independente, não apresentando subordinação hierárquica e sendo financeiramente autônoma.

Esta Comissão surgiu para que se desenvolvesse economia fundamentada na livre iniciativa, de forma a defender investidores, em especial os acionistas minoritários, além de todo o mercado de valores mobiliários. Assim, a CVM busca levar ao mercado condições seguras e possibilidade de desenvolvimento para torná-lo eficaz na capitalização de empresas e distribuição de propriedades e renda, vez que o público pode ter acesso a informações sobre negociações de valores mobiliários e, portanto, participação aumentada na área.

Com a criação, foi atribuída à CVM a competência para expandir o conceito de *insider trading* que a Lei 6.404/76 apresentou ao mercado acionário brasileiro. Assim, casos de *insider trading* seriam os que houvessem inegavelmente alguma prática não equitativa no mercado, ou seja, a utilização de informação relevante não divulgada ao mercado acionário, com compra ou venda de ações, de forma a gerar uma vantagem para o praticante do ato.

Logo, observa-se que a prática do *insider trading* gera um desequilíbrio que é prejudicial para um dos participantes da negociação, além de terceiro investidor e da credibilidade do mercado. A CVM, portanto, pode definir práticas e métodos que devem ser observados no mercado, além de operações fraudulentas, podendo ampliar a definição de *insider trading*, conforme artigo 18, II, alíneas “a” e “b”:

Artigo 18. Compete à Comissão de Valores Mobiliários:
II – definir:

- a) as espécies de operação autorizadas na bolsa e no mercado de balcão; métodos e práticas que devem ser observados no mercado; e responsabilidade dos intermediários nas operações;
- b) a configuração de condições artificiais da demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, ou manipulação de preço; operações fraudulentas e práticas não equitativas na distribuição ou intermediação de valores. (BRASIL, 2002)

No ano de 2001, a Lei 10.303 foi promulgada e atingiu as Leis 6.385/76 e 6.404/76. Desta forma, embora o combate ao *insider trading* tenha se iniciado em 1979 com a Instrução nº 08/79 e reforçado com a Instrução nº 31/84, foi apenas em 2001 que os investidores passaram a ser protegidos contra o uso de informações privilegiadas de forma expressa na lei:

Artigo 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 ao mercado de valores mobiliários. (BRASIL, 2001)

Ademais, a grande inovação trazida pela Lei nº 10.303/01 a respeito da luta contra o *insider trading* foi a inclusão do artigo 27-D, o qual começou a criminalizar o uso de informação privilegiada por pessoas que teriam acesso a tais informações relevantes e confidenciais e que deviam manter sigilo:

Artigo 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. (BRASIL, 2001)

Ocorre que, como se pode perceber pelo *caput* do artigo citado, só poderiam ser considerados sujeitos ativos do crime de *insider trading* aqueles que tivessem acesso a tal informação relevante, tivessem condições de chegar à conclusão de que esta era relevante ou não e, por fim, estivessem obrigados a manter sigilo sobre tal informação. Estes são chamados de *insiders primários*. Com o passar dos anos e as

constantemente discussões a respeito do sujeito do crime, o legislador optou por alterar a redação do artigo e, com isso, expandir as pessoas que poderiam ser punidas, conforme será observado mais adiante neste trabalho.

4.2 A Lei 6.404/76

A Lei 6.404 de 1976, conhecida como Lei das Sociedades por Ações, foi uma inovação para a defesa dos acionistas em sua redação original, uma vez que trouxe normas preventivas e, pela primeira vez, repressivas para combater o *insider trading*. Esta novidade traria ao mercado acionário brasileiro mais possibilidade para que as empresas desenvolvessem economia mais sólida e segura.

Conforme observa Castellar:

Será somente com o advento da Lei nº 6.404/76 que se encontrará preceito legal sistematicamente contextualizado, de modo a estabelecer os deveres e responsabilidade civil e administrativa dos *insider* (detentores das informações privilegiadas), e que inequivocamente inspirou o tipo penal. (CASTELLAR, 2008, p. 91)

Inicialmente, observando os dispositivos de natureza preventiva, pode-se perceber que a nova lei acionária se baseou no direito societário norte-americano, adequando o “*duty of disclosure*”, ou dever de informar, para as sociedades acionárias. Com base no dever de informar, vê-se o artigo 157 da Lei 6.404/76:

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

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

- 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.

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

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

deliberação da 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.

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

§6º Os administradores da companhia aberta deverão informar imediatamente, nos termos e na forma determinados pela Comissão de Valores Mobiliários, a esta e às bolsas de valores ou entidades do mercado de balcão organizado nas quais os valores mobiliários de emissão da companhia estejam admitidos à negociação, as modificações em suas posições acionárias na companhia. (BRASIL, 2001)

Neste dispositivo, observa-se a exigência de que os administradores da sociedade acionária tornem pública a quantidade de ativos que tenham sido emitidos pela companhia, independente da espécie. Aqui se apresenta um ponto que permite a investigação de práticas de *insider trading*. Proença faz sua análise acerca do artigo e ainda cita Müssnich para complementar sua ideia:

Sem dúvida, o dispositivo constrange, em parte, a tentação de *insider trading* por parte dos administradores, ao combinar, com a prestação de informações de suas transações com ativos de emissão daquela. Por conseguinte, 'da leitura do art. 157, depreende-se também, entre outras coisas, que o mesmo obrigou aos administradores divulgarem imediatamente toda e qualquer informação relevante sobre a empresa e criou para os acionistas que a solicitem o dever de não utilizá-la em fins outros que não os do legítimo interesse de empresa' [...]. (PROENÇA, 2005, p. 278)

Foi apenas com a inserção do §6º, com texto incluído pela Lei 10.303/2001, que a regra do artigo 157 se tornou eficaz. Com o acréscimo do parágrafo em questão, os administradores ficaram obrigados a informar à CVM e às bolsas de valores quaisquer alterações nas posições acionárias da companhia imediatamente. Logo, criou-se um monitoramento das movimentações administrativas no mercado acionário, de forma permanente, por negociações na bolsa de valores, seja com ações, seja com valores mobiliários de emissão da companhia.

Os administradores da companhia devem, ainda, divulgar imediatamente ao mercado acionário qualquer fato relevante que tenha ocorrido na mesma e que possa alterar ou reforçar a decisão de investidores para vender ou comprar valores mobiliários de sua emissão. Assim, o §4º busca a prevenção para que administradores não atrasem a divulgação de informações relevantes, evitando que estes possam se aproveitar com a negociação de valores que não tenham o preço alterado por tais informações.

A Lei 6.404/76 trouxe mais dispositivos que apresentam caráter preventivo acerca do *insider trading*. São os artigos 116-A e 260. O primeiro foi incluído pela Lei 10.303/01, de forma a melhorar os métodos de combate ao crime contra o mercado acionário, de forma semelhante ao §4º do artigo 157. Assim, o legislador procurou expandir o dever de divulgar as alterações de posições acionárias ao acionista controlador e grupo de acionistas que elegem membros do conselho fiscal ou de administração, uma vez que estes estão inseridos na companhia e, portanto, mais possibilitados de ter conhecimento de informações relevantes sobre a sociedade acionária:

Artigo 116-A. O acionista controlador da companhia aberta e os acionistas, ou grupo de acionistas, que elegerem membro do conselho de administração ou membro do conselho fiscal, deverão informar imediatamente as modificações em sua posição acionária na companhia à Comissão de Valores Mobiliários 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, nas condições e na forma determinadas pela Comissão de Valores Mobiliários. (BRASIL, 2001)

Logo, de forma a impossibilitar que acionistas se aproveitem de informações sigilosas das quais tenham conhecimento através de negociações anteriores à divulgação a público, a Lei 6.404/76 começou a exigir que estes informem modificações e suas posições acionárias à CVM e à Bolsa de Valores e, assim, permitindo um monitoramento de movimentações anormais com ações emitidas pelas companhias pelos órgãos citados.

O artigo 260 da Lei 6.404/76 é também um elemento preventivo quanto ao uso de informações privilegiadas para obtenção de lucros, pois prevê a manutenção do sigilo na iminência de oferta de permuta, visando evitar o aproveitamento de tal informação. O artigo prevê:

Artigo 260. Até publicação da oferta, o ofertante, a instituição financeira intermediária e a Comissão de Valores Mobiliários devem manter sigilo sobre a oferta projetada, respondendo o infrator pelos danos que causar. (BRASIL, 1976)

A nova lei acionária também baseou suas normas repressivas no direito norte-americano, vindo a utilizar do dever de lealdade (*standard of loyalty*) para o ordenamento societário. O dever de lealdade seria a incumbência do administrador de agir com lealdade à companhia, proibindo o mesmo de colocar seus interesses pessoais a frente dos da sociedade acionária.

Artigo 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. (BRASIL, 1976)

Observando ainda o mesmo dispositivo legal, demonstra a obrigação do administrador de manter o sigilo de uma informação relevante que não tenha sido divulgada ao mercado, sendo vedada a compra ou venda de valores mobiliários referentes a tal informação. Cabe também ao administrador ter cuidado para que o sigilo e a não utilização de tal informação sejam mantidos também por seus subordinados e terceiros que tenham ligação por confiança. O investidor que venha a ser lesado tem o direito de ser indenizado pelo administrador que violar as regras dispostas no artigo 155.

Artigo 155, §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. (BRASIL, 2001)

Aqui, deve-se observar que houve uma reforma na Lei das Sociedades por Ações promovido pela Lei nº 10.303 de 2001. Até esta reforma, apenas o §1º do Artigo 155 era responsável por vedar o uso de informações privilegiadas. Isso gerou variadas críticas da doutrina, pois o dispositivo em questão imputava a prática do *insider trading* somente aos administradores, subordinados e terceiros de confiança.

Ainda seria possível acrescentar ao rol de imputados os membros do conselho de administração e diretores, conforme artigo 145 da Lei 6.404/76:

Artigo 145. As normas relativas a requisitos, impedimentos, investidura, remuneração, deveres e responsabilidade dos administradores aplicam-se a conselheiros e diretores. (BRASIL, 1976)

Além disso, mais uma extensão referente às vedações e responsabilidades aplicáveis aos administradores era possível, colocando membros de quaisquer órgãos criados pelo estatuto, que tivessem relação de conselheiro com os administradores ou que tivessem funções técnicas, conforme artigo 160 da Lei 6.404/76.

Artigo 160. As normas desta Seção aplicam-se aos membros de quaisquer órgãos, criados pelo estatuto, com funções técnicas ou destinados a aconselhar os administradores. (BRASIL, 1976)

O artigo 165 da Lei 6.404/76 estende ainda mais as responsabilidades e vedações, prevendo que os membros do conselho fiscal têm deveres iguais aos administradores, respondendo por danos que seus atos omissivos ou praticados com culpa ou dolo para com o dever possam ocasionar.

Artigo 165. Os membros do conselho fiscal têm os mesmos deveres dos administradores de que tratam os arts. 153 a 156 e respondem pelos danos resultantes de omissão no cumprimento de seus deveres e de atos praticados com culpa ou dolo, ou com violação da lei ou do estatuto. (BRASIL, 2001)

Logo, esses dispositivos elencavam aqueles agentes que poderiam ser responsabilizados por violações referentes ao §1º do Artigo 155 da Lei 6.404/76. Seriam eles os membros do conselho de administração, os da diretoria, os de quaisquer órgãos criados pelo estatuto, com funções técnicas ou destinados a aconselhar os administradores e os do conselho fiscal.

Foi com a reforma da Lei das Sociedades por Ações, pela Lei 10.303/2001 que a vedação passou a abranger qualquer pessoa que venha a ter acesso à informação privilegiada, utilizando-a para obter vantagem própria ou para terceiro, no mercado acionário. Assim, o §4º do artigo 155 que teve sua redação dada pela reforma, estipulou que, mesmo pessoas que não tivessem diretamente relações com a companhia, poderiam ser responsabilizadas por *insider trading*.

Artigo 155, §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. (BRASIL, 2001)

Com base nesta nova inserção, vale observar as considerações de Carvalhosa acerca da inserção deste §4º e das implicações que trouxe para a caracterização do agente praticante do *insider trading*:

[...] Assim, por força do novo §4º do art. 155, o *insider* será, também a pessoa que, em conluio ou mesmo por negligência do administrador, efetivamente se aproveita das informações privilegiadas para obter ganhos ou evitar prejuízos, mediante a compra e/ou a venda precipitada de valores mobiliários de emissão da companhia, os quais, necessariamente, seriam negociados em outras bases ou simplesmente não o seriam se o público investidor tivesse simultaneamente conhecimento dessas mesmas informações. (...) Desse modo, será considerada *insider* qualquer pessoa que, em decorrência do exercício de funções na sociedade ou no mercado ou mesmo por circunstâncias especiais de acesso à administração da companhia, venha a deter, antes dos demais acionistas, investidores ou agentes e operadores do mercado de capitais, informações relevantes, relativas aos negócios e ao estado da companhia. (CARVALHOSA, 1998, p. 294)

4.3 As instruções da CVM

Com o surgimento da CVM, a fiscalização e a aplicação de penalidades quanto à utilização de informações privilegiadas para obtenção de benefício próprio deixou de ser outorgada ao Banco Central, tornando-se de competência da Comissão. Diante disso, no ano de 1979, a CVM apresentou a Instrução 08/1979, a qual visava vedar práticas que resultassem, direta ou indiretamente, um tratamento para uma das partes que participasse de negociações com valores mobiliários que pudesse criar uma desigualdade em relação aos demais negociadores. Tais práticas eram conhecidas como “não equitativas”.

I, Instrução CVM nº 08/1979: É vedada aos administradores e acionistas de companhias abertas, aos intermediários e aos demais participantes do mercado de valores mobiliários, a criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, a manipulação de preço, a realização de operações fraudulentas e o uso de práticas não equitativas.

Mais adiante, no ano de 1984, a CVM publicou uma nova instrução: nº 31/1984. Esta passou a prever com mais clareza e objetividade acerca de utilização e divulgação de informações privilegiadas sobre as companhias abertas, apresentando da conceituação de ato relevante até as punições cabíveis à época. Nesta, já era trazido o dever de comunicar ato relevante e até o de guardar sigilo sobre este, até que fosse divulgado ao mercado de valores mobiliários.

Em 2002 surgiu a Instrução 358/02, a qual revogou as anteriores e, com esta, a vedação da prática do *insider trading* se estendeu, uma vez que ficou expresso o dever de não negociar com informações privilegiadas para pessoas além dos administradores. Ou seja, a norma ampliou as pessoas que poderiam ser responsabilizadas pelo uso de informação privilegiada, incluindo quem tivesse acesso à tais informações diretamente ou indiretamente, independente de cargo ou função.

Determinou ainda que a divulgação da informação guardada em sigilo deveria ser imediata se ocorresse o vazamento da mesma ou se os preços de valores mobiliários sofressem uma alteração atípica.

Instrução CVM nº 358/2002. Artigo 13. Antes da divulgação ao mercado de dato 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.

§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 aqueles que tenham relação comercial, profissional ou de confiança com a companhia, tais como auditores 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.

Em 2002 surgiu a Instrução 358/02, a qual revogou as anteriores e, com esta, a vedação da prática do *insider trading* se estendeu, uma vez que ficou expresso o dever de não negociar com informações privilegiadas para pessoas além dos administradores. Ou seja, a norma ampliou o rol de pessoas que poderiam ser responsabilizadas pelo uso de informação privilegiada, incluindo quem tivesse acesso à tais informações diretamente ou indiretamente, independente de cargo ou função. Determinou ainda que a divulgação da informação guardada em sigilo deveria ser imediata se ocorresse o vazamento da mesma ou se os preços de valores mobiliários sofressem uma alteração atípica.

Embora tenha, com o passar dos anos, sofrido alterações pontuais em alguns dispositivos, nenhuma mudança foi direcionada às negociações com valores mobiliários e sua vedação, mantendo, portanto, a Instrução 358/02 da CVM, até o presente momento como a principal regulamentação sobre a proibição de negociações com valores mobiliários, juntamente com as Leis 6.385/76 e 6.404/76.

4.4 A responsabilidade civil

Numa primeira observação acerca da responsabilidade civil, percebe-se que há, no §2º do artigo 155 da Lei 6.404/76 a exigência de que o administrador tenha devido cuidado com a utilização de informações relevantes que não tenham sido divulgadas ao mercado, zelando para que tal divulgação não ocorra por subordinados nem terceiros de confiança. Se vier a ocorrer, poderão ser aplicadas penalidades impostas pela CVM e caberá ação indenizatória que venha a ser promovida por aqueles que tenham sido prejudicados, tanto contra o administrador como contra o infrator.

No referido artigo vê-se também o §3º que dá ao prejudicado o direito de requerer perdas e danos do infrator, uma vez que tenha sido causado o prejuízo através de compra ou venda de valores mobiliários infringindo os §§ 1º e 2º do artigo 155 da Lei 6.404/76.

Logo, para que seja possível requerimento de perdas e danos mediante indenização por procedimento de compra e venda com valores mobiliários, deve haver transgressão dos §§ 1º e 2º do artigo 155. Diante disso, como o §1º atribui o exercício do *insider trading* apenas aos administradores, sendo que estes ainda devem respeitar o dever de sigilo, e o §2º impõe que também devem zelar para que seus subordinados ou terceiros de confiança não violem tais deveres, o dispositivo citado restringia a responsabilidade civil relacionada à prática crime apenas a estes.

Portanto, observando o disposto nos dispositivos, apenas seriam obrigados a reparação civil dos prejuízos que tenham causado pelo crime de *insider trading* os administradores, os subordinados destes e terceiros de confiança.

Com base nesta exposição, EIZIRIK entende que:

[...] a responsabilidade na esfera civil existe apenas para os *insiders* que efetivamente estão dentro da companhia (administradores, diretores, acionistas controladores e empregados da empresa) eis que somente a eles a Lei das S/A atribui o 'dever de informar'. (EIZIRIK, 1984, p. 43)

Vale ressaltar que esta análise de Eizirik antecede a reforma promovida pela Lei 10.303/01 que alterou e trouxe novidades à Lei 6.404/76. Após tal reforma, foi inserido o §4º no artigo 155 desta Lei, o qual passaria a vedar que qualquer pessoa possa utilizar informações privilegiadas, não limitando a prática do crime aos administradores, seus subordinados e terceiros de confiança.

Logo, devido à análise do artigo 155 e parágrafos, qualquer agente que fizesse uso de informação privilegiada para obter vantagens em negociações com valores

mobiliários poderia ser cobrado para que reparasse, com perdas e danos, a pessoa que foi prejudicada.

Não é apenas o terceiro prejudicado que pode ajuizar ação contra o agente que praticou o crime de *insider trading*. Observando os artigos 158 e 159 da Lei 6.404/76, a companhia que emitiu os valores mobiliários tem poder para propor a ação de responsabilidade civil, de forma a ser reparada pelos danos sofridos, destacando se o ato criminoso foi praticado por administrador da mesma. Isso porque os danos causados podem ser oriundos da divulgação do fato para o público, o que geraria uma publicidade prejudicial.

Artigo 158. O administrador não é pessoalmente responsável pelas obrigações que contrair em nome da sociedade e em virtude de ato regular de gestão; responde, porém, civilmente, pelos prejuízos que causar, quando proceder:

I – dentro de suas atribuições ou poderes, com culpa ou dolo;

II – com violação da lei ou do estatuto.

§5º Responderá solidariamente com o administrador quem, com o fim de obter vantagem para si ou para outrem, concorrer para a prática de ato com violação da lei ou do estatuto.

Artigo 159. Compete à companhia, mediante prévia deliberação da assembleia geral, a ação de responsabilidade civil contra o administrador, pelos prejuízos causados ao seu patrimônio. (BRASIL, 1976)

Encerrando a análise da responsabilidade civil da prática do *insider trading*, deve-se observar que a Lei 7.913 de 7 de dezembro de 1989, em seu artigo 1º, inciso II, prevê a possibilidade de que o Ministério Público (MP) postule, mediante ação civil pública, o ressarcimento referente aos danos causados pela prática do crime.

Artigo 1º. Sem prejuízo da ação de indenização do prejudicado, o Ministério Público, de ofício ou por solicitação da Comissão de Valores Mobiliários – CVM, adotará as medidas judiciais necessárias para evitar prejuízos ou obter ressarcimento de danos causados aos titulares de valores mobiliários e aos investidores do mercado, especialmente quando decorrerem de:

II – compra ou venda de valores mobiliários, por parte dos administradores e acionistas controladores de companhia aberta, utilizando-se de informação relevante, ainda não divulgada para conhecimento do mercado ou a mesma operação realizada por quem a detenha em razão de sua profissão ou função, ou por quem quer que a tenha obtido por intermédio dessas pessoas; (BRASIL, 1989)

Portanto, o pedido de reparação referente aos danos que tenham sido causados pelo uso de informação privilegiada em negociações com valores mobiliários não cabe apenas ao investidor lesado, mas também ao MP. Além disso, conforme se observa no artigo 2º da mesma lei, o montante recolhido pela condenação é revertido ao investidor lesado na extensão do seu prejuízo.

Artigo 2º. As importâncias decorrentes da condenação, na ação de que trata

esta Lei, reverterão aos investidores lesados, na proporção de seu prejuízo.
(BRASIL, 1989)

4.5 A evolução da responsabilidade administrativa

Na área administrativa, destaca-se a previsão do artigo 4º, IV, “c” da Lei 6.385/76, o qual já foi apresentado anteriormente, tendo sido incluído no ano de 2001 pela Lei 10.303/01 para atribuir à CVM a proteção dos investidores e titulares de valores mobiliários contra a utilização de informações privilegiadas não divulgadas ao mercado.

Visando o cumprimento deste objetivo, a mesma Lei 6.385/76 ganhou nova redação para o inciso V, atingindo também o disposto no VI, de forma a atribuir a competência para a CVM de, observando também o artigo 11, aplicar penalidades aqueles que não respeitarem normas desta, além da Lei 6.404/76 e outras normas legais que fiscalizam o mercado de valores mobiliários.

Artigo 9º. A Comissão de Valores Mobiliários, observado o disposto no § 2º do art. 15, poderá:

V – apurar, mediante processo administrativo, atos ilegais e práticas não equitativas de administradores, membros do conselho fiscal e acionistas de companhias abertas, dos intermediários e dos demais participantes do mercado;– aplicar aos autores das infrações indicadas no inciso anterior as penalidades previstas no Art. 11, sem prejuízo da responsabilidade civil ou penal.

§2º O processo, nos casos do inciso V deste artigo, poderá ser precedido de etapa investigativa, em que será assegurado o sigilo necessário à elucidação dos fatos ou exigido pelo interesse público, e observará o procedimento fixado pela Comissão.

Artigo 11. A Comissão de Valores Mobiliários poderá impor aos infratores das normas desta Lei, da Lei das Sociedades por Ações, das suas resoluções, bem como de outras normas legais cujo cumprimento lhe incumba fiscalizar as seguintes penalidades:

I – advertência;

II – multa;

III – suspensão do exercício do cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários;

IV – inabilitação temporária, até o máximo de vinte anos, para o exercício dos cargos referidos no inciso anterior;

V – suspensão da autorização ou registro para o exercício das atividades de que trata esta Lei;

VI – cassação de autorização ou registro, para o exercício das atividades de que trata esta Lei;

VII – proibição temporária, até o máximo de vinte anos, de praticar determinadas atividades ou operações, para os integrantes do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários;

VIII – proibição temporária, até o máximo de dez anos, de atuar, direta ou indiretamente, em uma ou mais modalidades de operação no mercado de valores mobiliários.

§1º A multa não excederá o maior destes valores:

- I – R\$ 500.000,00 (quinhentos mil reais);
 - II – cinquenta por cento do valor da emissão ou da operação irregular;
 - III – três vezes o montante da vantagem econômica obtida ou da perda evitada em decorrência do ilícito; ou
- §2º Nos casos de reincidência serão aplicadas, alternativamente, multa nos termos do parágrafo anterior, até o triplo dos valores fixados, ou penalidade prevista nos incisos III e VIII do *caput* deste artigo.
- §3º Ressalvado o disposto no parágrafo anterior, as penalidades previstas nos incisos III a VIII do *caput* deste artigo somente serão aplicadas nos casos de infração grave, assim definidas em normas da Comissão de Valores Mobiliários.
- §4º As penalidades só serão impostas com observância do procedimento previsto no §2º do art. 9º, cabendo recurso para o Conselho Monetário Nacional, nos termos do regulamento por este aprovado. (BRASIL, 2001)

Se observados ambos os artigos, conclui-se que administradores e demais agentes que desrespeitarem as Leis 6.385/76, 6.404/76, Instruções e outros regulamentos que tenham sido expedidos pela Comissão de Valores Mobiliários, além de normas legais que a mesma autarquia deva fiscalizar, podem estar sujeitos a tais sanções disciplinares.

Logo, as duas principais ferramentas na proibição da utilização de informações privilegiadas são a Lei 6.404/76 e a Instrução nº 358/02 da CVM, sendo as sanções administrativas encontradas na Lei 6.385/76 que deverão ser aplicadas aqueles que descumprirem os diplomas citados.

Aqui, cabe ainda ressaltar que o artigo 18 da Instrução nº 358/02 da CVM versa que o desrespeito aos dispositivos da mesma constitui infração grave, observando o §3º do artigo 11 da Lei 6.385/76, o que sujeita o agente praticante do crime a qualquer pena prevista nos incisos I a VIII deste mesmo artigo, conforme apresentado acima. Conforme se observa na Lei 6.385/76 não existe previsão administrativa de reparação dos danos causados pelo agente praticante do *insider trading*, uma vez que a CVM não tem competência para promover medidas judiciais que possam responsabilizar na esfera civil o administrador que pratica o ato criminoso. Assim, a autarquia fica restrita a punir administrativamente o agente e de atuar na representação penal, conforme será observado no próximo tópico.

Ainda assim, as punições não eram suficientes para amedrontar os agentes criminosos e, por isso, a Lei 13.506/17 apresentou algumas alterações nas formas de sanção. Por ser recente, não se viu condenação recente com base na nova redação do artigo 11 e seus incisos, mas se observa uma grande diferença e rigidez nas punições administrativas previstas, conforme se vê abaixo:

Artigo 11. A Comissão de Valores Mobiliários poderá impor aos infratores das normas desta Lei, da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (Lei das Sociedades por Ações), de suas resoluções e de outras normas legais cujo

cumprimento lhe caiba fiscalizar as seguintes penalidades, isoladas ou cumulativamente:

I – advertência;

II – multa;

III – (revogado)

IV – inabilitação temporária, até o máximo de 20 (vinte) anos, para o exercício de cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários;

V – suspensão da autorização ou registro para o exercício das atividades de que trata esta Lei;

VI – inabilitação temporária, até o máximo de 20 (vinte) anos, para o exercício das atividades de que trata esta Lei;

VII – proibição temporária, até o máximo de vinte anos, de praticar determinadas atividades ou operações, para os integrantes do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários;

VIII – proibição temporária, até o máximo de dez anos, de atuar, direta ou indiretamente, em uma ou mais modalidades de operação no mercado de valores mobiliários.

§1º A multa deverá observar, para fins de dosimetria, os princípios da proporcionalidade e da razoabilidade, a capacidade econômica do infrator e os motivos que justifiquem sua imposição, e não deverá exceder o maior destes valores:

I – R\$ 50.000.000,00 (cinquenta milhões de reais);– o dobro do valor da emissão ou da operação irregular;

II – 3 (três) vezes o montante da vantagem econômica obtida ou da perda evitada em decorrência do ilícito; ou

III – o dobro do prejuízo causado aos investidores em decorrência do ilícito.

§2º Nas hipóteses de reincidência, poderá ser aplicada multa de até o triplo dos valores fixados no §1º deste artigo.

§3º As penalidades previstas nos incisos IV, V, VI, VII e VIII do caput deste artigo somente serão aplicadas nos casos de infração grave, assim definidas em normas da Comissão de Valores Mobiliários, ou nos casos de reincidência.

§4º As penalidades somente serão impostas com observância do procedimento previsto no §2º do art. 9º desta Lei, cabendo recurso para o Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. (BRASIL, 2017)

Destarte, em análise comparativa das alterações sofridas pelo artigo 11, cabe observar que a mudança no caput passou a possibilitar a cumulação das penas, ou seja, mais de uma sanção poderia ser aplicada ao mesmo agente pela prática de crimes contra o mercado de valores mobiliários. O inciso III foi revogado, o que levou a manutenção do inciso IV, mas com maior expansão de sua punição e redação mais clara.

Porém, as mudanças que a parecem ter trazido mais rigidez para o dispositivo encontram-se no §1º do artigo 11, que versa sobre a dosimetria da multa, e seus incisos I a III, além da inserção do inciso IV. Diferenciando um a um, o inciso I foi alterado de forma a punir com mais severidade a prática de delito, pois o limite da multa sofreu um aumento de cem vezes, passando de R\$ 500.000,00 (quinhentos mil reais) para R\$ 50.000.000,00 (cinquenta milhões de reais). O inciso II, que previa que a multa não poderia ultrapassar trinta por cento do valor da emissão ou da operação

criminosa, transformou o limite no dobro do valor emitido. No inciso III, por outro lado, manteve-se o mesmo. Porém, foi inserido o inciso IV, o qual prevê que a multa não poderá exceder o dobro do prejuízo sofrido pelos investidores devido ao ilícito.

O §2º do artigo 11 também foi alterado, trazendo agora que, havendo reincidência, o valor da pena fixado nos incisos do §1º poderá ser até triplicado.

Diante disso, observa-se que a responsabilidade administrativa é a mais utilizada e mais eficiente no Brasil, uma vez que existe uma entidade específica que pode atuar contra tal prática, fazendo com que as investigações e sanções tenham resultados mais céleres.

4.6 Surgimento da responsabilização penal

A Lei 6.385/76 estipula que, quando concluído o inquérito administrativo por crime de ação pública, a CVM deve oficiar o MP para que seja proposta a ação penal.

Conforme observado anteriormente, apenas no ano de 2001 é que a prática do *insider trading* passou a ser punida criminalmente. O advento da Lei 10.303/01, no entanto, foi apenas o marco inicial na análise da esfera penal, pois haviam obstáculos que incitavam discussões acerca do novo dispositivo.

O sujeito ativo do crime foi o principal tema de discussão da doutrina, uma vez que o artigo 27-D da Lei 6.385/76 atribuía a prática do *insider trading* apenas por aqueles que tivessem conhecimento da informação relevante e que devesse manter sigilo sobre ela. Portanto, para a doutrina majoritária, na qual se vê Proença, Castellar e Eizirik, se o agente não tivesse o dever de manter o sigilo, não cometeria o ilícito previsto no dispositivo.

Por isso, no ano de 2017, uma nova reforma foi promulgada pela Lei 13.506/17, com a qual o crime se tornou mais amplo, uma vez que o legislador tenha optado por excluir do texto a condição de o agente tenha a obrigação de manter sigilo acerca da informação relevante. Ou seja, tal condição deixa de ser elemento essencial para que se configure o crime de *insider trading*:

Artigo 27-D. Utilizar informação relevante de que tenha conhecimento, ainda não divulgada ao mercado, que seja capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiros, de valores mobiliários.

Pena – reclusão, de 1 (um) a 5 (cinco) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime. (BRASIL, 2017)

Logo, o crime de *insider trading* poderia ser praticado não só pelos *insiders*

primários, mas por qualquer pessoa que venha a ter acesso à informação privilegiada e possa utilizá-la em negociações com valores mobiliários, mesmo que não tenha dever de manter sigilo sobre a mesma. Ou seja, *insiders secundários*: aqueles que não detenham acesso direto à informação relevante, não são vinculados à companhia que tem a informação, portanto, não tem obrigação de manter sigilo, e independente de terem condições ou não de analisar e confirmar se ela é relevante ou não. Antes desta nova reforma, os *insiders secundários* somente seriam responsabilizados pela CVM em âmbito administrativo. A Lei 13.506/17 trouxe como novidade o §1º do artigo 27-D da Lei 6.385/76, o qual torna crime o ato de repassar a informação relevante para terceiro, independente de utilizá-la visando obter uma vantagem. Porém, para que se configure o crime, o agente deve ter obtido a informação em função de posição ou de seu cargo na companhia, ou até por sua relação profissional ou de confiança para com o emissor de valores mobiliários. Este crime é previsto como “exercício irregular de cargo, profissão, atividade ou função”:

Artigo 27-D, §1º. Incorre na mesma pena quem repassa informação sigilosa relativa a fato relevante a que tenha tido acesso em razão de cargo ou posição que ocupe em emissor de valores mobiliários ou em razão de relação comercial, profissional ou de confiança com o emissor. (BRASIL, 2017)

Como terceira situação na qual se enquadra o *insider trading*, o artigo 27-D ganhou o §2º, uma causa de aumento de pena com relação com o dever de sigilo. Com este acréscimo, a pena poderá ser aumentada em 1/3 (um terço) se o crime for praticado por quem tem dever de manter a informação em segredo. Portanto, a obrigação de manter o sigilo não deixou de fazer parte do tipo penal, mas se tornou uma forma mais rigorosa para punir o *insider primário* tornando-o, em mais um ponto, diferente do agente que consegue acesso à informação relevante por outras fontes e não tem obrigação legal de manter sigilo, ou seja, o *insider secundário*:

Artigo 27-D, §2º. A pena é aumentada em 1/3 (um terço) se o agente comete o crime previsto no caput deste artigo valendo-se de informação relevante de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo. (BRASIL, 2017)

Desta forma, vale observar que para que se caracterize o crime de *insider trading* são necessários apenas três elementos: a informação ainda não divulgada ao mercado, sendo que esta deve ser relevante; que o agente praticante do crime tenha acesso a tal informação e; que esta seja utilizada em negociação de valores mobiliários, visando a obtenção de vantagem indevida para si ou para outrem.

Ainda com enfoque na seara penal, antes mesmo da nova reforma de 2017, no ano de 2012 foi proposto o Projeto de Lei nº 236 do Senado, o qual apresenta proposta de reforma do Código Penal Brasileiro. Com esta reforma, o delito de utilização de informação privilegiada passaria a ser observado no CPB, sendo revogado o artigo 27-D da Lei nº 6.385/76. Com esta proposta, chegaria uma nova limitação ao crime em questão, uma vez que seria exigida a obtenção concreta de vantagem para que se configurasse o mesmo.

Anteriormente, a doutrina se dividia na classificação do crime como material ou formal. Para Eizirik, seria crime material, consumando-se apenas quando da produção do resultado, alegando ainda que a pena deveria ser estipulada de uma cumulação de reclusão com a multa, devendo esta última ser calculada com observância da vantagem alcançada.

Por outro lado, Proença justifica que o crime seria de natureza formal, consumando-se já com a agressão ao bem jurídico que, no caso, seria a confiança e eficiência do mercado de valores, não sendo relevante para a configuração do delito a concreta obtenção da vantagem indevida pelo agente.

A princípio, o Projeto de Lei nº 236/12 em seu artigo 367 entendia que o *insider trading* seria crime material, necessitando efetivamente que seja obtida vantagem indevida pelo agente:

Artigo 367. Utilizar informação relevante, ainda não divulgada ao mercado, de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo, ou deixar de repassar informação nos termos fixados pela autoridade competente, que, de qualquer forma, propicie, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiro, com valores mobiliários.

Pena – prisão, de dois a cinco anos. (SARNEY, 2012)

Esta primeira redação recebeu inúmeras críticas, uma vez que a transformação do crime de formal para material traria uma mudança significativa na forma de caracterização e punição do *insider trading*, conforme observa Relator Senador Pedro Taques em Minuta do Relatório Final sobre o Projeto de Lei 236/12, em 2013:

Não se pode transformar o crime de *insider trading* em ilícito de cunho material. É ignorar as razões que fundamentam a própria existência do tipo específico. Como colocado, a simples negociação de valores mobiliários com base em informações relevantes ainda não divulgadas é capaz de transgredir os mais caros valores fundamentais à própria existência do mercado de capitais, que para funcionar adequadamente e se desenvolver de maneira eficaz precisa ser justo, confiável e transparente. (TAQUES, 2013, p. 254)

Percebendo que a proibição visa garantir a segurança, confiabilidade e transparência do mercado e não apenas os direitos dos investidores, não seria plausível que o crime apenas se caracterize com a obtenção da vantagem indevida. Logo, este projeto ignora a confiança nas negociações mobiliárias, representando um atraso na legislação protetora do mercado de valores mobiliários.

Assim defende o Relator Senador Pedro Taques:

O comportamento traiçoeiro dos insiders não ofende apenas os direitos dos demais investidores, mas também prejudica o próprio mercado, abatendo a confiança e a lisura das suas relações, aspectos que fundamentam a sua existência e constituem a base para o seu necessário desenvolvimento. (TAQUES, 2013, p. 253)

Vale observar também que a pena de multa não se encontra prevista no dispositivo, o que representa um segundo retrocesso na legislação. A punição monetária que atinge o agente praticante de um crime contra o mercado de valores mobiliários é, sem dúvidas, essencial para que haja prevenção e repressão sobre crimes financeiros.

De fato, outra questão importante a respeito do tema seria sobre as condenações já efetivadas, como a dos executivos vinculados à Sadia, a primeira na esfera criminal. Isso porque, considerando o *insider trading* um ilícito material, a jurisprudência que foi criada com a condenação dos mesmos seria destruída e, assim, as punições de responsabilidade penal voltariam ao seu marco zero.

Diante de tanta discussão, percebendo que a primeira redação proposta tornaria necessária a efetiva obtenção de vantagem para que se configure o crime de *insider trading*, esta sofreu alterações com a Emenda nº 1 da Comissão Temporária da Reforma do Código Penal (CTRCP), passando a ser a seguinte:

Art. 367. Utilizar informação relevante, ainda não divulgada ao mercado, de que tenha conhecimento e que seja capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiro, com valores mobiliários:
Pena – prisão, de três a seis anos. (SARNEY, 2013)

Aqui percebe-se que a CTRCP voltou a enxergar o *insider trading* como crime formal, não exigindo a obtenção de vantagem indevida para que se configure o ilícito. Basta apenas que a utilização da informação possa propiciar a vantagem para que o ato seja criminoso e o agente responsabilizado pela sua prática. Outra alteração está na pena prevista, que a princípio seria de dois a cinco anos, passou a ser de três a seis.

Mesmo com a opção de manter o *insider trading* como crime formal, a nova redação do artigo 367 ainda não traz a multa como punição para o agente. Logo, se aprovada tal reforma do Código Penal, a alteração trazida pela Lei 13.506/17 terá sido um regresso, pois não haverá previsão expressa de punição pecuniária ao agente, o que, no caso de um crime contra o mercado de valores mobiliários, demonstraria fragilidade do ordenamento jurídico ao punir o ato sem observar uma sanção financeira.

Com relação à responsabilidade penal, portanto, como o crime foi inserido no ordenamento apenas em 2001, o que resulta em poucas condenações, deve-se haver uma maior repressão à utilização de informações privilegiadas para obtenção de vantagens, de forma a coibir e acovardar aquele que cogitar praticar tal ilícito. Porém, o primeiro passo para aprimorar e fortalecer tal combate é fortalecer a fiscalização, colocando mais intensidade e segurança no mercado de valores mobiliários.

4 OCORRÊNCIAS DE *INSIDER TRADING* NO BRASIL

Conforme observado no decorrer deste trabalho, a legislação a respeito *insider trading* tem passado por variadas mudanças no decorrer do tempo, uma vez que o crime em questão é relativamente novo no Brasil e até 2011 não havia encontrado ainda uma condenação penal para este. Mais adiante encontram-se alguns dos recentes casos de utilização de informação privilegiada investigados no país, sendo um deles a primeira condenação penal por *insider trading*, em 2011, e a primeira prisão preventiva pelo mesmo ilícito, em 2017.

Para ser julgado penalmente, o crime de *insider trading* passa, primeiro, pela acusação formulada pela CVM em âmbito administrativo e, ao remeter o caso para julgamento, a própria Comissão notifica o MPF para que este ofereça denúncia criminal sobre o ocorrido.

Portanto, o MPF faz a acusação criminal sobre o cometimento do crime, tendo a CVM como assistente de acusação, sendo o caso julgado pela Justiça Federal, como se segue nos exemplos mais adiante.

De acordo com a CVM, a confiança em relação à defesa da integridade do mercado de valores mobiliários é reforçada por sentença judicial, o que demonstra claramente a necessidade e importância da prevenção e combate a este tipo de ilícito, trabalho este que tem sido realizado pela Comissão juntamente com o MPF.

Como dito, os subcapítulos a seguir trarão os principais exemplos de casos investigados e julgados pela CVM, os quais demonstram o trabalho de investigação da CVM, além de trazerem as primeiras condenações penais para a utilização de informações privilegiadas para negociar no mercado de valores mobiliários brasileiro, representando assim o marco da prevenção e repressão à prática do *insider trading*.

4.1 Caso Sadia x Perdigão

O primeiro caso em que houve sentença condenatória na seara penal por ato tipificado como utilização de informações privilegiadas no mercado de capitais no Brasil ocorreu no ano de 2011, por um Juiz substituto da 6ª Vara Criminal da Justiça Federal de São Paulo, Marcelo Costenaro Cavali. Em relatório nos autos do processo 0005123-26.2009.403.6181, o juiz narrou o ocorrido:

Narra à denúncia, acostada as fls. 02/28, que os três acusados teriam negociado valores mobiliários, valendo-se de informações relevantes ainda não divulgadas ao mercado, que tinham conhecimento e da qual deviam manter sigilo. Tal informação consistia em oferta pública de aquisição (OPA),

a ser realizada por parte da sociedade empresária SADIA S.A., sobre as ações da sua principal concorrente, a PERDIGÃO S.A.. O acusado LUIZ teria assim agido por duas vezes; o acusado ROMANO por quatro vezes; e o acusado ALEXANDRE uma única vez. (CAVALI, 2011, pg. 1)

Ocorreu que, no ano de 2006, dois ex-executivos da Sadia, Luiz Gonzaga Murat Júnior e Romano Ancelmo Fontana Filho, e um superintendente executivo de empréstimos estruturados do Banco ABN-Amro, Alexandre Ponzio de Azevedo, utilizaram informações privilegiadas relativas a uma Oferta Pública de Aquisição (OPA) da Sadia pelo controle acionário da Perdigão S.A. para lucrar no mercado financeiro de forma indevida.

O acusado Luiz Murat teria efetuado duas compras de ADRs (*american depositary receipts*) da Perdigão na Bolsa de Valores de *New York*, nos Estados Unidos, em momentos distintos, mas estando ciente da OPA que a Sadia faria pela concorrente. Além disso, não realizou as compras em nome próprio, utilizando-se de uma *offshore*, ou seja, clara tentativa de esconder as negociações das autoridades brasileiras. Por isso, teria incorrido no crime de *insider trading* por duas vezes.

No caso de Romano Ancelmo, foram realizadas compra e venda em quatro momentos distintos, também na Bolsa de Valores de *New York*, sendo todas anteriores à formalização da oferta oficial. O acusado teria comprado três lotes da Perdigão dias antes da divulgação da oferta. Porém, tendo sido esta recusada e antes que tal negativa chegasse ao mercado, Romano vendeu todas as ações adquiridas, garantindo seu lucro sem que o preço das ações pudesse ser reduzido. Sendo assim, o acusado incorreu na prática do *insider trading* quatro vezes.

Já Alexandre, ao descobrir que a matriz do banco ABN-Amro avalizaria a OPA da Sadia pela Perdigão, adquiriu ações da segunda. Logo após a publicação do edital da oferta, vendeu parte das ações adquiridas, obtendo grande lucro. Alexandre, portanto, incorreu na prática do *insider trading* apenas uma vez. Em acordo com o Ministério Público Federal, o acusado conseguiu a exclusão da ação penal, devendo prestar serviços a uma entidade filantrópica por tempo determinado, além de comparecer diante do juiz a cada dois meses por três anos.

Luiz Murat e Romano Ancelmo foram condenados e receberam sanção administrativa no ano de 2007 nos Estados Unidos, mas não criminalmente, pois fizeram um acordo com a *Securities and Exchange Commission* (SEC) para evitar tal penalização. Além desta, também foram punidos administrativamente pela CVM no Brasil, sendo proibidos de exercer cargos de administrador ou conselheiro fiscal de companhias abertas.

Embora alegassem em sua defesa que já haviam sido punidos pela SEC e pela CVM, o que poderia caracterizar a acusação do Ministério Público Federal uma repetição, a Justiça não acatou tais requerimentos, vindo a condenar Luiz e Romano em primeira instância no ano de 2011. O primeiro foi condenado à pena de 1 ano e 9 meses de reclusão em regime aberto, podendo ser substituído por restritiva de direitos, além de multa no valor de R\$ 349.711,53 (trezentos e quarenta e nove mil, setecentos e onze reais e cinquenta e três centavos). Já Romano foi condenado à 1 ano e 5 meses de reclusão em regime aberto, podendo ser substituída por restritivas de direito e multa no valor de R\$ 374.942,52 (trezentos e setenta e quatro mil, novecentos e quarenta e dois reais e cinquenta e dois centavos).

Em segunda instância, pelo TRF da 3ª Região, os condenados tiveram suas penas aumentadas: Luiz Murat para 2 anos e seis meses, devendo indenizar os prejuízos por danos morais coletivos no valor mínimo de R\$ 254.335,66 (duzentos e cinquenta e quatro mil, trezentos e trinta e cinco reais e sessenta e seis centavos). Romano Ancelmo, por outro lado teve a pena aumentada para dois anos e um mês, também com dever de indenizar, no valor mínimo de R\$ 305.036,36 (trezentos e cinco mil e trinta e seis reais e trinta e seis centavos).

No ano de 2016, a 5ª Turma do STJ manteve a condenação de Segunda Instância, removendo da condenação a reparação a título de danos morais coletivos. Em maio de 2017, tendo chegado o caso ao STF, a 2ª Turma do Supremo negou o seguimento aos recursos extraordinários interpostos pelos acusados, sendo rejeitado o Agravo Regimental. O ministro relator foi José Antônio Dias Toffoli, tendo votado pelo desprovimento do agravo e sendo acompanhado pelos demais ministros.

4.2 Caso OGX

No ano de 2013 o Brasil viveu um caso relevante acerca do *insider trading*. O empresário Eike Batista foi acusado pela CVM em mais de um processo sancionador na condição de acionista controlador e presidente do conselho de administração da OSX, sociedade empresarial que controlava as demais companhias do mesmo, que apuraria a prática de atos criminosos contra o mercado de capitais.

A CVM investigou algumas negociações de papeis do grupo, nas quais foi constatada a utilização de informações relevantes para que o empresário evitasse prejuízos imensos. Assim, o Ministério Público Federal, acompanhando negociações de Eike na bolsa de valores, observou que o mesmo havia realizado transações para

se desfazer de ações da companhia OGX, em curto espaço de tempo, por descobrir que a exploração petrolífera não seria mais viável nos poços da empresa.

Por não ter divulgado a informação aos investidores de forma a manter a igualdade nas negociações, Eike feriu a Instrução Normativa nº 358/02 da CVM. Isso porque o empresário se desfez de suas ações para evitar prejuízos com a desvalorização da OGX, sendo que os investidores que adquiriram suas ações não tinham ciência da inviabilidade da exploração petrolífera. A não divulgação das informações ao mercado acionário caracterizou o *insider trading*, sendo esta a acusação que deu origem ao processo administrativo RJ 2014-0578 que tramitou em sigilo na CVM.

Além da OGX, Eike também se desfez de ações da companhia naval OSX, principal cliente e fornecedora de serviços da primeira. Foi apenas no ano de 2017 que a CVM condenou o empresário ao pagamento de multa no valor de R\$ 21.013.228,00 (vinte e um milhões, treze mil, duzentos e vinte e oito reais), que corresponde ao dobro do valor da perda evitada, além da inabilitação para o exercício de cargo de administrador ou conselheiro fiscal de companhia aberta pelo prazo de 05 (cinco) anos. A decisão do processo administrativo sancionador RJ 2013-13172, votada pelo Diretor-Relator Henrique Balduino Machado Moreira, foi narrada:

[...] voto pela condenação de Eike Fuhrken Batista, na qualidade de presidente do conselho de administração e acionista controlador da OSX Brasil S.A., (i) à penalidade de multa pecuniária no valor de R\$ 21.013.228,00 (vinte e um milhões, treze mil e duzentos e vinte e oito reais), correspondente a duas vezes o montante da perda evitada, e (ii) à penalidade de inabilitação temporária pelo prazo de 5 (cinco) anos para o exercício do cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários, por infração ao art. 155, §1º, da Lei nº 6.404/76 e ao art. 13 da Instrução CVM nº 358/2002, infração esta considerada grave nos termos do art. 18 da Instrução CVM nº 358, de 2002. (MOREIRA, 2017, pg. 24)

4.3 Caso JBS

Do ano de 2017 vem a primeira prisão preventiva devido à prática do *insider trading* no Brasil. Wesley Batista, presidente da JBS foi o primeiro a ser preso pela utilização de informação privilegiada visando a obtenção de lucros no mercado financeiro. Além dele, seu irmão Joesley Batista, também foi preso por ordem do STF, após suspeita de terem violado um acordo de delação premiada realizado com o MPF. Ocorre que, no começo do ano de 2017, espalhou-se uma notícia de que os irmãos Batista, donos da J&F Investimentos, que controlava a JBS, teriam gravado

uma conversa do então presidente Michel Temer, na qual o mesmo pagava propina para que Eduardo Cunha, então deputado, mantivesse sigilo acerca de atos ocorridos na política no Brasil. Com isso, o Índice Bovespa, indicador de cotações das ações negociadas na Bolsa mais importante, teve grande queda e, assim, houve grande valorização do dólar.

O fato é que, sabendo do grande impacto que sua delação causaria no mercado de valores brasileiro, antes que houvesse o vazamento da mesma, os irmãos Batista teriam vendido cerca de 32.000.000 (trinta e dois milhões) de ações da JBS, resultando num total aproximado de R\$ 328.000.000,00 (trezentos e vinte e oito milhões de reais). O maior comprador deste negócio mobiliário foi a própria JBS, adquirindo cerca de 19.300.000 (dezenove milhões e trezentas mil) destas ações.

Para a JBS, o lucro veio de outra forma. Um dia antes do vazamento da delação, a sociedade empresarial negociou a compra de U\$ 474.000.000,00 (quatrocentos e setenta e quatro milhões de dólares), o que fez com que evitassem um prejuízo gigante decorrente da desvalorização cambial.

No dia 17 de maio de 2017, no fim da tarde, quando a delação foi divulgada, as ações da JBS tiveram uma queda de 9,68%, tendo fechado no mesmo dia no valor de R\$ 9,50 (nove reais e cinquenta centavos) e abrindo no dia 18 de maio do mesmo ano no valor de R\$ 8,10 (oito reais e 10 centavos), representando uma queda de 14,7%.

Aqui, portanto, percebe-se que na iminência de queda dos valores das ações das quais eram donos, Wesley e Joesley optaram por vender parte destas para evitar o prejuízo quando o valor das mesmas efetivamente caísse. Porém, como utilizaram de uma informação privilegiada, da qual outros investidores não teriam como saber antes da divulgação da delação, propiciando assim uma vantagem ilícita para os irmãos em negociação no mercado de valores mobiliários, configurou-se o crime de *insider trading*.

Assim, o caso JBS foi o responsável pela primeira prisão pelo crime de *insider trading* no Brasil, decorrente de decisão da 6ª Vara Criminal Federal de São Paulo, com a Operação Acerto de Contas da Polícia Federal.

No ano de 2018, os irmãos Batista, ofereceram para a CVM um termo de compromisso com a finalidade de encerrar os processos abertos mais complexos de acordo com a autarquia, dentre eles o que concluiu que houve utilização de vantagem indevida por parte de Wesley e Joesley para lucrar com a divulgação da delação acordada por eles.

Além dos irmãos, a JBS também propôs um termo de compromisso para

encerrar o caso que investigava se a sociedade empresarial se beneficiou com o uso de práticas não equitativas, uma vez que compraram dólares antes da divulgação da delação.

Ocorre que a CVM recusou os termos de compromisso oferecidos, tendo alegado que seria inconveniente aceitá-los pelo fato de que as condutas irregulares ocasionaram impactos que foram além do mercado de capitais, pois foram muito graves e houve dolo dos agentes.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O mundo moderno passa por constantes alterações no que é mais e menos necessário para a humanidade. Assim, o mercado de capitais é alvo, cada vez mais, de diferentes companhias e investidores em busca de maior crescimento de suas ações e demais valores mobiliários.

Diante de tanta renovação, o mercado de capitais precisa se atualizar para proteger e garantir que os investidores sempre tenham interesse em negociar. Para isso, surgiu a Comissão de Valores Mobiliários, autarquia do governo que regulamenta o mercado através de fiscalização dos investidores, negociações e informações que nele estão presentes.

Para tal fiscalização, o ordenamento jurídico brasileiro buscou inspirar-se no norte-americano, trazendo para o país uma regulamentação baseada em lei estrangeira que, se não for bem adequada à legislação do Brasil, pode gerar adversidades e afetar o próprio mercado de capitais.

A CVM, criada através da Lei 6.385 em 1976, contou com o surgimento da Lei 6.404 no mesmo ano para auxiliar na proteção do mercado de capitais e seus investidores, sendo esta segunda que trouxe as primeiras normas repressivas direcionadas à prática do *insider trading*.

Entrando no ponto chave deste trabalho, o *insider trading* seria uma negociação na qual o agente, chamado *insider*, que teria informações relevantes acerca de um negócio ou alteração da companhia, sendo tal informação sigilosa ou não pública, utilizasse deste conhecimento para obter uma vantagem para si ou para outrem. Ocorre que, como a outra parte da negociação não tem acesso a tal informação, o *insider* teria uma posição privilegiada, uma vez que já sabe de algo que pode valorizar sua transação e dar a ele ou a terceiro que recebeu informação uma vantagem econômica.

A informação privilegiada é definida como aquela que tem capacidade para influenciar a cotação de valores mobiliários, sendo sigilosas ou ainda não divulgadas ao público.

Com relação a informação, a Lei 6.385 de 1976 apresentou o princípio do *full disclosure*, ou da informação completa, que significa para o investidor mais segurança para uma negociação com riscos e probabilidades que ele possa prever. Aqui existe outra divergência doutrinária, uma vez que existe uma corrente que acredita que a proibição do *insider trading* é menos benéfica para o mercado de capitais do que sua legalização.

Com base no trabalho, as ideias de Henry G. Manne, idealizador desta corrente a favor da utilização de informações privilegiadas, defendem que esta prática poderia beneficiar o mercado de capitais para seu desenvolvimento, uma vez que faria as cotações dos valores mobiliários se aproximarem do preço real e incentivaria os executivos a buscarem mais oportunidades de negociação para valorizar seus títulos mobiliários.

Embora as ideias de Manne possam parecer benéficas a princípio, não houve nenhuma comprovação empírica de que poderia dar certo, o que desfavoreceu até mesmo o estudo da legalização do *insider trading*. Assim, esta corrente não aparece apenas como minoritária, mas como apenas um marco na história deste crime, auxiliando no desenvolvimento de maiores motivações para a prevenção e repressão da prática em questão.

Logo, este trabalho buscou desenvolver-se a partir da corrente que é contra a prática do *insider trading*, optando pela manutenção de um dos ideais do mercado de capitais brasileiro: a igualdade nas negociações com valores mobiliários.

Conforme observado no decorrer do trabalho, desde o início da fiscalização e vedação da prática do *insider trading* a legislação sofreu diversas alterações em diferentes aspectos. As discussões acerca de quem seria o *insider* e se necessariamente deveria ser um administrador da companhia resultaram nas primeiras grandes alterações na legislação voltada para esta prática. Logo, tendo percebido que a informação privilegiada poderia ser aproveitada até mesmo por um funcionário ou uma pessoa de fora da companhia, a alteração legislativa foi necessária para ampliar o rol de pessoas que pudessem ser responsabilizadas pela utilização de informação privilegiada.

A título de ilustração, de modo a complementar a justificativa para esta expansão em uma ideia norte-americana, uso como exemplo o filme *Wall Street*, de 1987, produzido pelo renomado diretor Oliver Stone. Na peça que mostrava o mundo dos grandes negócios da época, um corretor da bolsa aproveita-se de uma informação privilegiada da qual teve conhecimento através de seu pai, funcionário de uma empresa de aviação, para iniciar seus contatos com um milionário investidor, repassando para este tal informação. Este milionário, através desta e de outras informações adquiridas para negociações, finaliza o filme sendo preso pela agência que fiscaliza o mercado de capitais dos Estados Unidos.

Assim, ao longo do trabalho foi apresentada a legislação referente ao *insider trading* desde suas regulamentações iniciais, demonstrando o que ocorreu para que tenha sido alterada e desenvolvida de modo a garantir melhor proteção do mercado e do investidor.

Embora a legislação sobre o uso desleal da informação privilegiada seja recente, por ter sido baseada em um ordenamento estrangeiro, quase copiada, tem sido aos poucos adequada ao ordenamento jurídico brasileiro, passando por constantes transformações nos últimos anos. A importância que tem sido dada à prevenção e repressão da prática do *insider trading* é referente ao impacto que este crime tem no mercado de capitais e na confiança dos investidores. Por isso, é relevante o estudo do tema pela entidade fiscalizadora no Brasil, o que tem feito a utilização de informação privilegiada ser observada nas esferas administrativa, civil e penal.

Mais recente que a prática em questão é sua criminalização no ordenamento jurídico brasileiro. Como apresentado no trabalho, o país tornou o *insider* penalmente responsável pelo seu ato apenas no ano de 2001, com as alterações sofridas pelas legislações anteriores de forma a tornar mais severas as punições. Porém, embora já cabível até mesmo a prisão, o Brasil não teve muitos casos comprovados da prática do *insider trading*, menos ainda em que fosse o agente condenado penalmente a esta sanção. A multa foi a pena mais utilizada para a repressão dos que utilizavam a informação privilegiada.

Ocorre que a interpretação para aplicação das normas que visam combater a prática do *insider trading* ainda não é unânime, apresentando dificuldades e discussões até os dias atuais. Para reforçar esta dúvida, surgiu ainda o projeto do Novo Código Penal Brasileiro, o Projeto de Lei 236/12, que passaria a tornar a conduta de utilizar informação privilegiada punível na esfera penal apenas com a prisão. De início, a discussão foi acerca da transformação do *insider trading* em crime material, sendo necessária a confirmação da obtenção da vantagem para a caracterização da prática criminosa. Logo, esta redação sofreu sua primeira alteração, passando a caracterizar o crime independentemente da efetiva obtenção da vantagem.

A segunda questão discutida foi referente à pena. A redação previa apenas a pena de prisão, sendo esta de dois a cinco anos, o que para parte dos estudiosos não seria uma repressão que viesse a alarmar os futuros *insiders*. Como primeira alteração, aumentou-se a probabilidade de prisão para três a seis anos, um pequeno reforço para a punição do agente.

Por fim, a discussão mais recente envolve a questão da remoção da pena de multa na esfera penal. Eventualmente, com a inserção do crime de utilização de informação privilegiada no código penal, o artigo 27-D da Lei 6.404 de 1976 perderia sua função. Conforme o artigo em questão, a pena para o *insider* seria a reclusão de um a cinco anos, mais multa de até três vezes o montante obtido. No Projeto de Lei 236/12 não há previsão de pena de multa, independente de obtenção ou não da vantagem.

A análise aqui é interessante, uma vez que não há doutrina que tenha apresentado uma opinião sobre essa ausência. De início, observo pela já penalização de multa na esfera administrativa, o que pode ser justificativa para a não aplicação desta na esfera penal. Isso porque a investigação penal só se dá quando a CVM informa o Ministério Público para que este inicie com a ação. Desta forma, a ação penal acaba por ser posterior a uma decisão administrativa.

Para alguns acadêmicos, embora o mercado de capitais requeira a igualdade de proteção e oportunidades dos investidores, além da proteção das próprias companhias que emitem valores mobiliários e a criminalização da utilização de informações privilegiadas seja uma forma de assegurar esta integridade, a intervenção penal não é justificável na questão patrimonial. Para estes, o direito administrativo e civil já seria suficiente para garantir a proteção do mercado e dos investidores, uma vez que não houve elementos que justifiquem a intervenção penal. Por outro lado, entendo que, embora o *insider* possa responder administrativamente com a pena de multa e civilmente em benefício dos investidores e do mercado de capitais, a falta de intervenção penal, e até mesmo da pena de multa neste âmbito, parece ser uma regressão para o ordenamento jurídico brasileiro, uma vez que retira uma possibilidade de repressão do poder judiciário.

Se a busca do ordenamento jurídico brasileiro é pela maior severidade e força na proteção do mercado de capitais, o qual zela pela transparência das informações e confiança dos investidores, a repressão eficiente do *insider trading* deve buscar respaldo não só nas áreas administrativa e cível, mas também na esfera penal. Para isso, o estudo e desenvolvimento ao longo dos anos de uma legislação baseada em um ordenamento internacional deve primar pela busca de exemplos e justificativas que legitimem esta repressão, pois o Brasil não conta com abundância de casos de utilização de informação privilegiada.

Assim, com a necessidade de maior consenso jurisprudencial e doutrinário, a legislação brasileira deve buscar estacar suas normas até que possa ter um exemplo

claro de que este meio de repressão funciona ou não, pois o direito penal não permite conceitos vagos.

REFERÊNCIAS

ALMEIDA, Fábio Portela Lopes de Almeida. **Manual do Pequeno Investidor em Ações**. São Paulo, 2013.

ASSAF NETO, Alexandre; LIMA, Fabiano Guasti. **Curso de Administração Financeira**. São Paulo: Atlas, 2009.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução nº 31 de 1984. Dispõe acerca da divulgação e do uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas. **Diário Oficial da União**. 8 fev 1984

_____. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução nº 380 de 2002. Dispõe sobre a divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas, disciplina a divulgação de informações na negociação de valores mobiliários e na aquisição de lote significativo de ações de emissão de companhia aberta, estabelece vedações e condições para a negociação de ações de companhia aberta na pendência de fato relevante não divulgado ao mercado, revoga a Instrução CVM no 31, de 8 de fevereiro de 1984, a Instrução CVM no 69, de 8 de setembro de 1987, o art. 3º da Instrução CVM nº 229, de 16 de janeiro de 1995, o parágrafo único do art. 13 da Instrução CVM 202, de 6 de dezembro de 1993, e os arts. 3º a 11 da Instrução CVM no 299, de 9 de fevereiro de 1999, e dá outras providências. **Diário Oficial da União**. 03 jan. 2002.

_____. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução 480 nº de 2009. Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados. **Diário Oficial da União**. 7 dez 2009

_____. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução nº 568 de 2015. Altera e acrescenta dispositivos à Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002, e altera dispositivos da Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009. **Diário Oficial da União**. 17 set 2015

_____. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução nº 590 de 2017. Altera dispositivos da Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002 e da Instrução CVM nº 461, de 23 de outubro de 2007. **Diário Oficial da União**. 11 set 2017

_____. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador nº RJ2013/13172**. Relator: Henrique Balduino Machado Moreira. Rio de Janeiro. 25 abr. 2017. Disponível em: <
http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2017/RJ201313172_OSX_Brasil.pdf >. Acesso em: 12 set. 2018

_____. Lei 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. **Diário Oficial da União**. 9 dez 1976

_____. Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as sociedades por ação. **Diário Oficial da União**, 17 dez. 1976.

_____. Lei 10.303/01, de 31 de outubro de 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. **Diário Oficial da União**. 1 nov 2001.

_____. Lei 13506, de 13 de novembro de 2017. Dispõe sobre o processo administrativo sancionador na esfera de atuação do Banco Central do Brasil e da Comissão de Valores Mobiliários; altera a Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976 e dá outras providências. **Diário Oficial da União**. 14 nov 2017

_____. Tribunal Regional Federal (6. região). **Processo - 0005123-26.2009.403.6181**. Juiz: Marcelo Costenari Cavali. São Paulo. 16 fev. 2011. Disponível em: <<http://www.jfsp.jus.br/documentos/administrativo/NUCS/decisoes/2011/2011-02-22-insidersadia.pdf>>. Acesso em: 23 set. 2018.

CAMILLO, Vicente. **A delação premiada da JBS e o crime de insider trading**. 2017. Disponível em: < <https://www.estrategiaconcursos.com.br/blog/delacao-premiada-da-jbs-e-o-crime-de-insider-trading/>>. Acesso em: 10 out 2018.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei das Sociedades Anônimas**. 2ª ed. São Paulo: Saraiva, 1998. v. 3. 725 p.

CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. **A Nova Lei das S/A**. São Paulo: Saraiva, 2002.

CASTELLAR, João Carlos. **Insider trading e os novos crimes corporativos: (uso indevido de informação privilegiada, manipulação de mercado e exercício irregular de cargo, profissão, atividade ou função)**. Rio de Janeiro: Editora Lumen Juris, 2008.

CORDEIRO, Luiz Felipe Gonçalves. **Insider trading e o mercado de capitais: tratamento legal, casos concretos e a ineficiência econômica de seu combate**. 2013. 225 f. Monografia (Bacharel em Direito) – Departamento de Direito da Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2013.

D'AGOSTO, Marcelo. **OGX: Do Amor ao Ódio**. 2013. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/valor-investe/o-consultor-financeiro/2994486/ogx-do-amor-aoodio>>. Acesso em: 12 set 2018.

EIZIRIK, Nelson et al. **Mercado de Capitais Regime Jurídico**. 3. ed. São Paulo: Editora Renovar, 2011. p. 554-567.

FAZZIO, Waldo Júnior. **Manual de Direito Comercial**. 16. Ed. São Paulo: Atlas, 2015.

CASO Sadia-Perdigão gera primeira condenação penal por uso de informação privilegiada. **Jornal O Globo**. 2011. Disponível em: <<https://oglobo.globo.com/economia/caso-sadia-perdigao-gera-primeira-condenacao-penal-por-uso-de-informacao-privilegiada-2821605>>. Acesso em: 23 set 2018.

JOST, Mariana Silveira Martins. **Insider trading: uma análise crítica**. 2008. 75 f. Monografia (Bacharel em Direito) – Departamento de Direito da PUC-Rio, Rio de Janeiro, 2008.

KISCHELEWSKI, Flávia Lubieska. **O primeiro caso de insider trading no Brasil: o crime que não compensou**. 2016. Disponível em: <<https://www.gazetadopovo.com.br/vida-publica/justica-e-direito/artigos/o-primeiro-caso-de-insider-trading-no-brasil-o-crime-que-nao-compensou-b9b338zaf2gg6ltkwtw5t15s0/>>. Acesso em: 23 set 2018.

LEÃES, L.G. Paes de Barros. **Mercado de Capitais & “Insider Trading”**. 1. ed. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1982.

LIMA, Rafael Cortez de. **Indícios de insider trading no Grupo OGX: um estudo de caso**. 2015. Monografia (Bacharel em Ciências Contábeis) – Departamento de Ciências Contábeis da Universidade Federal do Rio Grande do Norte, Natal, 2015.

LOPES, Renan Kfuri. **O crime de “insider trading”: casos BR Foods e JBS**. 2018. Disponível em: <<http://www.rkladvocacia.com/o-crime-de-insider-trading-casos-br-foods-e-jbs/>>. Acesso em: 23 set 2018.

MANNE, Henry G., **Insider Trading and the Stock Market**. New York: Free Press, 1966.

MEDAUAR, Odete. **Direito Administrativo Moderno**. 18. Ed. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2014.

MENDES, Luiz Henrique. **CVM recusa proposta de acordo da J&F para encerrar investigações**. 2018. Disponível em: <<https://www.valor.com.br/agro/5886527/cvm-recusa-proposta-de-acordo-da-jf-para-encerrar-investigacoes>>. Acesso em: 10 out. 2018.

MUSSNICH, Francisco Antunes Maciel. **O insider trading no direito brasileiro**. 2015. 150 f. Dissertação (Mestrado em Direito de Regulação) – Escola de Direito da Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, 2015.

PAIVA, Letícia. **Como anda o caso de insider trading da JBS**. 2018. Disponível em: <<https://capitalaberto.com.br/temas/companhias-abertas-temas/como-anda-caso-de-insider-trading-jbs/#.W9DDCEtKjIW>>. Acesso em: 10 out 2018.

PARENTE, Flávia. **O dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas**. Rio de Janeiro: Renovar, 2005.

PIMENTA, Guilherme. **STF mantém primeira condenação de insider trading do país**. 2017. Disponível em: < <https://www.jota.info/justica/stf-mantem-primeira-condenacao-de-insider-trading-do-pais-11052017>>. Acesso em: 23 set 2018.

PORTAL BBC. **ENTENDA o ‘calote’ das empresas de Eike**. 2013. Disponível em: <http://www.bbc.com/portuguese/noticias/2013/10/131009_ogx_calote_ru>. Acesso em: 12 de set de 2018.

PRADO, Viviane Muller; RACHMAN, Nora; VILELA, Renato. **Insider trading: normas, instituições e mecanismos de combate no Brasil**. São Paulo: FGV Direito SP, 2016.

PROENÇA, José Marcelo Martins. **Insider trading: regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

RAMOS, André Luiz Santa Cruz. **Direito Empresarial Esquemático**. 5. Ed. São Paulo: Método, 2015

REVISTA VEJA. **CVM investiga JBS por ‘insider trading’, dólar e banco**. 2017. Disponível em: < <https://veja.abril.com.br/economia/cvm-investiga-jbs-por-insider-trading-dolar-e-banco/>>. Acesso em: 10 out 2018.

REVISTA VEJA. **Prisão de Wesley Batista é a 1ª por insider trading; entenda**. 2017. Disponível em: < <https://veja.abril.com.br/economia/prisao-de-wesley-batista-e-a-1a-por-insider-trading-entenda/>>. Acesso em: 10 out 2018.

RICHARD, Julien de Carvalho. **O crime de insider trading**. 2017. 61 f. Monografia (Bacharel em Direito) – Departamento de Direito da Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2017.

SARNEY, José. **Projeto de Lei nº 236, de 2002**. Reforma do Código Penal Brasileiro. Disponível em: < <https://www25.senado.leg.br/web/atividade/materias/-/materia/106404> >. Acesso em: 10 out. 2018.

SOARES, Maurício Quadros. **Mercado de Valores Mobiliários – Instrumentos de Regulação e Auto-Regulação**. Belo Horizonte: Juarez de Oliveira, 2003. 217p.

TONIDANDEL, Mauro Cesar. **Insider Trading: Um estudo sobre a rentabilidade das operações com ações da própria empresa**. 2013. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Universidade do Vale do Rio dos Sinos (UNISINOS), São Leopoldo, 2013.

VALENTI, Graziella; ADACHI, Vanessa. **CVM investiga compra de dólares e venda de ações pelo frigorífico**. 2017. Disponível em: < <https://www.valor.com.br/agro/4973756/cvm-investiga-compra-de-dolares-e-venda-de-acoes-pelo-frigorifico>>. Acesso em: 10 out. 2018.

WERNECK, Luisa Falcão dos Santos. **Insider trading: evolução histórica e**

estudo comparativo entre os sistemas americano e brasileiro. 2012. 57 f. Monografia (Bacharel em Direito) – Departamento de Direito da Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2012.

WIEDMANN, Natasha Pereira. **A criminalização do insider trading no Brasil, suas principais controvérsias e o caso “sadia perdigão”**. 2012. 93 f. Monografia (Bacharel em Direito) – Faculdade de Ciências Jurídicas e Sociais da UniCEUB, Brasília, 2012.