

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE JUIZ DE FORA
FACULDADE DE DIREITO**

MARIANA ROCHA FREESZ

**A CARACTERIZAÇÃO DO INSIDER TRADING NO BRASIL: Perspectivas
a partir da análise dos casos Sadia e OGX**

**Juiz de Fora
2017**

MARIANA ROCHA FREESZ

**A CARACTERIZAÇÃO DO INSIDER TRADING NO BRASIL:
Perspectivas a partir da análise dos casos Sadia e OGX**

Artigo científico apresentado à Faculdade de Direito da Universidade Federal de Juiz de Fora, como requisito parcial para obtenção do grau de Bacharel na área de concentração Direito Empresarial sob orientação do Prof.(a) Luciana Tasse Ferreira.

**Juiz de Fora
2017**

FOLHA DE APROVAÇÃO

MARIANA ROCHA FREESZ

A CARACTERIZAÇÃO DO INSIDER TRADING NO BRASIL Perspectivas a partir da análise dos casos Sadia e OGX

Artigo científico apresentado à Faculdade de Direito da Universidade Federal de Juiz de Fora, como requisito parcial para obtenção do grau de Bacharel. Na área de concentração Direito Empresarial submetida à Banca Examinadora composta pelos membros:

Orientador: Prof. Ms. Luciana Tasse Ferreira
Universidade Federal de Juiz de Fora

Mestranda Elora Raad Fernandes
Universidade Federal de Juiz de Fora

Prof. Rômulo Goretti Villa Verde
Universidade Federal de Juiz de Fora

PARECER DA BANCA

APROVADO

REPROVADO

Juiz de Fora, 24 de novembro de 2017

RESUMO

O presente estudo pretende, por meio de revisão bibliográfica doutrinária e entendimentos da própria Comissão de Valores Mobiliários (CVM), conceituar o ilícito de *insider trading* na esfera administrativa brasileira, além de analisar seus pormenores, aplicando-se tais conceitos em casos de expressividade nacional. Ademais, busca comparar números relativos a efetividade da punição de tal transgressão no mercado brasileiro, e explorar suas possíveis causas. Apesar de sua grande relevância, e destaque nas mídias, constata-se, através de dados analisados, que grande parte dos infratores ainda permanece impune. Entre as razões de tal diagnóstico, destaca-se a dificuldade do órgão administrativo sancionador, a CVM, em correlacionar a informação privilegiada com o negócio realizado investigado. Por fim, levanta-se o questionamento sobre o papel efetivo da CVM como “xerife” do mercado de valores, capaz de assegurar aos investidores a segurança necessária.

Palavras-chave: *insider trading*; regulamentação administrativa; estudo de caso.

ABSTRACT

The present study, through a doctrinal and conceptual bibliographic review of the Comissão Valores Mobiliários (CVM), conceptualizes the illicit insider trading in the Brazilian administrative sphere, besides analyzing its details, applying such concepts in cases of national expressiveness. In addition, seeks to compare numbers of the effectiveness of punishment of transgression in Brazilian market, and explore its possible causes. Despite its great relevance, and highlighted in the media, it is verified, through analyzed data, that majority of the violators still remain unpunished. Among the reasons for diagnosis, the difficulty of the administrative authority, CVM, to correlate the privileged information with the suspect business. Finally, question the effective role of the CVM as "sheriff" of the stock market, able to ensure to the investor the required security.

Keywords: insider trading; administrative rules; study case.

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO.....	5
2 CONCEITOS INICIAIS: S.A. E MERCADO DE CAPITAIS.....	6
3 DOS DEVERES FIDUCIÁRIOS.....	8
3.1 Do dever de diligência.....	8
3.2 Finalidade das atribuições e desvio de poder.....	9
3.3 Do dever de informar.....	9
3.4 Do dever de lealdade.....	10
3.5 Dever de Sigilo.....	11
4 O <i>INSIDER TRADING</i>	12
4.1 Informação privilegiada.....	13
4.2 Os tipos de <i>insider</i>	14
4.3 A natureza da infração de <i>insider trading</i>	15
5 O TRATAMENTO DADO PELA CVM NOS CASOS DE <i>INSIDER TRADING</i> NA SEARA ADMINISTRATIVA.....	16
5.1 Critérios de condenação por <i>insider trading</i> pela CVM.....	16
5.1.1 Utilização de informação relevante.....	17
5.1.2 Informação ainda não divulgada ao mercado.....	18
5.1.3 A finalidade de obter vantagem para si ou para outrem.....	18
5.1.4 O uso de indícios e presunções pela CVM.....	18
6 CASOS RELEVANTES DE <i>INSIDER</i> NO CONTEXTO BRASILEIRO.....	20
6.1 O caso Sadia x Perdigão.....	20
6.2 O caso Eike Batista e a OSX.....	24
6.3 A conexão entre os casos.....	26
7 A REALIDADE DA PUNIÇÃO DE <i>INSIDER TRADING</i> NO BRASIL NA ESFERA ADMINISTRATIVA.....	26
8 CONCLUSÃO.....	28
REFERÊNCIAS.....	30
ANEXOS.....	32

1 INTRODUÇÃO

Recentemente no Brasil, escândalos envolvendo o uso de informação privilegiada dentro de companhias têm ocupado as manchetes dos noticiários¹. O *insider trading*, nome dado ao uso de informação privilegiada, é um problema que atinge não só as companhias, mas também a sociedade, tendo em vista a sua função social.

O ilícito *insider trading*, apesar de se comunicar de maneira geral com todos os deveres fiduciários, encontra maior relação com a quebra do dever de lealdade e sigilo, além de ser uma ofensa direta a um dos princípios mais caros ao mercado financeiro: sua credibilidade e a confiança dos investidores (MUSSNICH, 2013, p. 19).

Justamente por conferir vantagem a alguém, em um ambiente que preza pela disseminação simétrica de informações, o *insider trading* deve ser fortemente combatido. Por essa razão, já encontra previsão no direito brasileiro na seara civil (art. 155 da Lei n. 6.404/76), penal (art. 27-D da Lei n. 6.385/76) e administrativa (no art. 13 da Instrução CVM n. 358/2002).

Apesar do arcabouço legal supramencionado já existir, ainda não há consenso doutrinário acerca do elemento subjetivo do ilícito. Parte da doutrina aponta que, em razão de sua difícil constatação, no que tange ao caráter subjetivo da inobservância do dever de diligência, seja por dolo ou culpa, o seu não cumprimento gera responsabilidade objetiva ao administrador. Isso fulcra-se na ideia de que, ao negligenciar ou agir com imprudência ou imperícia, o administrador assumiu o risco de seus atos, sendo irrelevante o caráter culposo ou doloso de sua ação (CARVALHOSA, 1998, p. 228). Por outro lado, parte da doutrina entende que o desígnio de auferir vantagem é explicitamente exigido pelo preceito legal que rege a matéria, sendo manifestamente *contra legem* sua dispensa por parte do intérprete (MUSSNICH, 2013, p. 50).

Observa-se, porém, que apesar da adoção da última corrente, por ora majoritária, a responsabilização dos *insiders* ainda é relativamente tímida, em razão da difícil comprovação da posse da informação privilegiada, como pesquisas² apontam.

¹ Por exemplo, há o caso JBS, maior grupo empresarial privado não bancário do país, que tem como seus administradores-controladores, Joesley e Wesley Batista, por negociar ações do grupo JBS e dólares no mercado de câmbio futuro com posse de informações ainda não divulgadas ao mercado. A informação, no caso, era a delação premiada que haviam fechado com a Operação Lava-Jato em maio e que abalou o mercado financeiro. Estima-se que os irmãos possam ter operado cerca de 3 bilhões de dólares futuros antes de seus depoimentos se tornarem públicos.

² Abordaremos no capítulo 7 deste estudo alguns números levantados por Viviane Muller em sua obra “Insider trading: normas, instituições e mecanismos de combate no Brasil”, que, além de traçar um panorama histórico da legislação que trata do uso de informação privilegiada ainda não divulgada, traz levantamentos numéricos da ação da CVM nos casos dessa natureza, no período de 2002 a 2015.

Apesar disso, casos em território nacional já foram julgados nesse sentido. Entre os mais icônicos, aponta-se o caso *Sadia vs. Perdigão*, em que membros do órgão de administração da Sadia foram acusados da compra de ações da Perdigão na bolsa de Nova York, antes do anúncio oficial de oferta que seria dado pela Perdigão, no ano de 2006. O caso somente se encerrou em 2011, sendo a primeira condenação judicial por *insider trading* na história do direito brasileiro. Recentemente, houve a conclusão de outro caso em território nacional, envolvendo Eike Batista, classificado em 2012 pela Revista americana *Forbes* como detentor da 7º maior fortuna do mundo, pelo uso de informação privilegiada relacionando ações da OSX, empresa do setor naval de seu antigo império EBX.

O presente estudo pretende tratar do *insider trading* na esfera administrativa brasileira, através da metodologia exploratória, compreendendo, em primeiro plano, a importância dos deveres fiduciários quebrados pela prática de *insider*, além dos quesitos legais que configuram tal infração, aplicando-os em casos práticos, tendo como objetivo oferecer informações sobre o objeto da pesquisa para se concluir qual é o tratamento dado pela autarquia responsável, a CVM, e se vem sendo, de fato, o mais adequado.

2 CONCEITOS INICIAIS: S.A. E MERCADO DE CAPITAIS

As sociedades anônimas são conceituadas como “sem firma social, onde todos os sócios respondem somente pelo valor das ações, que subscrevem, ou que lhes são cedidas, as quais, por sua vez, pode ceder-se livremente” (TOMAZETTE, 2009, p. 387), podendo-se inferir que a sociedade anônima é uma típica sociedade de capitais.

Tal forma societária pode buscar seu financiamento pelo mercado de capitais, que, por sua vez, integra o mercado financeiro, configurando-se, portanto, numa sociedade de capital aberto. Os valores mobiliários são uma maneira de obter-se investimento (emprego remunerado ao dinheiro) pelos empresários e, para a sociedade, são um instrumento de captação de recursos.

Sob o ponto de vista de seus titulares, o valor mobiliário constitui um investimento, isto é, um emprego do capital com vistas à obtenção de lucro, que pode ou não ser bem-sucedida, de acordo com o desempenho da companhia investida (TOMAZETTE, 2009, p. 387).

Já em relação ao mercado de capitais, entende-se como o lugar onde se dão essas transações, por meio da compra e venda valores mobiliários. Desta forma, possibilita as

empresas, através da emissão pública de seus valores mobiliários, captar recursos não exigíveis para o financiamento de seus projetos de investimentos. Por não se tratar de empréstimos, não há a obrigatoriedade de devolução do valor aos seus investidores, salvo no caso de debêntures³ e *commercial papers*⁴, mas, sim, remunerá-los por meio de dividendos, se houver lucro. Por essa razão, o mercado de ações é tido como um mercado arriscado. Apesar disso, as ações apresentam sua vantagem por serem dotadas de liquidez, principalmente quando negociadas no mercado de valores (EIZIRIK et al., 2008, p. 8-9).

A sociedade anônima é um importante instrumento do capitalismo, por propiciar que grandes empreendimentos possam contar com a participação da poupança popular, fazendo com que o investidor não responda para além da soma investida, e, a qualquer momento, possa negociar seus títulos, obtendo a liquidez monetária que deseja. Tal mecanismo é um instrumento popular do capitalismo, de fundamental importância para este último (REQUIÃO, 2000, p. 6).

A expressividade das sociedades anônimas, não só na economia, dá-se de tal forma que até seus problemas internos, externos, de financiamento ou estruturais são alvo de preocupação da Economia e do Direito (REQUIÃO, 2000, p. 7). É por meio dela que grandes empreendimentos se concretizam, conciliando a capacidade de atrair investimentos financeiros ilimitados e diluir os riscos dos empreendimentos (TOMAZETTE, 2009, p. 388).

Além da sua importância na esfera econômica, a companhia, em sua faceta institucional, guarda compromisso a comunidade em que se insere, como a própria Constituição Federal, que, em seu Artigo 5º, inciso XXIII enfatiza que “a propriedade atenderá a sua função social” (BRASIL, 1988). Há ainda o art. 116, parágrafo único, da Lei 6.404/76, que direciona o agir do acionista controlador ao cumprimento da função social da companhia⁵.

³ “A debênture é um valor mobiliário emitido por sociedades por ações, representativo de dívida, que assegura a seus detentores o direito de crédito contra a companhia emissora.” Disponível em: <http://www.portaldoinvestidor.gov.br/menu/Menu_Investidor/valores_mobiliarios/debenture.html>. Acesso em: 26 out. 2017.

⁴ “Os Commercial Papers são títulos de dívida de curto prazo, de alta rentabilidade, e normalmente sem garantias” (BERBERT, 2010, p. 20)

⁵ “Art. 116. Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que:

Parágrafo único. O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender.” (Grifo nosso).

3 DOS DEVERES FIDUCIÁRIOS

Na exposição de motivos da Lei 6404/76, a Lei das Sociedades Anônimas, Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões frisam como o conjunto de regras sobre a responsabilidade dos administradores seria “a seção de maior importância no projeto, porque procura fixar os padrões de comportamento dos administradores, cuja observância constitui a verdadeira defesa da minoria e torna efetiva a imprescindível responsabilidade social do empresário”, guardando exata consonância com os artigos de tal seção, como será comentado a seguir.

As figuras comumente associadas como os administradores são

[as] sociedades anônimas têm como órgãos essenciais à sua estrutura e funcionamento, basicamente, a Assembleia Geral, a Diretoria e o Conselho Fiscal. (...) Por igual, a administração da companhia pode ser mais complexa e possuir um órgão colegiado, que é o Conselho de Administração, obrigatório, apenas, para as sociedades de capital autorizado, sociedades de economia mista e abertas, mas não necessário para o funcionamento das demais companhias. (GONÇALVES-NETO, 2005, p. 148-149)

Porém, como se verá adiante, na seção 4.2, no que tange ao *insider trading*, apesar de ser um ato tipicamente ligado aos administradores, eles não são os únicos sujeitos ativos possíveis da infração.

Os deveres dos administradores encontram-se na Seção IV da referida lei e serão estudados abaixo.

3.1 Do dever de diligência

O termo diligência faz relação com cuidado, zelo que o administrador deve ter perante aos negócios societários. O art. 153, LSA, enuncia que “O administrador da companhia deve empregar, no exercício de suas funções, o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócios”.

A ideia do homem ativo e probo retoma o conceito de *bonus pater familias*, do direito romano, ou seja, o bom pai de família que emprega zelo a preservação do patrimônio familiar. Porém, distingue-se da figura apresentada na legislação, ao passo em que a figura romana procura manter o patrimônio, enquanto o administrador deve buscar multiplicá-lo, em razão do seu conhecimento técnico aplicado à administração (EIZIRIK, 2011, p. 250).

Vale ressaltar que o termo “cuidado” trazido no art. 153, faz referência ao *standard of care for directors*, presente no direito societário norte-americano. Tais *standards* são padrões de comportamento esperados dos administradores, que em determinada ação, devem agir segundo preceitos básicos de probidade, honestidade e boa-fé. Contudo, como observado, são

padrões amplos, flexíveis e capazes de abranger variadas situações (BUGS, 2010). Nesse contexto, cabe ressaltar a consequência do princípio da boa-fé, que dita que o administrador não é responsável por erros de julgamento que tenha ocorrido em sua administração, desde que comprovado ter agido com o devido cuidado e diligência (TOMAZETTE, 2009, p. 550).

Parte da doutrina aponta que, em razão de sua difícil constatação, no que tange ao caráter subjetivo da inobservância do dever de diligência, seja por dolo ou culpa, o seu não cumprimento gera responsabilidade objetiva ao administrador. Isso fulcra-se na ideia de que, ao negligenciar ou agir com imprudência ou imperícia, o administrador assumiu o risco de seus atos, sendo irrelevante o caráter culposo ou doloso de sua ação (CARVALHOSA, 1998, p. 228). Por outro lado, parte da doutrina entende que o desígnio de auferir vantagem é explicitamente exigido pelo preceito legal que rege a matéria, sendo manifestamente *contra legem* sua dispensa por parte do intérprete (MUSSNICH, 2013, p. 50).

3.2 Finalidade das atribuições e desvio de poder

O art. 154, em seu caput⁶, limita as ações dos administradores às atribuições impostas pelo estatuto social, de acordo com os fins e no interesse da companhia, previstos em seu objeto social, sem prejudicar o bem público e seu interesse social⁷. Portanto, traça, em linhas gerais, o dever do administrador em dirigir uma companhia inserida em um meio social, sem poder rejeitar seu papel socioeconômico, reverenciado a função institucional da sociedade empresária. O cumprimento da função social (CARVALHOSA, 1998, p. 238)⁸ é debatido também no conceito de propriedade, aliando o interesse do proprietário ao meio a qual está inserida.

3.3 Do dever de informar

⁶ “Art. 154. O administrador deve exercer as atribuições que a lei e o estatuto lhe conferem para lograr os fins e no interesse da companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa.”

⁷ “[...] no preceito estão enunciados os objetivos da atividade do administrador, qual seja, de levar a companhia a cumprir, em perfeito equilíbrio, de um lado seus fins contratuais de maximização de lucros e de outro seu papel institucional.” (CARVALHOSA, 1998, p. 234).

⁸ De acordo com Carvalhosa (1998), consideram-se atualmente três as modernas funções sociais da empresa. “A primeira refere-se às condições de trabalho e às relações com seus empregados, em termo de meliora crescente de sua condição humana e profissional, bem como seus dependentes. A segunda volta-se ao interesse dos consumidores, diretos e indiretos, dos produtos e serviços prestados pela empresa, seja em termos de qualidade, seja no que se refere aos preços. A terceira volta-se ao interesse dos concorrentes, a favor dos quais deve o administrador da empresa manter práticas equitativas de comércio, seja na posição de vendedor, como na de comprador. A concorrência desleal e o abuso do poder econômico constituem formas de antijuridicidade tipificadas. [...] E ainda mais atual é a preocupação com os interesses de preservação ecológica, urbana e ambiental da comunidade em que a empresa atua.”

O dever de informar, por sua vez, atribui ao administrador a obrigação de informar aos acionistas sua relação com a própria sociedade, e com outras que por ventura poderão ser objeto de transação. Incluem-se a esse rol as controladas, coligadas ou do mesmo grupo, com o fim de se coibir negócios entre empresas visando a obtenção de vantagem própria do administrador.

Importante ressaltar, segundo Adamek (2009, p. 176), os parágrafos 4º e 6º, do art. 157, que instituem o chamado dever de comunicação:

§ 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.

§ 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. (grifos nossos)

Tais dispositivos deixam clara a necessidade de trazer a público informações consideradas relevantes para os acionistas, dando-lhes condições de deliberar sobre suas posições acionárias na companhia. Em uma análise inversa, conclui-se que ocultar tal tipo de informação, ou protelar em divulgá-la, trai seus deveres como administrador previstos na legislação ora em comento.

3.4 Do dever de lealdade

Mais um princípio derivado do ordenamento norte-americano, referente ao *standad of loyalty*, que por sua vez indica que os administradores não poderão colocar seus interesses individuais em primazia. Tanto no ordenamento norte-americano, quanto no brasileiro, é um dos principais diplomas legais no que tange ao combate ao *insider trading*.

O dever de lealdade encontra-se destacado na lei (art. 155) e “compreende a reserva que deve ser mantida sobre os negócios da companhia, assim como a não utilização em proveito próprio ou de terceiros das oportunidades de negócio de que tenha ciência em função do cargo” (BORBA, 2012, p. 414). Tratando-se de companhia aberta, as informações ainda não divulgadas, e que possam influir na cotação dos valores mobiliários da companhia, devem se manter sigilosas, estando os administradores, além disso, impedidos de, ao utilizá-las, obter vantagens para si ou para outrem, comprando ou vendendo ações em condições privilegiadas, eis que de posse de informações desconhecidas dos demais. A utilização dessas informações

constitui o que se costuma chamar insider trading, conferindo à pessoa prejudicada o direito de pleitear perdas e danos.

3.5 Dever de Sigilo

O dever de sigilo encontra-se não só no art. 155⁹, da Lei de S.A., mas também no art. 8º da ICVM 358¹⁰, e é um desdobramento do dever de lealdade. Vários são os fatos dentro da companhia que podem influenciar a decisão dos investidores, no que tange à compra e venda de ações no mercado mobiliário. Em razão disso, buscando manter a boa fé do mercado, resguardar informações que possam influenciar essa dinâmica é essencial para o interesse dos investidores, como indicado no parágrafo primeiro do referido dispositivo legal (TOMAZETTE, 2009, p. 581). Além de garantir que essas informações permaneçam em sigilo, o administrador não pode utilizar-se das mesmas em proveito próprio ou alheio (MUSSNICH, 2013, p. 24).

Em seu parágrafo segundo, institui como dever do administrador impedir que haja vazamento de informações relevantes a pessoas que não estejam direta e especificadamente envolvidas nos fatos comerciais e jurídicos que envolvam a companhia (CARVALHOSA, 1998, p. 265), evitando-se o chamado *leakage*¹¹.

O dever de sigilo também possui outra vertente, relacionado ao dever de informar. Esse último atribui como dever do administrador divulgar prontamente todo e qualquer fato relevante relacionado aos negócios e ao estado da companhia, salvo expressa autorização da CVM, como disposto no art. 157, da Lei 6404/76. Portanto, é ilícito prolongar o sigilo além

⁹ “Art. 155. O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios, sendo-lhe vedado:

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

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

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

§ 1º Cumpre, ademais, ao administrador de companhia aberta, guardar sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, obtida em razão do cargo e capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários, sendo-lhe vedado valer-se da informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários.

§ 2º O administrador deve zelar para que a violação do disposto no § 1º não possa ocorrer através de subordinados ou terceiros de sua confiança.”

¹⁰ “Art. 8º Cumpre aos acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, e empregados da companhia, guardar sigilo das informações relativas a ato ou fato relevante às quais tenham acesso privilegiado em razão do cargo ou posição que ocupam, até sua divulgação ao mercado, bem como zelar para que subordinados e terceiros de sua confiança também o façam, respondendo solidariamente com estes na hipótese de descumprimento.”

¹¹ Termo norte-americano utilizado para designar o fenômeno do vazamento de informação.

do mínimo necessário referente a informações relevantes ao interesse societário, configurando-se fraude à lei por parte do administrador, ao passo em que cria um ambiente propício ao vazamento das informações relevantes (CARVALHOSA, 1998, p. 266).

4 O INSIDER TRADING

Para se efetivarem os deveres de lealdade e sigilo, torna-se necessário, com frequência, a abstenção de um grupo privilegiado de práticas pelos administradores que podem tornar-se lesivas aos demais.

Os administradores de uma companhia, e até seus acionistas controladores, pela própria natureza de suas posições e em decorrência das negociações que se envolvem, têm acesso a informações que exigem confidencialidade, pois não estão maduras o suficiente para cair no domínio público, que em razão do seu grau de incerteza são capazes de prejudicar os negócios e, inclusive, o próprio público. Essas informações são chamadas de privilegiadas e contém, em sua maioria, dados relevantes capazes de alterar a cotação média das ações da companhia emissora (CARVALHOSA, 1998, p. 266).

A título de comparação,

No direito norte americano conceitua-se insider trading como o efetivo aproveitamento (*material fact*) de informações confidenciais ou reservadas sobre o estado dos negócios ou transações que afetem diretamente os negócios da companhia que tem os administradores e os principais acionistas, para negociar, em posição privilegiada, valores mobiliários de emissão da sociedade, em detrimento dos investidores e acionistas que não tiveram acesso a simultâneo a essas mesmas informações. (CARVALHOSA, 1998, p. 249)

No direito brasileiro, a Lei nº 6.404/76, nos arts. 155 e 157, combinando-se com os art. 145, 160 e 165, ao tratar dos deveres de lealdade e de prestar informações por parte dos administradores e pessoas a eles equiparados, revela implicitamente o conceito de *insider*¹². E, mais recentemente, a CVM regula diretamente o assunto¹³:

Art. 13. Antes da divulgação ao mercado de ato ou fato relevante ocorrido nos negócios da companhia, é vedada a negociação com valores mobiliários de sua emissão, ou a eles referenciados, pela própria companhia aberta, pelos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, ou por quem quer que, em virtude de seu cargo, função ou posição na companhia aberta, sua controladora, suas controladas ou coligadas, tenha conhecimento da informação relativa ao ato ou fato relevante.

¹² Aspectos Jurídicos do "insider trading" – CVM 1978, p. 3.

¹³ Instrução CMV 358/02.

Portanto,

consiste na utilização de informações relevantes sobre valores mobiliários, por parte de pessoas que, por força de sua atividade profissional, estão “por dentro” dos negócios da emissora, para transacionar com os valores mobiliários antes que tais informações sejam de conhecimento público. Assim agindo, o insider compra ou vende valores mobiliários a preços que ainda não estão refletindo o impacto de determinadas informações, que são de seu conhecimento exclusivo. (EIZIRIK et al., 2011, p. 554)

Ou seja, o objetivo dessa proibição é evitar que pessoas, direta ou indiretamente relacionadas com a empresa, possam auferir ganhos patrimoniais, por meio do conhecimento de atos ou fatos importantes, e reservados, sobre mudanças significativas na vida da companhia. Essas pessoas estariam intervindo no mercado em condições de superioridade em relação ao público em geral, sem acesso a tais informações.¹⁴

Por fim, os parágrafos primeiro e quarto, do referido diploma legal, fornecem dados suficientes para extrair-se três requisitos necessários a configuração do *insider trading*, sendo eles: “a existência de informação privilegiada não divulgada ao mercado (4.1); o acesso a essa informação privilegiada (4.2); e a intenção de negociar tirando proveito de tal informação (4.3)” (MUSSNICH, 2013, p. 25).

4.1 Informação privilegiada

Entende-se como informações privilegiadas aquelas capazes de influir de maneira significativa a cotação dos valores imobiliários de emissão da companhia, afetando as deliberações inerentes aos investidores, quais sejam a venda, a compra ou a retenção dos valores (CARVALHOSA, 1998, p. 263). Possui duas características: a confidencialidade e a materialidade.¹⁵

Informação confidencial é aquela que não é pública. Porém, na seara estudada, para que uma informação se torne pública, deve seguir alguns procedimentos, descritos em legislação pertinente dada pela CVM¹⁶. Além disso, para que a informação tenha sido, de fato, auferida pelos investidores, faz-se necessário um certo lapso temporal, suficiente para que o

¹⁴ Aspectos Jurídicos do "insider trading" Norma Jonssen Parente – CVM 1978.

¹⁵ Uso Indevido de Informação Privilegiada (*Insider Trading*) / Comissão de Valores Mobiliários. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2016. 45p. (Cadernos CVM, 11), p. 8.

¹⁶ ICVM 358/02:

“Art. 3º Cumpre ao Diretor de Relações com Investidores enviar à CVM, por meio de sistema eletrônico disponível na página da CVM na rede mundial de computadores, e, se for o caso, à bolsa de valores e entidade do mercado de balcão organizado em que os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação, qualquer ato ou fato relevante ocorrido ou relacionado aos seus negócios, bem como zelar por sua ampla e imediata disseminação, simultaneamente em todos os mercados em que tais valores mobiliários sejam admitidos à negociação.”

provável impacto da informação tenha sido digerido pelo mercado, e talvez refletida nos preços, procedimento também regulado pela autarquia mencionada¹⁷.

Já a materialidade da informação consiste na relevância da mesma no mercado mobiliário, ou seja, se é capaz de influenciar a cotação do preço das ações¹⁸.

4.2 Os tipos de *insider*

A figura do *insider trading* se conecta a dois tipos de pessoas: (i) aqueles que realizam negociações de posse de informação material que não é pública, e (ii) aqueles que revelam essa informação a terceiros (*tipping*). Observa-se que isso gera mais de um sujeito ativo a figura do *insider*, e a divide entre aquele que se utiliza, de fato, da informação, e aquele que a revela a outrem.

Quanto a natureza do agente, a doutrina classificou os *insiders* como primários e secundários. Segundo Instrução da CVM¹⁹ os *insiders* primários seriam

(os) acionistas controladores ou administradores da companhia, ou ainda, exercem função, mesmo pública e ainda que temporária, que lhes permitam acesso direto a uma informação privilegiada. Essas pessoas recebem a informação privilegiada diretamente de sua fonte e têm conhecimento suficiente para saber que tal informação é relevante.

E *insiders* secundários²⁰

também conhecidos como *tippees*, são aqueles que recebem a informação privilegiada, direta ou indiretamente, dos “*Insiders* Primários” e não necessariamente sabem que se trata de uma informação privilegiada. Contudo, os *tippees* (também) não estão autorizados a negociar com base nas informações privilegiadas obtidas.

Nota-se que a primeira ação anteriormente mencionada, de realizar negociação baseada em informação privilegiada ainda não divulgada, é válida tanto para os *insiders* primários, quanto para os secundários.

Além da forma clássica, ocorre também o chamado *tipping* (segundo tipo de ação), que consiste em revelar informação sigilosas a terceiros, os *tippees*.²¹

¹⁷ Uso Indevido de Informação Privilegiada (Insider Trading) / Comissão de Valores Mobiliários. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2016. 45p. (Cadernos CVM, 11), p. 8.

“Art. 5º: A divulgação de ato ou fato relevante deverá ocorrer, sempre que possível, antes do início ou após o encerramento dos negócios nas bolsas de valores e entidades do mercado de balcão organizado em que os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação.”

¹⁸ Rol exemplificado no art. 2º da ICVM 358/02.

¹⁹ Uso Indevido de Informação Privilegiada (Insider Trading) / Comissão de Valores Mobiliários. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2016. 45p. (Cadernos CVM, 11), p. 21.

²⁰ Uso Indevido de Informação Privilegiada (Insider Trading) / Comissão de Valores Mobiliários. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2016. 45p. (Cadernos CVM, 11), p. 12.

²¹ Sobre o tema, o art. 8º da ICVM 358/02 define:

Portanto, todas as pessoas físicas ou jurídicas que direta ou indiretamente (por meio do *leaking*) receberam informações privilegiadas relevantes e confidenciais, devem abster-se de negociar valores mobiliários da companhia no mercado.

4.3 A natureza da infração de *insider trading*

Quanto a natureza do delito, ele “não se aperfeiçoa sem a efetiva verificação de negociação com a intenção do *insider* de realizá-la com o objetivo de obter vantagem utilizando a informação privilegiada à qual teve acesso” (MUSSNICH, 2013, p.48). Trata-se do elemento subjetivo do ilícito, o *animus* que impele o agente a realizar a operação. Ou seja, torna-se necessário o vínculo entre o negócio realizado e a posse da informação privilegiada por aquele que o realizou, estabelecendo-se uma relação de causa e efeito.

Porém, em entedimento diverso, encontra-se o posicionamento de Moderno Carvalhosa, que configura o ilícito de *insider trading* como formal, não sendo necessária a auferição da intenção do agente. Dessa forma não seria necessária nem a comprovação da relação entre a informação privilegiada e o negócio realizado pelo agente, pois seria dever desse último abster-se de realizar negócios no período em que retenha informações relevantes²².

Importante ressaltar que a CVM divide-se, principalmente em razão do art. 13 da Instrução nº 358/2002, que regula o *insider trading* no âmbito administrativo, não trazer em si o elemento subjetivo como requisito para a concretização do ilícito²³.

“Art. 8º Cumpre aos acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, e empregados da companhia, guardar sigilo das informações relativas a ato ou fato relevante às quais tenham acesso privilegiado em razão do cargo ou posição que ocupam, até sua divulgação ao mercado, bem como zelar para que subordinados e terceiros de sua confiança também o façam, respondendo solidariamente com estes na hipótese de descumprimento.”

²² “O dever de lealdade, no qual se inclui a abstenção da prática do *insider trading*, não se funda, pois, no dano, mas no dever fiduciário próprio das funções de administrador. Trata-se de ilícito formal. Dispensa-se, com efeito, no caso de *insider trading*, a configuração de intenção. O ilícito é objetivo.

(...) O mesmo critério cabe no caso de *insider trading*. A fraude decorre objetivamente de qualquer negócio com valores mobiliários emitidos pela companhia, praticados pelos administradores e demais agentes, durante o período em que retenham informações relevantes, com relação aos negócios e ao estado da companhia.” CARVALHOSA, 1998, p. 264.

²³ “Art. 13. Antes da divulgação ao mercado de ato ou fato relevante ocorrido nos negócios da companhia, é vedada a negociação com valores mobiliários de sua emissão, ou a eles referenciados, pela própria companhia aberta, pelos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, ou por quem quer que, em virtude de seu cargo, função ou posição na companhia aberta, sua controladora, suas controladas ou coligadas, tenha conhecimento da informação relativa ao ato ou fato relevante.

§1o A mesma vedação aplica-se a quem quer que tenha conhecimento de informação referente a ato ou fato relevante, sabendo que se trata de informação ainda não divulgada ao mercado, em especial àqueles que tenham relação comercial, profissional ou de confiança com a companhia, tais como auditores independentes, analistas

A CVM, entretanto, encontra-se ainda dividida entre as correntes, mas majoritariamente se alinha com o primeiro entendimento, qual seja, o ilícito de caráter subjetivo.

Em segundo lugar, mesmo que os acusados não tivessem apurado lucro nas respectivas operações, como efetivamente ocorreu, já é consolidado o entendimento do Colegiado da CVM de que o lucro não é requisito necessário para a caracterização do ilícito de uso indevido de informações privilegiadas. A efetiva consecução da vantagem não integra a caracterização do insider, basta, simplesmente, a negociação por qualquer pessoa que detenha informação privilegiada. Afasto, portanto, também essa linha de defesa.²⁴

Já a legislação penal, que, devido ao termo “capaz de propiciar”²⁵, esculpe o *insider trading* como um crime formal²⁶, diferentemente do que ocorre na esfera civil, que necessita da ocorrência do dano para que haja a responsabilização do administrador pela restituição dos prejuízos causados aos investidores²⁷, ou seja, o pedido de indenização pelos afetados.

Vale ressaltar que o fato de a companhia não se utilizar das informações e oportunidades oferecidas a ela, não dá a possibilidade de os administradores, pessoalmente, utilizarem-se delas. Isso ocorre em virtude de a companhia operar somente por meio dos administradores; portanto, se a companhia, através seus administradores, julga uma oferta ou situação como não interessante aos seus negócios, não havia razão para eles, em suas individualidades, fazê-lo.

5 O TRATAMENTO DADO PELA CVM NOS CASOS DE *INSIDER TRADING* NA SEARA ADMINISTRATIVA

5.1 Critérios de condenação por *insider trading* pela CVM

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.” – Instrução 358/02, CVM.

²⁴ Processo Administrativo Sancionador CVM n. RJ 2011/3665, trecho do voto da Relatora Diretora Luciana Dias: Caso Aços Villares, j. em 3-4-2012. Rio de Janeiro: CVM, 2012 *apud* MUSSNICH, 2013, p. 49.

²⁵ “Art. 27-D. Utilizar informação relevante ainda não divulgada ao mercado, de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo, capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiro, com valores mobiliários:

Pena – reclusão, de 1 (um) a 5 (cinco) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime.” – Lei 10.303/2001.

²⁶ Guilherme de Souza Nucci define os crimes formais como sendo os que “*se contentam com a ação humana esgotando a descrição típica, havendo ou não resultado naturalístico.*” (NUCCI, 2011, p. 185 *apud* WIEDMANN, p. 46).

²⁷ §3º do artigo 155 da LSA.

A CVM tem o objetivo de fiscalizar, normatizar, disciplinar e desenvolver o mercado de valores mobiliários no Brasil, e, portanto, é a competente para julgar seus processos administrativos.

No exercício dessa função, o estudo de Arthur Motta Milanezi, em “*Insider Trading: uma análise da jurisprudência da Comissão de Valores Mobiliários*” (2015), traçou, através de do estudo de 22 julgados sobre o tema, os principais critérios de condenação por *insider trading* pela CVM em suas fundamentações, e como eles geralmente se dão. Apesar da especificidade de cada caso concreto, aferiu-se que a CVM condena o acusado com base na verificação de três tópicos: “(5.1.1) a utilização da informação relevante, (5.1.2) referida informação ainda não ter sido divulgada pelo mercado, e (5.1.3) com a finalidade de obter vantagem para si ou para outrem” (MILANEZI, 2015, p. 112). Nota-se que tais critérios são sutilmente diferentes daqueles depreendidos do art. 155, parágrafo primeiro ao quarto, quais sejam: a existência de informação privilegiada não divulgada ao mercado (4.1); o acesso a essa informação privilegiada (4.2); e a intenção de negociar tirando proveito de tal informação (4.3). Porém, podem-se considerar como entendimentos complementares.

5.1.1 Utilização de informação relevante

Antes mesmo de iniciar-se o processo administrativo, as Gerências de Acompanhamento de Mercado (GMA-1 e GMA-2) acompanham e fiscalizam as movimentações realizadas no mercado financeiro. Por esse motivo, ao notarem uma grande negociação de ações em data anterior próxima a divulgação de um Fato Relevante, colhem informações sobre aquele ou aqueles que a realizaram, no intuito de descobrir as razões pelas quais se deram a operação.

Portanto, o primeiro indício da prática do *insider trading* é a movimentação anômala de ações em tal período. Após essa constatação, a Comissão de Inquéritos da CVM é incumbida de evidenciar se a negociação se deu baseada na informação privilegiada ainda não divulgada.

Nesse ínterim, a Comissão apura, qual o momento em que informação tomou caráter relevante, ou seja, quando seria capaz de influenciar o valor das ações no mercado caso viesse a público. Após essa etapa, verifica-se quem negociou entre essa data e a que o Fato Relevante foi publicado.

Chegando-se a tais nomes, analisa-se a posição desse indivíduo perante a companhia e seu histórico de transações, para consubstanciá-lo como possível *insider* primário ou

secundário. No caso de *insider primário*, presume-se que o sujeito, em razão de sua posição, tinha consciência da relevância da informação e como ela poderia alterar a cotação média ações, restando ao acusado provar que não estava sob a posse da informação, ou que não negociou com o objetivo de beneficiar-se. Já no caso de *insiders secundários*, o ônus de provar que o acusado tinha posse da informação é da acusação. Daí inicia-se um processo de busca de conexões entre possíveis *tippees* e *tippers*, como vínculo familiar, telefonemas, entre outros.

Dessa forma, não importa o caminho que o *insider* tomou para obter a informação, mas sim o mero porte da mesma ao negociar no mercado.

5.1.2 Informação ainda não divulgada ao mercado

Caso a negociação tenha se dado em período posterior à divulgação da informação não se configura a transgressão. Tal situação é excludente de culpabilidade (MILANEZI, 2015, p. 112). Sua relevância é lógica, pois, ao chegar ao mercado, a operação se deu com igual critério de oportunidade aos demais acionistas, não tendo o que se falar de *insider trading*.

5.1.3 A finalidade de obter vantagem para si ou para outrem

Esse critério baseia-se na análise do conjunto de fatos que se desenrolaram e se, juntos, são capazes de indicarem que o acusado realizou a operação no intuito de obter vantagem pessoal, ou para outrem, ou seja, o elemento subjetivo é analisado pelo julgador por meio de prova indireta, circunstancial (MILANEZI, 2015, p. 112).

Além dos elementos já citados, o *timing* em que o acusado realizou a operação é importante sinalizador de tal indícios. Por exemplo, se o acusado vendeu suas ações logo antes da divulgação de um Fato Relevante que levaria a baixa do preço das ações, evidencia sua ciência do anúncio que viria ser realizado mais tarde (MILANEZI, 2015, p. 114).

5.1.4 O uso de indícios e presunções pela CVM

O uso de prova indireta para o enquadramento e imputação de *insider trading* é tratado pela CVM como indispensável para a resolução dos casos, em razão da dificuldade em provar-se o *animus* em obter vantagem com negociação baseada em informação pelo agente por qualquer outro meio, salvo confissão. Nesse sentido, pronunciou-se o então Diretor Sérgio Weguilin:

Em se tratando de “insider trading”, em que via de regra é necessário demonstrar que o agente detinha conhecimento da informação relevante, a prova definitiva e irrefutável do ilícito será praticamente impossível, exceto na hipótese de confissão por parte do acusado.²⁸

O uso de indícios é regulado pelo o art. 239 do Código de Processo Penal, aplicável subsidiariamente aos processos administrativos sancionadores, e determina que indícios são “circunstâncias conhecidas e provadas, que, tendo relação com o fato, autorizem, por indução, concluir-se a existência de outra ou outras circunstâncias”, ou seja, utiliza-se de um fato conhecido para levar a conclusão de outro, que guardam entre si relação de causa ou efeito. Além dos indícios, presunções também vêm sendo utilizadas no mesmo sentido. Diferentemente do primeiro, presunção decorre apenas do exercício lógico em comunicar os fatos e informações, não precisando apoiar-se, necessariamente, em uma prova ou fato provado. Além de jurisprudência²⁹, entendimento doutrinário e respaldo legal já mencionado acima, o Direito pátrio defende o princípio do livre convencimento motivado do julgador. Já as presunções também vêm sendo utilizadas pela CVM na decisão dos processos administrativos sancionadores (MUSSNICH, 2013, p. 110).

Apesar de tais possibilidades serem amplamente úteis e utilizadas nos julgamentos de casos concretos, ressalta-se como o uso de indícios isolados para a fundamentação de uma imputação não é suficiente para tanto, devendo contar com maior robustez, ou seja, indícios múltiplos, conexos e relevantes³⁰. Em caso contrário, deve-se optar pelo *indubio pro reo*, levando-o à sua absolvição.

Por último, considera-se que o uso de tais meios só é possível nos cenários que julguem *insiders* primários, pois, em razão de seus cargos, a conexão lógica de acesso a informação privilegiada dá-se por “*iuris tantum*”³¹. Já no caso de *insiders* secundários, o entendimento da CVM divide-se internamente, entre aqueles que alegam o dever da acusação

²⁸ Processo Administrativo Sancionador CVM n. RJ 24/2005, j. em 7-10-2008, trecho do voto do Diretor Relator Sérgio Weguelin. Rio de Janeiro: CVM, 2008. Apud MUSSNICH, 2013, p.102.

²⁹ Como os processos indicados por Mussich (2016): Processo Administrativo Sancionador CVM n. RJ 08/2001, j. em 23-9-2004. Rio de Janeiro: CVM, 2004; Processo Administrativo Sancionador CVM n. RJ 24/2000, j. em 18- 8-2005. Rio de Janeiro: CVM, 2005; Processo Administrativo Sancionador CVM n. RJ 10/2008, j. em 23-11-2010. Rio de Janeiro: CVM, 2010; Processo Administrativo Sancionador CVM n. RJ 19/2009, j. em 7-6-2011. Rio de Janeiro: CVM, 2011; Processo Administrativo Sancionador CVM n. RJ 13/2009, j. em 13-12-2011. Rio de Janeiro: CVM, 2011; Processo Administrativo Sancionador CVM n. RJ 13/2005, j. em 25-6-2012. Rio de Janeiro: CVM, 2012.

³⁰ Nesse diapasão, o então Diretor Pedro Marcilio de Souza, manifesta-se no Processo Administrativo Sancionador CVM n. RJ 24/2000: “Conforme entendimento reiterado desta CVM, não é qualquer indício que enseja a condenação, mas a prova indiciária, quando representada por indícios graves, precisos e concordes que levem a uma conclusão robusta e fundamentada acerca do fato que se quer provar”.

³¹ Presunção relativa, que admite prova ao contrário.

de provar a posse da informação privilegiada pelo *insider* secundário³², e aqueles que entendem que nada impede que se presuma sua culpa.³³

6 CASOS RELEVANTES DE *INSIDER* NO CONTEXTO BRASILEIRO

Entre os casos mais emblemáticos referente ao *insider trading* no Brasil, tem-se o caso Sadia x Perdigão, ocorrido no ano de 2006, em que houve a inédita condenação penal por *insider trading* no direito brasileiro. Mais recentemente, em junho do corrente ano, houve também a condenação do empresário fundador do grupo EBX, que fora um dos principais conglomerados empresariais do país, Eike Batista ao pagamento de uma enorme multa, valor muito mais expressivo que se comparado ao outro caso citado, em razão da mesma infração. Em função da importância histórica do primeiro, e da contemporaneidade e expressão midiática do segundo, esses serão os casos tratados a seguir.

6.1 O caso Sadia e Perdigão

Em julho de 2006, a Sadia promoveu uma OPA (oferta pública de ações) da concorrente Perdigão. Caso fosse aceita, a proposta seria equivalente, naquela época, à maior fusão no setor corporativo brasileiro desde a criação da AmBev, fruto da compra da Antarctica pela Brahma, em 1999. Porém, essa tentativa de aquisição hostil não foi bem-sucedida de imediato, uma vez que a oferta foi recusada por acionistas que representavam 55,38% do capital da Perdigão. Passados três anos desde a primeira oferta fracassada, em maio de 2009, foi assinado o acordo de fusão que deu origem a gigante da indústria alimentícia nacional Brasil Foods (BRF). Antes mesmo desse acordo ser celebrado, descobriu-se que duas figuras importantes da Sadia à época da primeira oferta, em 2006, estavam envolvidas em operações realizadas com base em informações privilegiadas. Em 2011, o mesmo caso desdobrou-se na esfera penal, sendo a primeira condenação por *insider trading* no Direito Penal Brasileiro. Contaremos a seguir como essa história deu-se.

³² Conforme decisão do colegiado IA 02/85, de que foi Relator o então Diretor Nelson Eizirik, alegando que “tratando-se de um ‘insider de mercado’, ou ‘tippee’, não ocorre tal presunção, cabendo à CVM provar seu acesso à informação”. Inquérito Administrativo Sancionador CVM n. RJ 13/2000, caso Ambev/Brahma, j. em 17-4-2002. Rio de Janeiro: CVM, 2002.

³³ Como parte do voto da Diretora Norma Jonssen Parente ao divergir do Relator do Processo Administrativo Sancionador n. RJ 13/2000:

“Concordo com o voto do Diretor-Relator Marcelo Trindade, ressalvado no que tange à declaração de que as presunções, no caso de ‘insider trading’, só podem ser acolhidas quando se tratar de administradores. Embora seja verdade que a presunção em se tratando de administrador é “iuris tantum”, nada impede que se presuma a culpa do ‘tippee’ ou do ‘insider de mercado’”. (*Idem*).

O caso julgado na esfera administrativa pelos Processos Sancionadores SP2007/0117³⁴ e SP2007/0118³⁵ trata da negociação de figuras da administração da SADIA S.A. (“SADIA”) “por negociar(em) com valores mobiliários de posse de informações relevantes ainda não divulgadas ao mercado, conduta vedada pelo art. 155, §1º, da Lei nº 6.404/761”³⁶, havendo quebra do dever de lealdade.

Em linhas gerais, desde abril de 2006, SADIA e PERDIGÃO já dialogavam sobre uma possível oferta pública de aquisição de controle (OPA) da SADIA para com a PERDIGÃO, que estava prestes a entrar no Novo Mercado (informação relevante). Portanto, solicitaram-se estudos e reuniões que envolviam figuras chave para esse processo, como administradores e consultores jurídico. Entre essas figuras encontravam-se Luiz Gonzaga Murat Junior, Diretor de Finanças e Relações com Investidores (DRI) e Romano Ancelmo Fontana, membro do Conselho de Administração (CA), ambos da SADIA (por onde se deu o acesso à informação privilegiada dos acusados).

Murat, com posse dessa informação, que no presente caso é justamente a informação relevante, comprou, na data de 07 de abril de 2006, em nome da empresa *offshore* Brackhil Investments Inc., com registro nas Ilhas Virgens Britânicas, por meio da corretora Merrill Lynch, 5.110 *American Depositary Receipts* (ADR’s)³⁷ de emissão da Perdigão na Bolsa de Valores de Nova Iorque (New York Stock Exchange). Mais tarde, em 29 de junho de 2006, Murat comprou, da mesma forma, mais 30.600 ADR’s (negociação realizada com base na informação privilegiada).

Já entre os dias 5 e 12 de julho de 2006, Ancelmo, membro do conselho de administração da Sadia, também comprou um total de 18.000 ADR’s da Perdigão, correspondentes a 36.000 ações ordinárias da companhia, em nome próprio, a partir da conta mantida na corretora do HSBC *Republic Bank Suisse* (negociação realizada com base na

³⁴ Processo Administrativo Sancionador CVM SP 2007/0117. Diretor-Relator: Eli Loria. Presidente da sessão de julgamento: Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana. j. 26.02.2008. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/2008/20080226_SP20070117.html>. Acesso em: 07 out. 2017.

³⁵ Processo Administrativo Sancionador CVM SP 2007/0117. Diretor-Relator: Marcos Barbosa Pinto. Presidente da sessão de julgamento: Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana. j. 26.02.2008. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2008/20080226_PAS_SP20070118.pdf>. Acesso em: 27 out. 2017.

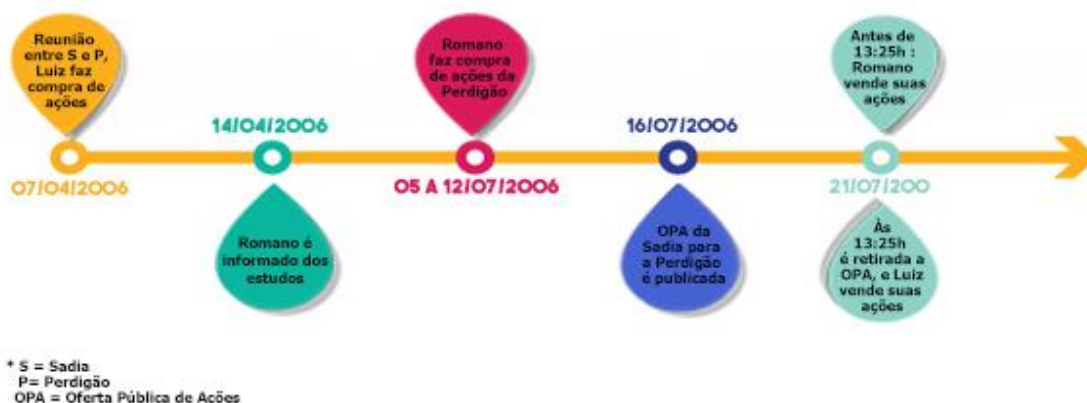
³⁶ Processo Administrativo Sancionador CVM SP 2007/0117. Diretor-Relator: Eli Loria. Presidente da sessão de julgamento: Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana. j. 26.02.2008. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/2008/20080226_SP20070117.html>. Acesso em: 07 out. 2017.

³⁷ ADR é a sigla para *American Depositary Receipt*, que, por sua vez, são recibos de ações emitidos nos EUA para negociar ações de empresas de fora do país na Bolsa de Nova York. Uma empresa brasileira, por exemplo, para ter suas ações negociadas na NYSE precisa ser emitida em forma de títulos, com o nome de ADRS. <<https://www.tororadar.com.br/investimento/bovespa/adr-o-que-e>>. Acesso em: 07 out. 2017.

informação privilegiada). No dia 16 do mesmo mês, a Sadia S/A ("SADIA") apresentou oferta pública de compra de, no mínimo, 50% mais uma ações de emissão da PERDIGÃO, fazendo com que o preço da ação dessa última sofresse um aumento significativo.

Porém, entre o período de 18 a 20 de julho, as empresas entraram em negociação, resultando, no dia 21, a retirada da oferta de compra pela Sadia. Consequentemente, no mesmo dia, após a divulgação do fato, que se deu por volta das 13:25 h (no horário de Nova York), o preço das ações da Perdigão oscilou de US\$ 26,57 para US\$ 22,75, fechando em US\$ 24,98. Porém, Alcelmo, que havia comprado ADRs da Perdigão, como supramencionado, com posse da informação relevante ainda não divulgada, vendeu em horário anterior a divulgação da retirada da oferta, suas ADR's obtendo um lucro de US\$ 139,114.50. Toda a operação realizou-se com o administrador estando no Brasil.³⁸

Já Murat, que havia realizado compras de ADR's da Perdigão, na data do dia 21, vendeu parte dos ADRs da Perdigão S.A. após a revogação da oferta pela Sadia S.A, não obtendo nenhum lucro. Contudo, foi responsabilizado da mesma forma, pois, como já apresentado anteriormente, a infração de *insider* não pressupõe a obtenção de lucro para aperfeiçoar-se. Os fatos narrados encontram-se esquematizados na linha do tempo abaixo:



No processo referente a Murat, a defesa alegou que a negociação das ADR's se deu baseada em informações públicas, e não em informações privilegiadas que o acusado possuía. Segundo a defesa, os negócios realizados foram motivados por fundamentos de mercado, como os reflexos da crise aviária e a entrada da Perdigão no Novo Mercado. Nesse sentido, a CVM interpretou o fato do acusado ter adquirido ADRs da Perdigão pela primeira vez no dia em que discutiu a realização da oferta pública no Banco ADN Amro SA, como suspeita e pouco provável de ter sido baseada em informações diferentes daquelas que acabara de ter

acesso em função de seu cargo. Além disso, a defesa também alega que o acusado vendeu parte dos ADRs da Perdigão S.A. após a revogação da oferta pela Sadia S.A, e ressaltou, em seu favor, que essa venda só foi realizada após a divulgação de fato relevante ao mercado, sem nenhum lucro. Porém, como já indicado nesse trabalho, a CVM entendeu que a não auferição de lucro não torna a conduta regular, nem mesmo o momento da venda das ADRs muda esse cenário, que só seria ainda mais grave se tivesse se dado antes da divulgação ao mercado da revogação da oferta. Luiz Gonzaga Murat foi punido com a inabilitação para o exercício do cargo de administrador pelo prazo de cinco anos.

Já no processo de Romano, a defesa procurou argumentar no sentido de que a operação realizada pelo acusado não gerou danos a pessoas residentes no Brasil ou houve conduta fraudulenta, e que a própria CVM só regula esse último tópico quando realizada no Brasil, e não no exterior. Também afirmou que o acusado não era administrador da PERDIGÃO e, portanto, só poderia sofrer o presente processo, como então mencionava a Instrução CVM nº 31, por suposta prática não equitativa, e não por alegada conduta fraudulenta uma vez que a própria natureza do suposto ilícito o alinha com a prática não equitativa, independentemente da menção expressa pela regulamentação. Por fim, também indicou que não houve o uso de informação privilegiada, pois quando realização a compra das ADRs a realização da oferta ainda era incerta, e quando da venda, acreditou que a informação já havia chegado ao público. Quanto a prática do *insider* a CVM por meio do voto do diretor-relator Eli Lora manifestou-se:

Na esfera do mercado de valores mobiliários, a CVM possui competência para definir os contornos da tipificação 7/17 administrativa do que seriam condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, manipulação de preço, operações fraudulentas e práticas não equitativas, sendo certo que a conduta imputada ao Defendente é considerada fraudulenta, já que envolve o elemento subjetivo (vontade do agente) consciente e livre de utilizar a informação não divulgada publicamente ao mercado para negociar em detrimento de outros que não possuem a informação para aferir lucro mediante ardil ou artifício. O fraudador, assim, obteve lucro restando aos investidores desinformados os prejuízos.³⁹

Nesse caso também houve a inabilitação temporária do acusado. Nota-se que, em ambos os processos, houve a condenação baseada principalmente na análise do *timing* em que se deram as operações realizadas pelos acusados, sendo para CVM o maior indício de que houve o requisito subjetivo do ilícito.

³⁹ Processo Administrativo Sancionador CVM SP 2007/0117. Diretor-Relator: Marcos Barbosa Pinto. Presidente da sessão de julgamento: Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana. j. 26.02.2008. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2008/20080226_PAS_SP20070118.pdf>. Acesso em: 27 out. 2017.

6.2 O caso Eike Batista e a OSX

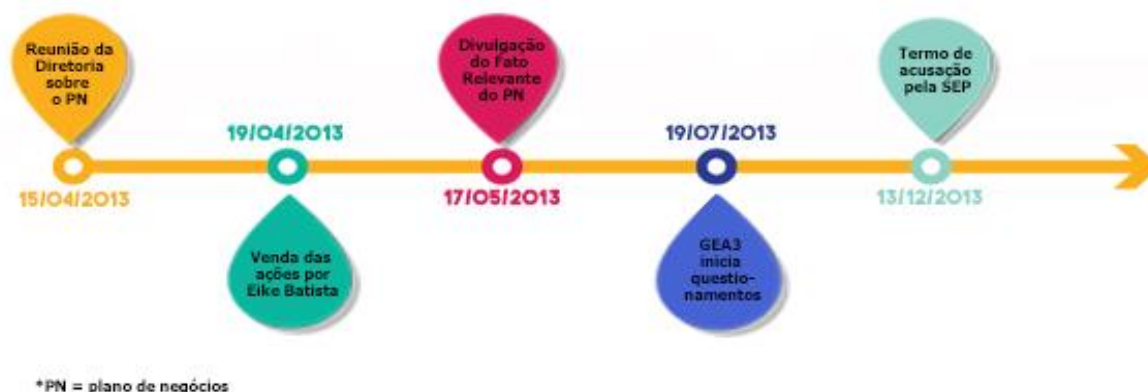
A OSX Brasil S.A. é uma empresa do grupo EBX criada em 2009 que atua nas áreas de construção naval, *leasing* e serviços operacionais de navios.

Em 17 de maio de 2013, a empresa anunciou, por Fato Relevante, a aprovação de um novo Plano de Negócios, que em razão de seu conteúdo, levou a uma considerável baixa no preço de suas ações.

Tal plano negócios foi discutido em reunião do conselho de administração da companhia em 15 de abril de 2013, em que estava presente o empresário Eike Batista, então presidente do conselho de administração e acionista controlador da OSX. Na data de 19 de abril de 2013, o presidente vendeu cerca de 9.911.900 ações, avaliadas em R\$ 33.700.460,00, negócio que como justificativa adequar o *free float* mínimo exigido da companhia por integrar o Novo Mercado, como foi anunciado em Comunicado ao Mercado na mesma data.

Porém, tal jogada evitou-lhe um prejuízo de R\$10.506.614,00. Ou seja, munido da informação da possível aprovação do novo plano de negócios citado (informação privilegiada), por meio de sua presença na reunião da Diretoria que discutiu o assunto (acesso à informação privilegiada), Eike vendeu o montante de suas ações para lhe salvar de um enorme prejuízo (intenção e obtenção de proveito ao negociar baseado em tal informação), preenchendo, portanto, os requisitos para a configuração de *insider trading*.

A GEA3 (Gerência de Acompanhamento de Empresas) iniciou, em 19 de julho de 2013, uma série de questionamentos em relação as razões, datas e nomes dos envolvidos na elaboração e aprovação do novo plano de negócios da companhia. Após questionados e tendo apresentado respostas não convincentes, em 13 de dezembro de 2013, a SEP (Superintendência de Relações com Empresas) apresentou Termo de Acusação em face de Eike Batista, acusando-o da conduta explicada acima. Tais datas e fatos foram esquematizados na linha do tempo abaixo:



Em sua defesa, Eike alegou inexigibilidade de conduta diversa, pois deveria adequar o *free float* da Companhia integrante do Novo Mercado, e portanto, configuraria falta de materialidade delitiva. Além disso, afirmou que na data em que vendeu tais ações, não detinha informação diferente daquela divulgada no mercado. Ademais, a crise do Grupo X estava instaurada e plenamente refletida no preço das ações da OSX, com trajetória de queda em todo o ano de 2013, e o Fato Relevante anunciado em 17/05/2013 apenas confirmou a situação já precária e precificada.

Todavia, tais alegações não foram o suficiente para o convencimento da CVM, que o condenou ao pagamento de multa no valor de R\$21.013.228,00, no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2013/13172, em 25/04/2017.⁴⁰ Interessante notar que nesse caso específico, diferentemente dos Sadia e Perdigão narrado anteriormente, a CVM fulcrou sua decisão na Instrução 358/02, em que presume-se o elemento subjetivo do ilícito no casos em que os agentes sejam *insiders* primários, qual seja, a utilização da informação relevante com o objetivo de auferir vantagem:

Como bem consignado em precedente da CVM, “nos casos contemplados no art. 13 da Instrução nº 358/2002, a CVM considera determinado fato provado (e.g., o fato de o investigado ser administrador da companhia aberta) como indício hábil a autorizar, por indução, a conclusão quanto à ocorrência de fatos que configuram a prática do insider trading (o conhecimento da informação relativa ao fato relevante pendente de divulgação e o intuito de obter vantagem). Ou seja, esses elementos da infração são reputados provados pela CVM, até que o investigado ou acusado demonstre o contrário”.⁴¹

⁴⁰ Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2013/1317. Diretor-Relator: Henrique Balduino Machado Moreira. Presidente da sessão de julgamento: Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana. j. 25/04/2017. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2017/RJ201313172_OSX_Brasil.pdf>. Acesso em: 07 out. 2017.

⁴¹ Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2013/1317. Diretor-Relator: Henrique Balduino Machado Moreira. Presidente da sessão de julgamento: Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana. j. 25/04/2017. Disponível em:

Dessa forma, observa-se a pluralidade de entendimentos e posicionamentos dados pela CVM ao tratar do uso de informação privilegiada na esfera administrativa.

6.3 A conexão entre os casos

Observa-se que, tanto no primeiro, como no segundo caso narrados, houve situações de *insider trading*, em que a figura do administrador utiliza-se de informação privilegiada ainda não divulgada, para negociar com o fim de obter vantagem pessoal.

Em ambas as condenações, os acusados foram condenados pelo descumprimento ao art. 155, §1º da Lei nº 6.404/76 e ao art. 13 da Instrução CVM nº 358/2002. No primeiro caso, Luiz não obteve lucro, e no segundo, a vantagem de Eike foi um menor prejuízo, mas não deixam de configurar o do *insider trading*, que fere a boa fé do mercado, que preza pela divulgação simétrica de informação.

A repercussão dos casos, e o tratamento dado a eles pela CVM revela a relevância do *insider trading* para o mercado a nível global, e o porquê é importante reprimi-lo e responsabilizar os agentes envolvidos.

7 A REALIDADE DA PUNIÇÃO DE *INSIDER TRADING* NO BRASIL NA ESFERA ADMINISTRATIVA

Apesar de os casos mencionados serem de extrema relevância para o mercado brasileiro e para o direito pátrio de maneira geral, nota-se que, na maioria das vezes, a CVM é incapaz de condenar os envolvidos na transgressão. Nesse diapasão, revela as pesquisas realizadas pela pesquisadora Vivianne Muller Prado (PRADO, 2016, p. 42), que serão analisadas criticamente a seguir.

No período de 2002 a 2015 a CVM julgou no total 764 processos administrativos sancionadores em rito ordinário. Deste número, 50 casos envolviam o ilícito de *insider trading*, representando em torno de 7% da atividade punitiva do regulador do mercado de valores mobiliários (Anexo - Figura 1). Apesar de 7% parecer um número irrisório, ao levar-se em consideração a totalidade de matérias de competência regulatória da CVM, conclui-se que é uma taxa expressiva (PRADO, 2016, p. 42).

O número total de indiciados, segundo Prado (2016, p. 4) ao longo desse mesmo período foi de 223, dentre eles cerca de 61,4% eram agentes de mercado (*insiders* secundários), 33,2% pessoas ligadas diretamente à companhia (*insiders* primários), e os 5,4% restantes eram agentes externos (*insiders* secundários) (Anexo - Figura 2).

Em relação à punição ou à absolvição dos indiciados, nota-se que a maioria é absolvida (PRADO, 2016, p. 46). Dos 50 processos envolvendo o uso de informação privilegiada, 44% tiveram todos os seus indiciados absolvidos (Anexo - Figura 3). Já em razão do número total de indiciados, apenas 26,4% foram punidos (Anexo - Figura 3). Das 59 condenações, nota-se que a principal penalidade se dá por meio de multa, que constitui 88,1% desse total (Anexo - Figura 4).

Tais números revelam que a capacidade do julgador em provar todos os três requisitos que constituem o *insider trading*, já enumerados no presente estudo, ainda é tímida. Como possível causa de tais resultados, pode-se indicar a dificuldade em comprovar de forma cabal a posse da informação relevante pelo indiciado no momento da negociação, já que a verificação do elemento subjetivo do agente se dá através da análise de indícios que decorrem desse fator maior⁴². De forma ampla, todo o processo de investigação decorre da posse da informação relevante.

Nesse ínterim conclui-se que:

[...] a pouca capacidade fática do órgão regulador do mercado de valores mobiliários em conseguir comprovar que a transação foi realizada tendo um dos comitentes informação não disponível. Isso porque o comitente pode realizar a operação juntando informações disponíveis que individualmente não levem a uma conclusão definitiva para comprar ou vender. Entretanto, a soma de tais informações, quando adicionadas perspicácia e ao risco que queira correr o investidor, podem fazer com que ele decida por realizar a operação de compra ou de venda sem que esteja se utilizando de informação privilegiada.

Tendo como referência o entendimento majoritário já exposto (item 5.1.4) de que nos casos de *insider* secundário, é ônus do acusador provar a posse da informação relevante, e somando-se ao fato de que 66,8% do total de indiciados desse período pertence a essa categoria (Anexo - Figura 2), pode-se concluir que a taxa de absolvição de 75% é decorrência, em sua maioria, da soma desses fatores. Ou seja, pela maioria dos casos envolverem *insider* secundários, situação essa que exige para que se dê a condenação a análise de provas diretas, ou seja, que não se pode basear em indícios, a absolvição ser uma maioria não é surpresa. Questiona-se, portanto, se deve a CVM ser mais objetiva em suas condenações, prezando pela

⁴² “[...] foi possível evidenciar também a estreita ligação entre os critérios de posse (5.1.1), e em virtude da necessidade em ter a posse para ser averiguada a finalidade (5.1.3), ambos de dificuldade elevada de comprovação (no caso de *insider* primário, somente a finalidade)” (MILANEZI, 2015).

condenação baseada em provas diretas em tais casos, ou se deve flexibilizar tal entendimento a depender do caso concreto, tendo em vista os nuances subjetivos de cada um.

Além disso, outro ponto que merece ser levantado em decorrência da análise dos dados é a capacidade da CVM em coibir a prática de *insider trading*. Além da dificuldade na produção de provas da acusação, nota-se também que na maioria dos casos a punição se dá por meio de multa. Apesar do valor da multa seguir critérios legais⁴³, questiona-se se tais valores são capazes de pesar na deliberação do indivíduo que cogita fazer-se uso da informação privilegiada, bem como se a possibilidade de ser condenado é levada em consideração como uma ameaça real. Indo além da esfera administrativa, será que a abordagem na área penal e cível se dão de maneira homogênea, agindo de forma uníssona no combate ao *insider trading*⁴⁴? São perguntas ainda complexas, mas que merecem ser analisadas em razão do prejuízo causado pelo uso de informação privilegiada, não só para as próprias empresas, mas como para todo o mercado financeiro.

8 CONCLUSÃO

Ao longo deste trabalho, buscou-se compreender as várias facetas que integram o *insider trading*. Por meio da análise dos deveres fiduciários dos administradores previstos na Lei 6.404/64, depreendeu-se a importância da obrigatoriedade de certas condutas pelos administradores das companhias, a fim de manter-se não só a relação de confiança com seus acionistas, mas também a boa-fé do mercado de valores.

Nesse íterim, após conceituar o *insider trading* como o uso de informação privilegiada não divulgada a fim de obter-se vantagem para si ou para outrem, concluímos como tal prática fere os princípios fiduciários de lealdade e sigilo.

⁴³ Art. 11º, parágrafo 1º da Lei nº 6.385/1976.

⁴⁴ Tal preocupação também é expressa por Prado ao final de sua obra discutida:

“Na esfera criminal, são poucos os casos de que se tem notícia e apenas um deles foi julgado até a instância do STJ. Se comparamos este resultado com potenciais casos criminais envolvendo situações nos quais houve condenação na esfera administrativa, de pessoas que tinham o dever de guardar sigilo, são duas as problemáticas incidentais. A primeira refere-se ao fluxo de informações entre CVM e Ministério Público. A segunda está nos critérios utilizados para levá-los à apreciação do juízo criminal. Talvez a constatação mais surpreendente seja no sentido de que os procedimentos, precedentes administrativos e judiciais utilizaram critérios e alcançaram resultados diferentes em função justamente dos instrumentos, mecanismos, estratégias jurídicas ou proativismo das instituições ao combater o ilícito. Não há homogeneidade na tomada de decisão nem por parte de quem propõe medidas administrativas e judiciais e nem por parte de quem julga. O contexto em que essa dinâmica ocorre chama a atenção, especialmente quando se pensa em estruturas institucionais e resultados efetivamente alcançados. Afinal, a prática de *insider trading* vem mesmo sendo combatida no Brasil? Qual a mensagem recebida por quem, de alguma forma, pretende se utilizar de informações privilegiadas em operações realizadas no mercado de valores mobiliários?” (PRADO, 2016, p. 82).

Procurou-se, também, compreender o entendimento e o tratamento dado pelo órgão que zela pelo funcionamento correto do mercado, a CVM, aos casos de *insider trading*, analisando por meio de seus julgamentos, os principais requisitos necessários para a condenação de *insider*.

Ao apresentar casos de uso de informação privilegiada emblemáticos no direito brasileiro, ilustrou-se como tal transgressão acontece no plano fático. Porém, a condenação obtida nos casos citados ainda não é uma constante nos julgamentos administrativos sobre o tema, como demonstrado pelas pesquisas de Viviane Muller. Atribuímos, a parte desse resultado, o fato de que a maioria dos processos instaurados no período analisado de 2002 a 2015 terem como acusados *insiders* secundários, situação essa que exige da acusação a produção da prova direta de que o acusado estava sob posse da informação privilegiada, segundo entendimento majoritário da CVM.

Apesar disso, refletir números tímidos de condenação em processos administrativos sancionadores e colocar em cheque a capacidade de coibir e punir o *insider trading* pela CVM, a despeito da relevância dada a transgressão pelo ordenamento brasileiro que o regula em todas suas esferas possíveis, quais sejam, civil, administrativa e penal, questiona-se se o entendimento que coíbe a condenação de *insider* secundário baseada em indícios é a mais adequada.

Apesar de acreditarmos na necessidade de se preservar o *indubio pro reo*, coloca-se como reflexão final se deve a CVM tornar objetivo o critério acima exposto nos casos de *insider* secundário, em busca de segurança jurídica, ou torná-los mais flexíveis a depender de cada caso, em razão da complexidade inerente a cada um, possibilitando uma maior efetividade punitiva.

REFERÊNCIAS

ADAMEK, Marcelo Vieira Von. **Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A** (e as ações correlatas). São Paulo: Saraiva, 2009.

ASPECTOS JURÍDICOS DO "INSIDER TRADING" – CVM 1978, p.3

BRASIL. **Constituição (1988)**. Constituição da República Federativa do Brasil. Brasília, DF: Senado Federal: Centro Gráfico, 1988. 292 p.

BERBERT, Leandro Josias Sathler. Os Commercial Papers são títulos de dívida de curto prazo, de alta rentabilidade, e normalmente sem garantias. In: _____. **O mercado de Commercial Papers no Brasil**. 2010.

BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito societário**. 13.ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Renovar, 2012

BUGS, Gabriel. **Deveres e Responsabilidades dos Administradores de Sociedade Anônima**: Estudo comparado com o direito norte-americano. 2010. 10-11f. Trabalho de conclusão do Curso de Ciências Jurídicas e Sociais apresentado ao Departamento de Direito Privado e Processo Civil, da Faculdade de Direito, da Universidade Federal do Rio Grande do Sul – UFRGS – como requisito parcial para a obtenção do grau de Bacharel. Porto Alegre, 2010.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas**. 2. ed. São Paulo: Editora Saraiva, 1998.

EIZIRIK, Nelson. **A lei das S/A comentada**. Volume II. Arts. 121 a 188. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

_____; GAAL, Ariadna B.; PARENTE, Flavia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de capitais**: regime jurídico. 2.ed [rev. e atualizada]. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

GONÇALVES-NETO, Alfredo de Assis. **Lições de direito societário**: sociedade anônima. 1. ed. vol II. São Paulo: Editora Juarez de Oliveira, 2005.

_____. **Manual das companhias ou sociedades anônimas**. 2. ed. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2010. p. 148-149.

INSTRUÇÃO CMV 358/02.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. A adoção do Chinese Wall e a repressão ao *insider trading*. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, São Paulo, v. 47, p. 245, jan./mar., 2010.

MILANEZI, Arthur Motta. **Insider Trading**: uma análise da jurisprudência da Comissão de Valores Mobiliários. Trabalho de Conclusão de Curso. Faculdade de Direito de Ribeirão Preto, 2015.

MUSSNICH, Francisco Maciel. **O insider trading no direito brasileiro** - DIG. Editora Saraiva, 2013.

NUCCI, Guilherme de Souza. Manual de direito penal. Parte geral. Parte especial. 7.ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011, p. 185. *Apud* WIEDMANN, Natasha Pereira Wiedmann. **A Criminalização do Insider Trading no Brasil**, suas Principais Controvérsias e o Caso “Sadia Perdigão”. p. 46.

PORTAL DO INVESTIDOR. Disponível em: <http://www.portaldoinvestidor.gov.br/menu/Menu_Investidor/valores_mobiliarios/debenture.html>. Acesso em: 26 out. 2017.

PRADO, Viviane Muller. **Insider trading: normas, instituições e mecanismos de combate no Brasil** [recurso eletrônico] / Viviane Muller Prado, Nora Rachman, Renato Vilela. – São Paulo: FGV Direito SP, 2016. (Coleção acadêmica livre)

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM n. RJ 2011/3665, trecho do voto da Relatora Diretora Luciana Dias: Caso Aços Villares, j. em 3-4-2012. Rio de Janeiro: CVM, 2012 *apud* MUSSNICH, Francisco Maciel, 2013, p.49

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM nº RJ2013/1317. Diretor-Relator: Henrique Balduino Machado Moreira. Presidente da sessão de julgamento: Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana. j. 25/04/2017. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2017/RJ201313172_OSX_Brasil.pdf>. Acesso em: 07 out. 2017.

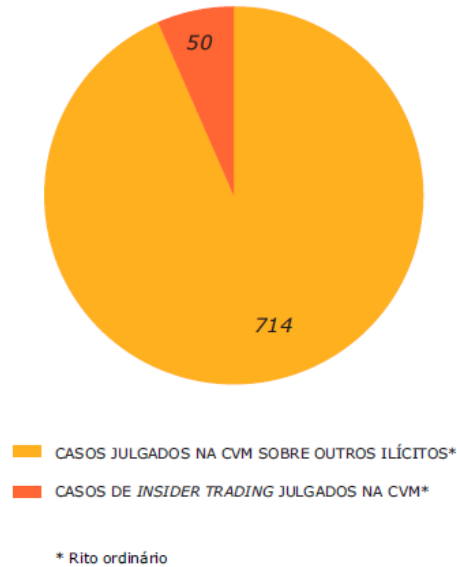
REQUIÃO, Rubens. **Curso de direito comercial**. 24 ed. Vol. 2. São Paulo: Saraiva, 2000.

TOMAZETTE, Marlon. **Curso de direito empresarial**. Teoria geral e direito societário. 2. ed. Vol. 1. São Paulo: Atlas, 2009.

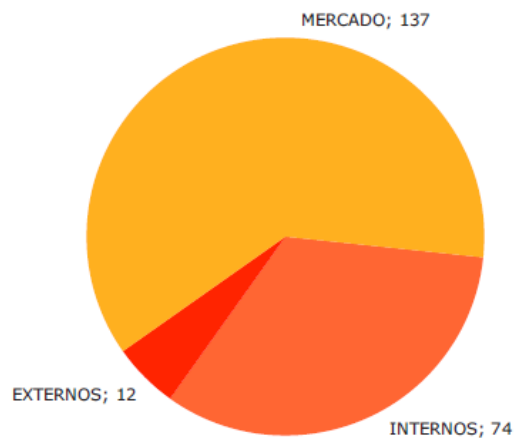
USO INDEVIDO DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA (*Insider Trading*) / Comissão de Valores Mobiliários. **Cadernos CVM**, 11. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2016.

ANEXOS

Figura 1 - Temática dos PAS da CVM julgados, no período de 2002-2015

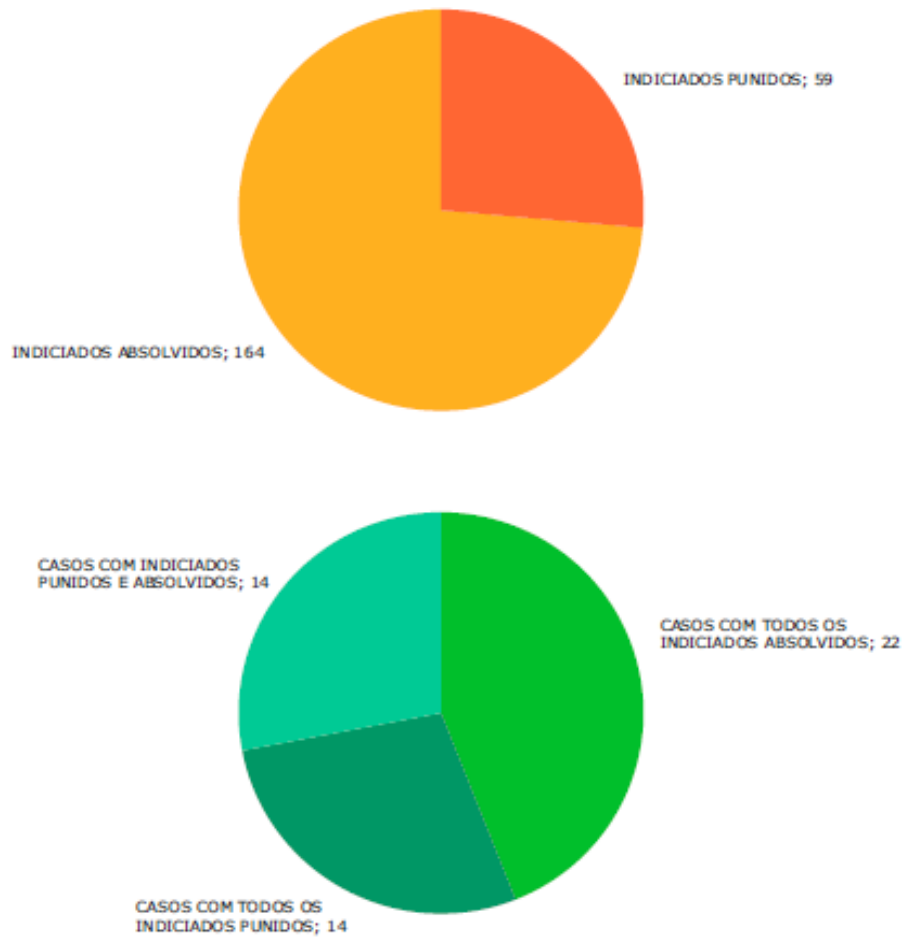


Fonte: CVM apud PRADO, Viviane Muller. *Insider trading*: normas, instituições e mecanismos de combate no Brasil [recurso eletrônico] / Viviane Muller Prado, Nora Rachman, Renato Vilela. – São Paulo : FGV Direito SP, 2016.102 p.42 – (Coleção acadêmica livre)

Figura 2 - Distribuição dos indiciados por *insider trading* em três classificações, no período de 2002-2015

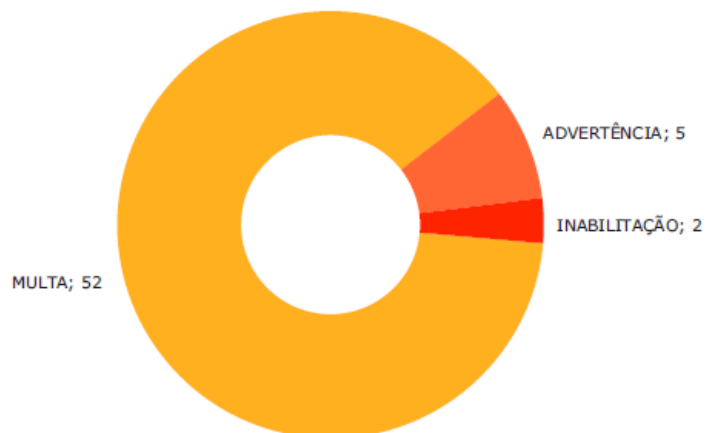
Fonte: CVM apud PRADO, Viviane Muller. *Insider trading*: normas, instituições e mecanismos de combate no Brasil [recurso eletrônico] / Viviane Muller Prado, Nora Rachman, Renato Vilela. – São Paulo: FGV Direito SP, 2016.102 p.42 – (Coleção acadêmica livre)

Figura 3 - Punição e absolvição, individualmente e por casos, no período de 2005-2015



Fonte: CVM apud PRADO, Viviane Muller. *Insider trading*: normas, instituições e mecanismos de combate no Brasil [recurso eletrônico] / Viviane Muller Prado, Nora Rachman, Renato Vilela. – São Paulo: FGV Direito SP, 2016.102 p. 51 – (Coleção acadêmica livre)

Figura 4 - Distribuição das punições por *insider trading*, por tipo, no período de 2002-2015



Fonte: CVM apud PRADO, Viviane Muller. *Insider trading*: normas, instituições e mecanismos de combate no Brasil [recurso eletrônico] / Viviane Muller Prado, Nora Rachman, Renato Vilela. – São Paulo: FGV Direito SP, 2016.102 p. 55 – (Coleção acadêmica livre)