

PONTÍFICA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO

Faculdade de Direito

INSIDER TRADING: A PUNIÇÃO DA VANTAGEM INDEVIDA PELA CONDUTA

São Paulo

2022

Leonardo Weiler Figueiredo

INSIDER TRADING: A PUNIÇÃO DA VANTAGEM INDEVIDA PELA CONDUTA

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado a Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, Campus Perdizes, como requisito parcial para obtenção do título de bacharel em direito.

Orientador: Prof. Fábio Costa Couto Filho

São Paulo

2022

PONTÍFICA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO

LEONARDO WEILER FIGUEIREDO

INSIDER TRADING: A PUNIÇÃO DA VANTAGEM INDEVIDA PELA CONDUTA

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à Banca Examinadora de Graduação em Direito, da Faculdade de Direito da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo – PUC SP, como exigência parcial para obtenção do título de Bacharel em Direito, sob a orientação do Professor Dr. Fábio Costa Couto Filho

Aprovado em: ____ de _____ de 2022.

Banca Examinadora

Dr. Fábio Costa Couto Filho

Assinatura: _____

Prof. _____

Assinatura: _____

Prof. _____

Assinatura: _____

Entre muitos ditos necessários, neste ponto ressalto principalmente a minha vó, ser que trouxe luz à caverna e sabedoria ao desconhecido, Deus lhe guarde;

AGRADECIMENTOS

A deus, por sempre me rondar e proteger dos perigos terrenos.

A minha vó, ser humano mais iluminado ao qual eu tive o prazer de conviver durante toda a minha existência. Obrigado por coisas que eu jamais conseguiria elen-car em folhas de papel.

A minha mãe, por todas as batalhas, todos os dias e toda garra durante meu desenvolvimento.

A meu avô, por exemplos que jamais poderiam ser falados.

A meu pai, por todas as conversas.

A minhas tias Alessandra e Mariane, por me acolherem como filho e ver o ho-rizonte onde eu jamais acreditaria enxergar.

Agradeço ao meu orientador pela imensa paciência e sabedoria despendidas.

A todos os meus professores por não só servir de exemplo, mas como aspirar novos ares.

Agradeço à André Funtowicz, Guilherme Vieira, Felipe Nakamura, Viktor Smith, Pedro Paulo Saraiva, Maria Clara Santa Rosa, Juliana Sarmento e tantos outros que contribuíram na minha caminhada aqui. Eu não conseguiria sem vocês.

"Transformai uma árvore em lenha que ela arderá; mas, a partir de então, não dará mais flores, nem frutos. Compreendemos mal o mundo e depois dizemos que ele nos decepciona. Onde o espírito não teme, a frente não se curva. Há triunfos que só se obtêm pelo preço da alma, mas a alma é mais preciosa que qualquer triunfo."-

Rabindranath

RESUMO

O objetivo do trabalho aqui desenvolvido será o de situar, desenvolver, discutir e buscar uma solução para esta problemática bem como dar sobre o questionamento de, por que tanta ocorrência quando tratamos deste tema. Expor e estressar casos tidos e não solucionados, trazer decisões de tribunais sobre situações previas vistas no ornamento jurídico. Um ponto muito importante será, como o *compliance* brasileiro pode atuar nesta movimentação? Quais pontos vistos no exterior? Qual o remédio que poderá ser utilizado para esta epidemia?

A natureza deste projeto é conhecer melhor o problema, identificá-lo e entender a motivação de sua continuidade, já que é visto com frequência no cenário nacional. A finalidade é a de exposição e melhor apresentação do assunto, que, por muitas vezes é tratado como de conhecimento geral, quando na verdade, é muito pouco explorado.

O macro objetivo é tratar do assunto como um todo, trazendo-o também para o contexto cotidiano. Analisar as problemáticas já julgadas, avaliar situações que já foram vistas e levantar questões. Em resumo, o presente acontece a fim de indicar como pode-se aprimorar a repressão ao *insider trading* no cenário brasileiro, não só apresentando os atuais aspectos e mecanismos para isso como também sugerindo e avaliando novos meios de se rebater tal conduta.

A relevância do tema para o mercado de capitais é quase que extrema. Se julgado o impacto desta prática no cenário atual bem como na histórica do direito comercial brasileiros, tem-se uma clara urgência no tratamento deste tema com mais seriedade. O órgão que trata do assunto no Brasil é a Comissão de Valores Mobiliários – CVM, que, mesmo possuindo mecanismos para defesa de tal conduta ainda a vê no mercado.

Uma vez que este tema for mais bem exposto, será possível observar sugestões no sentido de proporcionar respostas ao problema supracitado. A possibilidade de clara modificação no âmbito da realidade do mercado de capitais é algo muito relevante, já que se trata em um dos setores mais relevantes, na esfera mundial, no que se referir a receita.

Mediante ao exposto, cabe ainda ressaltar que, por mais que num ambiente exterior ao Brasil o assunto seja tratado com maior recorrência e atenção, na realidade

cotidiana do Mercado de Capitais nacional não é possível notar tal visão. Mesmo que, este tema nunca tenha sido ignorado, ainda há muito sobre o que tratar.

Palavras-chave: *Insider trading*. Informação privilegiada. CVM. Conduta tipificada. Anistia. Monitoramento.

RESUME

The objective of the work developed here will be to situate, develop, discuss, and seek a solution to this problem as well as to address the question, why so much occurrence when we deal with this issue.

Expose and stress cases that have and have not been resolved, bring court decisions on previous situations seen in the legal framework. A very important point will be, how can Brazilian compliance act in this movement? What points seen abroad? What remedy can be used for this epidemic?

The nature of this project is to better understand the problem, identify it and understand the motivation for its continuation, as it is frequently seen on the national scene. The purpose is to expose and better present the subject, which is often treated as general knowledge, when in fact it is very little explored.

The macro-objective is to deal with the subject, also bringing it into the everyday context. Analyze issues that have already been judged, evaluate situations that have already been seen and raise questions.

In summary, the present takes place to indicate how the repression of insider trading in the Brazilian scenario can be improved, not only presenting the current aspects and mechanisms for this, but also suggesting and evaluating new ways of rebutting such conduct.

The relevance of the theme for the capital market is almost extreme. If we judge the impact of this practice in the current scenario as well as in the history of Brazilian commercial law, there is a clear urgency to treat this issue more seriously. The body that deals with the matter in Brazil is the Securities and Exchange Commission - CVM, which, even having mechanisms to defend such conduct, still sees it in the market.

Once this topic is better exposed, it will be possible to observe suggestions to provide answers to the aforementioned problem. The possibility of a clear change in the scope of the reality of the capital market is something very relevant, since this is one of the most relevant sectors in the world in terms of revenue.

In view of the above, it is also worth mentioning that, although in an environment outside Brazil the subject is treated with greater recurrence and attention, in the daily reality of the national Capital Market it is not possible to notice such a vision. Even though this topic has never been ignored, there is still a lot to deal with.

Keywords: *Insider trading*. Privileged information. CVM. Typified conduct. Monitoring

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	7
1. MERCADO DE CAPITAIS: NASCITURO.....	9
1.1 Prévia crise.....	9
1.2 Gênese da agência reguladora	10
1.3 Avanço e busca pela estabilidade	10
2. O QUE É?	12
2.1 Como ocorre o insider trading?	13
3. REGULAÇÃO	14
3.1. Histórico regulatório	14
3.2. Responsabilidades do agente.	16
4 LIGAÇÃO COM O DIREITO E SUAS COMPETÊNCIAS	18
4.1 Aplicabilidade na esfera penal.....	23
5 CASOS PRÁTICOS	25
5.1 Nacionais.....	25
5.1.1 Caso Sadia.....	25
5.1.2 Caso SIGNALLI	26
5.1.3 Caso Merisa	28
5.2 Casos internacionais	29
5.2.1 Caso “Richar” Burr	29
5.3 Pontos de Congruência	30
CONCLUSÃO.....	32
REFERÊNCIAS.....	34
Livros:.....	34

INTRODUÇÃO

O presente trabalho nasce com objetivo de tratar mais sobre a problemática de *insider trading* no Brasil. Esta prática se refere ao uso de informações privilegiadas com a finalidade de alcançar lucros no mercado financeiro. Tal ação se caracteriza por um sujeito ter acesso a um fato relevante, nome dado a um evento com pertinência de alterar alguma empresa em maior ou menor escala, antes do mercado.

Consequentemente, o indivíduo ao saber dessa informação de forma anterior a todos, a usa com fins lucrativos. Sendo assim, em linhas gerais, o *insider trading* nada mais é que antecipar os movimentos do mercado com informações de uso restrito. Este comportamento representa uma postura extremamente parasitaria já que, o uso dessas informações não age de maneira benéfica a nenhum dos lados, exceto o de quem a utiliza.

O insider trading fere gravemente o princípio central da regulação do mercado de capitais, qual seja o princípio do full and fair disclosure (completa e justa divulgação), e, portanto, abala a credibilidade, a estabilidade e a eficiência do mercado de capitais”, como a própria CVM pontua.

Insider trading consiste em um processo no qual se usam informações privilegiadas para conseguir lucros e vantagens no mercado financeiro. Esse crime ocorre quando uma pessoa usa um fato relevante de uma empresa antes das outras pessoas atuantes no mercado, negociando ativos e conseguindo lucro com essas operações

A criação da CVM, foi a primeira etapa numa eterna busca àqueles que se utilizavam de um ambiente ainda pouco regulado para obter dinheiro rápido e fácil. Desde então, diminuíram (ou foram atenuados) os casos que repercutiram no mercado e que geraram qualquer discussão. O combate ao insider trading ganhou forma assim passando a ser procedimental para qualquer instituição financeira, principalmente, para as que têm seu capital aberto em bolsa

Ademais, o máximo possível de punição é aplicação de multa no valor de até 3 vezes o montante da vantagem ilícita obtida, o agente que pratica o crime de insider trading pode ter contra si uma pena privativa de liberdade de até 5 anos e, tendo em vista, que o delito é de reclusão, o regime inicial pode ser inclusive o fechado (desde que respeitados os parâmetros previstos no art. 33 do Código Penal).

Ainda que sejam previstos mecanismos de prevenção muito avançados, unindo figuras de regulação e autorregulação na fiscalização e estudo dos mercados a fim de

mitigar qualquer possibilidade de infração, aqueles que têm a intenção real de ludibriar o sistema e obter vantagem, por muitas vezes conseguem alcançar o seu objetivo.

1. MERCADO DE CAPITAIS: NASCITURO

O Mercado de Capitais representa um organismo de distribuição de valores mobiliários que trazem fluência aos títulos de emissão bem como a possibilidade de capitalizá-los. Melhor traduzindo, é a área do sistema financeira que tem por objetivo realizar a intermediação entre quem precisa captar recursos (meio empresarial) com quem dispõe dos referidos recursos.

Este braço da economia foi primariamente visto após a queda da ditadura. No momento que João Goulart foi deposto, em 1964, o Brasil alcançou as devidas reformas com a finalidade de aquecer (ou criar) um sistema econômico antes estagnado. Neste tempo, tem-se editadas duas leis fundamentais: i. Lei nº 4.537/64, ii. Lei nº 4.595/64 e iii. Lei nº 4.728/65.

A primeira estabelece a correção monetária, através da criação das Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional. A segunda reestrutura todo o sistema nacional de intermediação financeira, criando o Banco Central e Conselho Monetário Nacional. A terceira representa um marco, sendo a primeira lei de Mercado de Capitais, que disciplinou esse mercado e estabeleceu medidas para seu desenvolvimento.

Como resultante desta nova equação, tem-se também uma reorganização da nossa Bolsa de Valores, trazendo a criação de Bancos de Investimento, profissionalização dos corretores de fundos e outras mais *facilities* para desenvolvimento mercantil.

Com objetivo final de regulamentar o mercado de valores mobiliários e todo seu organismo vivo, foram atribuídas funções (hoje vivas na CVM) a uma diretoria no BC chamada de “Diretoria de Mercado de Capitais”

1.1 Prévia crise

Póstumo a diversos incentivos, como os Fundos 157 que tinham como objetivo reaproveitar o imposto devido, alguns investidores mais esclarecidos começaram a realizar suas posições. Dessa forma, em julho de 71 após o mercado atingir seu auge, o mercado se viu estafado e progressivamente se chegavam mais ofertas de ações ante a um movimento de extrema baixa em geral. Sendo assim, em analogia, temos uma indústria aquecida sem consumidor para que continue girando.

Este movimento, posteriormente batizado de “boom de 1971”, não teve longa duração, entretanto seus efeitos foram vistos pelos vários próximos anos no mercado. Isso dado o fato que, como algumas ofertas foram disponibilizadas em mercado durante um período de “baixo interesse”, não tiveram compradores, e conseqüentemente geraram grandes prejuízos e mancharam de forma surpreendentemente duradoura a reputação do mercado acionário.

Após essa etapa de desenvolvimento, é notada uma retomada mercantil no ano de 1975, pautada especialmente em novos investimentos (as reservas técnicas das seguradoras, os recursos do Fundo PIS/PASEP, adicionais do Fundo 157 e a criação das Sociedades de Investimento – Decreto-Lei nº 1401 – para captar recursos externos e aplicar no mercado de ações).

1.2 Gênese da agência reguladora

Mesmo após o breve avanço supracitado, o mercado se viu completamente estagnado e uma inovação se fazia necessária. Foi dentro desse cenário que surgiu, em 1976, os dois principais guias do mercado, que inclusive perduram até hoje, sendo estes: a Lei nº 6.385/76, segunda Lei do Mercado de Capitais que basicamente geriu a Comissão de Valores Mobiliários, introduzindo no mercado uma instituição governamental com a finalidade exclusiva de regulamentar e desenvolver o mercado de capitais, fiscalizar as Bolsa de Valores e as companhias abertas.

A outra foi a Lei nº 6.404/76, nova Lei das Sociedades Anônimas que tinha como finalidade modernizar as regras que regiam as sociedades anônimas, até então reguladas por um antigo Decreto-Lei de 1940.

Posteriormente a toda mudança e reestruturação do mercado, o governo ainda não havia notado o crescimento que se esperava. Mesmo que toda essa mudança voltasse os olhares do estrangeiro ao Brasil, o processo de internacionalização do mercado só é visto a partir da década de 1980, sendo seu marco inicial a edição da Resolução do CMN nº 1.289/87 e seus anexos.

1.3 Avanço e busca pela estabilidade

A partir de 1995, com devida influência de grandes participantes mercantis somado a a aceleração do movimento de abertura da economia brasileira, tem-se visto

um aumento na quantidade de investidores vindos de fora com apetite pelo mercado nacional.

Não obstante, empresas brasileiras iniciaram seu processo com objetivo de acessar o mercado externo via listagem de suas ações (IPO) em bolsas de valores estrangeiras, sob a forma de ADR's – American Depositary Reciepts -, com o objetivo de se capitalizar através do lançamento de valores mobiliários no exterior.

Ao realizar sua oferta de ações nas bolsas americanas, as companhias abertas brasileiras foram obrigadas a seguir diversas regras impostas pela SEC – Securities and Exchange Commission (CVM norte americana) –, voltadas a aspectos contábeis, de transparência e divulgação de informações.

Com isso, as empresas nacionais começam a ter contato com acionistas mais experientes, acostumados a investir em mercados com práticas de governança corporativa mais avançadas que as aplicadas no mercado brasileiro. Ao número crescente de investidores estrangeiros soma-se uma maior participação de investidores institucionais brasileiros de grande porte e mais conscientes de seus direitos.

Com a incorporação do visto lá fora, dentro do brasil, o mercado de capitais brasileiro passou a perder espaço para outros mercados devido à falta de proteção ao acionista minoritário e a incertezas em relação às aplicações financeiras. A falta de transparência na gestão e a ausência de instrumentos adequados de supervisão das companhias influenciavam a percepção de risco e, conseqüentemente, aumentavam o custo de capital das empresas.

2. O QUE É?

O conceito de *insider trading* durante muito tempo foi quase que subjetivo, sem definição e sem previsão normativa. Dessa forma, o que sobrava aos doutrinadores era a busca por elaborar uma definição baseada na interpretação por analogia de outros locais a fim de abrangerem, este conceito e vedar a possível omissão legislativa causasse prejuízos ao mercado e seus investidores

Mediante o anteriormente citado, *insider* aparecia já na Lei 6.385/76, entretanto só como uma definição de competência, dada ao BC, para observar, não possuindo aprofundamento em sua definição, função, sobre como agir. Em 2001, o cenário teve uma mudança com o advento da Lei 10.303 que adicionou a previsão de criminalização da prática. E, em 2002, com a aprovação, pela CVM, da Instrução CVM nº 358 é que se obteve uma definição mais concreta da matéria e da competência da CVM para atuar nesse ambiente.

O *insider trading*, é basicamente a utilização de um ato ou fato relevante da companhia, ainda não divulgado ao mercado, por quem, em razão de cargo ou função, tenha tido acesso à informação, a fim de auferir, para si ou para outrem, vantagem econômica indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiros, de valor mobiliário no mercado de capitais.

Assim, o *insider*, por ter alcance à informação interna, ignorada pelo restante dos investidores, transaciona com os valores mobiliários emitidos pela própria companhia para tentar obter lucro de maneira rápida ou proteger a posição que havia conquistado até aquele momento (deixar de perder).

Entretanto, as negociações são realizadas embasadas nos preços que não refletem a o real valor daqueles ativos, sendo que, tal informação, se divulgada antes da negociação, poderia influir, de maneira ponderável, no valor das ações ou na decisão do investidor de comprar ou vender, impactando, também, a realidade da empresa.

Esta é, porém, a realidade e a finalidade do mercado de valores mobiliários: os investidores tomarem decisões com base em análises, perspectivas, previsões, todas fundamentadas em informações divulgadas pelas empresas de maneira ampla, igualitária e geral, de modo que a conquista de resultado por parte de um ou de outro investidor seja através de um fato que, para todos, era incerto.

2.1 Como ocorre o insider trading?

Via de regra o *insider trading* é praticado por profissionais ligados diretamente à empresa, como funcionários e conselheiros, que são os primeiros a saber dos eventos.

Segundo a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), os profissionais que podem ser considerados *insiders* são: i. Administradores – conselheiros e diretores da companhia; ii. Membros de quaisquer órgãos, criados pelo estatuto da companhia, com funções técnicas ou destinadas a aconselhar os administradores; iii. Membros do Conselho Fiscal; iv. Subordinados das pessoas acima referidas Terceiros de confiança dessas pessoas Acionistas controladores.

Entretanto, outras pessoas também podem ter acesso a essas informações. A prática não fica restrita somente a esses profissionais. Segundo a Lei nº 10.303, de 2001:

“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”,

3. REGULAÇÃO

Inicialmente a futura tipificação, cabe contextualizar a regulação tida atualmente no mercado. O maior enfoque para com o objeto aqui discutido somado aos sucessivos aumentos de casos trouxeram diversas óticas (e desvantagens) para o tema. A regulação passou a ser palpável no cenário da década de 30, como um rebate ao Congresso dos EUA à Grande Depressão seguida do colapso da bolsa em 29.

Este ato foi chamado de *Securities Act*, feito em 1933, que tinha como principal objeto de regulação as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários. Após, em 34, tivemos um segundo ato, voltado especificamente ao mercado secundário. Posterior a este primeiro passo, foi-se vista a necessidade de se aprofundar na devida regulamentação e não só a dispor de princípios gerais aos assuntos mais recorrentes.

Voltando os olhos ao nosso mercado financeiro, as primeiras previsões foram tidas na Lei nº 4.595/95, que versava e transpassava a regulação para o Conselho Monetário Nacional. Posteriormente, a Lei nº 4.728/1965 fez o mesmo para responsabilidades do mercado de capitais.

Avançando, como citado anteriormente, tivemos uma grande instabilidade mercantil nacional. De um lado o enorme fomento do mercado interno advindos dos incentivos providos pelo Decreto-Lei nº 157/67 e posterior “milagre econômico brasileiro” até 1970, e de outro a elevada inflação no início da década de 70 que levou os investidores a realizar as suas posições numa falha tentativa de resguardar o já investido.

Partindo desse cenário, tivemos a criação da CVM para substituir o BCB na regulação do mercado, sendo que a responsabilidade do CMN foi conservada exclusivamente regras gerais do mercado de capitais. Aqui, faz-se importante frisar que estes dois entes estatais seguem até hoje em atuação.

No entanto, a Comissão de Valores Mobiliários é a principal atuante nesta função, possuindo uma moldagem vinda da *Securities and Exchange Commission* que é a agência reguladora dos EUA.

3.1. Histórico regulatório

O primeiro indício de regulação foi visto em 1965 na Lei nº 4728 em seu artigo 3º. Nesta foi atribuído ao BC o poder de: “fiscalizar a utilização de informações não divulgadas ao público em benefício próprio ou de terceiros, por acionistas ou pessoas que, por força de cargos que exerçam, a elas tem acesso”. Analisando a fundo, esta norma não tinha como explícito a proibição de comportamento ou deixava claro alguma sanção a quem realizar, apenas atribuía competência ao BC.

Já em 1976, tivemos a positivação da Lei das S.A. que cerceou ao administrador usar “§ 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 (...)”.

Outro normativo que somou ao *enforcement* regulativo foi a Lei nº 6.385 de mesmo ano da supracitada onde se atribuiu autoridade a CVM para assegurar que as “práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários” não seriam transpassadas.

A partir disso, a agência reguladora conseguiu a base legislativa necessária para prever em suas instruções a vedação devida. Esta foi estabelecida nos artigos 10 e 11 da Instrução nº 31/1984 que dizem, na íntegra:

“Art. 10 - É vedado aos administradores e acionistas controladores de companhia aberta valerem-se de informação à qual tenham acesso privilegiado, relativa a ato ou fato relevante ainda não divulgado ao mercado, nos termos dos artigos 2º e 7º desta Instrução, para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante negociação com valores mobiliários.

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

Parágrafo único - A mesma vedação aplica-se a quem quer que tenha conhecimento de informação referente a ato ou fato relevante, sabendo que se trata de informação privilegiada ainda não divulgada ao mercado.”

Entretanto, do mesmo jeito que a ótica regulatória avança, as infrações acompanham. Dessa forma, notando uma sofisticação nos meios para se burlar o estabelecido como ilegal, a CVM estabeleceu quatro situações como inflacionárias: operações fraudulentas; manipulação de preços; condições utópicas de demanda; e prática não equitativa.

Mesmo com tudo citado, só tivemos o comportamento mais bem taxado em 2001, com a Lei nº 10.303. Nesta determinação foi visto advento de que todas as pessoas envolvidas seriam responsabilizadas, dessa forma não poderiam “terceirizar” o ilícito. Também foi tipificado o delito de uso indevido de informação privilegiada quando o art. 27-D trouxe de forma expressa a CVM e CNM como titulares na defesa contra o *insider trading*.

Com o advento da CVM nº 358/2002, o uso indevido de informação privilegiada, pela primeira vez, teve um normativo específico e exclusivo. Não obstante, tivemos uma atualização em 2021 deste mesmo dispositivo trazendo luz as presunções sobre conhecer ou não a informação usada no ilícito.

3.2. Responsabilidades do agente.

Como exposto, muito se trata sobre a responsabilidade de proprietários de companhias abertas, entretanto, o enfoque contemporâneo do mercado é voltado para os administradores. A função destes foi mais bem explicitada na Lei das S.A. Entre as principais atribuições, tem-se: o dever do cumprimento das finalidades da sociedade e o da diligência.

O primeiro foi visto no art. 154 do normativo supracitado, onde o administrador tem como obrigação realizar todas as responsabilidades que o estatuto lhe atribuir, sempre visando o interesse da companhia e satisfazendo exigências do bem público e função social da corporação.

O outro se refere a obrigação da diligência, prevista pelo Art. 153, que preza pelo uso de todos os esforços possíveis para alcançar a satisfação de suas competências. Este, apesar de aparentar generalismo é tido como a base dessa função, já que estabelece a “necessidade de execução”.

Não obstante, também resta como obrigação do administrador evadir perante situações de conflito de interesse, e ainda é proibido que este interfira em qualquer tipo de operação social que tenha o referido conflito como participante da equação.

Avançando para uma função congruente a diligência, é notado o dever de informação, resguardo no Art. 157, que na íntegra explica que o administrador: “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.”. Ou seja, resguardar o interesse dos acionistas.

Essa atribuição tem duas principais finalidades: i. prevenir o *insider trading* e ii.” saber se o administrador se enquadra como acionista controlador, hipótese em que se submeterá aos deveres que são próprios a categoria (art. 117 §3º).

No mesmo artigo, em seu parágrafo 4º, temos uma referência clara ao princípio do *full and fair disclosure*. Quando a lei obriga o administrador 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.”.

Este princípio, visto inicialmente na *SEC*, busca propor um acesso isonômico as informações relevantes sobre o mercado. Cabendo ainda ressaltar que, os administradores só podem descumprir o exposto caso a informação não representar relevância e/ou risco legítimo a companhia.

Algo muito importante que não pode ser confundindo, é o dever do sigilo, previsto no Art. 155. Este é basicamente o pilar da vedação ao *insider trading* já que está intrinsecamente ligado ao conceito quando veda: “(...) usar, em benefício próprio ou de outrem, com ou sem prejuízo para a companhia, as oportunidades comerciais de que tenha conhecimento em razão de seu cargo (...)”.

Ou seja, enquanto a informações não estiver circulando no mercado, o administrador não pode usá-la (mesmo que por óbvio tenha conhecimento).

4 LIGAÇÃO COM O DIREITO E SUAS COMPETÊNCIAS

O ilícito foi intimamente introduzido ao direito por meio da tipificação anteriormente citada, provocada pela alteração promovida pela Lei nº 10.303/2001, mais especificamente no artigo 27-D. Entretanto, mesmo com duas décadas transcorridas do momento da promulgação da norma, ainda existe uma certa nebulosidade para julgamento do objeto aqui tratado.

Na contemporaneidade pode-se notoriamente observar que um mecanismo para repressão da conduta aqui tratada, se deu pela especialização (e até exclusividade) pela qual órgãos administrativos e jurisdicionais lidam com este comportamento.

Este tipo de atuação tem uma complexidade diferente das mais cotidianas, isso porque sempre trazem congruências a diversas áreas sociais e não só o direito como faculdade. Não existe aqui, a possibilidade de criticar o ornamento jurídico quanto a maneira de se levar, visto o grande volume de processos, entretanto, cabe ressaltar que a quantidade de processos que são levados a Justiça Estadual pode representar um bom termômetro de tratativas.

Não obstante, cabe ainda ressaltar que, se observada de maneira positivada, não existe um redirecionamento claro a Justiça Federal (pelo menos as condutas vistas na Lei nº 6.385/76 e 10.303/01). Porém, ao olhar o estabelecido pelo art. 109, inc VI. da CF. há possibilidade de se interpretar que os crimes contra a ordem financeira deveriam ser de responsabilidade federal, já que estabelece aos juízes federal a competência: *“(...) VI - os crimes contra a organização do trabalho e, nos casos determinados por lei, contra o sistema financeiro e a ordem econômico-financeira;”*

Apesar disto, não é possível negar o claro aos olhos quando não existe expressa competência aos entes federais (ou governo) para a conduta aqui tratada. Mesmo que este comportamento entre em conflito direto com os interesses da União e a Constituição também denote a referida “vontade”, quando coloca como responsabilidade da União a fiscalização de operações com natureza financeira.

Em contrapartida, a Lei nº 6.385/76 responde esta competência a CVM e ainda reforçada pelo ponto de que a utilização de informação privilegiada vai de encontro aos principais propósitos da referida Comissão.

Entretanto, o que se encontra na aplicação cotidiana não é exatamente isto. Observando o defendido por jurisprudência do STJ, como no CC n. 135.850/SP que teve como relatora a Ministra Maria Thereza de Assis Moura, vistas a íntegra:

“CONFLITO DE COMPETÊNCIA Nº 188509 - PB (2022/XXXXX-2) DECISÃO Trata-se de conflito negativo de competência suscitado pelo JUÍZO DE DIREITO DA VARA DO JUIZADO ESPECIAL CRIMINAL DE CAMPINA GRANDE - PB em face do JUÍZO FEDERAL DA 4ª VARA DE CAMPINA GRANDE - SJ/PB. Consta dos autos que foi instaurado inquérito policial para apurar exercício irregular da atividade de administração de carteiras de valores mobiliários (art. 27-E da Lei nº 6.385/1976), consubstanciado no exercício de atividade de analista no mercado de valores mobiliários sem possuir autorização ou registro da autoridade administrativa competente, em desobediência ao exigido na Resolução CVM nº 20/2021. O Juízo Federal declarou-se incompetente para o processo e julgamento do feito por entender que a conduta não afeta interesse da União, pois "não há risco relevante ao mercado de capitais, uma vez que se investiga apenas o desempenho da atividade de analista de valores mobiliários sem o respectivo registro na CVM, não havendo indicação concreta de um grande número de investidores afetados ou mesmo de risco expressivo de prejuízo à credibilidade do sistema" (e-STJ fl. 14). O Juízo estadual declarou-se igualmente incompetente, suscitou o conflito de competência e determinou a remessa dos autos a este Tribunal Superior, ao argumento de que o crime em questão atenta contra o Sistema Financeiro Nacional, de competência da Justiça Federal. O Ministério Público Federal manifestou-se pela competência do Juízo suscitado, em parecer assim ementado (e-STJ fl. 126): CONFLITO NEGATIVO DE COMPETÊNCIA. INQUÉRITO QUE APURA A PRÁTICA DE CRIME CONTRA O MERCADO DE CAPITAIS. ART. 27-E DA LEI Nº 6.385/76. INTERESSE DA UNIÃO NA HIGIEZ, CONFIABILIDADE E EQUILÍBRIO DO SISTEMA FINANCEIRO. COMPETÊNCIA DA JUSTIÇA FEDERAL. - Parecer pelo conhecimento do conflito para se declarar a competência do Juízo Federal da 4ª Vara de Campina Grande-SJ/PB. É, em síntese, o relatório. Decido. Conheço do conflito, pois se trata de controvérsia instaurada entre juízes vinculados a tribunais distintos, conforme o que preceitua o art. 105, I, d, da Constituição Federal. Cinge-se

a controvérsia a definir a competência para processo e julgamento da prática da conduta descrita no art. 27-E da Lei nº 6.385/1976 (Exercício Irregular de Cargo, Profissão, Atividade ou Função), consubstanciado no oferecimento de curso para a atuação na bolsa de valores em que a fórmula ensinada para centenas de alunos não seria exitosa. Nos termos do art. 109, VI, da CF, os crimes contra o sistema financeiro e a ordem econômico-financeira são da competência da Justiça Federal nos casos determinados por lei. No entanto, a Lei nº 6.385/1976, que trata do mercado de valores mobiliários, não traz a previsão de que a ação penal, nesses casos, será promovida pelo Ministério Público Federal na Justiça Federal. Por sua vez, nos termos do citado art. 109, IV, da Constituição Federal, compete à Justiça Federal processar e julgar: IV - os crimes políticos e as infrações penais praticadas em detrimento de bens, serviços ou interesse da União ou de suas entidades autárquicas ou empresas públicas, excluídas as contravenções e ressalvada a competência da Justiça Militar e da Justiça Eleitoral; In casu, compactuo com a conclusão a que chegou o Ministério Público Federal de que a conduta investigada é ofensiva ao mercado de capitais, com possível interferência na ordem econômica, o que atrai a competência Federal. Corroborando essa conclusão, esta Corte já teve a oportunidade de analisar situações semelhantes à que originou o presente conflito, tendo firmado o entendimento de que, nesses casos, há ofensa direta a bens, serviços ou interesses da União, nos termos do 109, IV, da Constituição Federal, senão vejamos: RECURSO EM HABEAS CORPUS. CRIMES CONTRA O MERCADO DE CAPITALIS. MANIPULAÇÃO DE MERCADO E INSIDER TRADING. COMPETÊNCIA DA JUSTIÇA FEDERAL. MAGNITUDE DA LESÃO. INTERESSE DA UNIÃO. CRIME CONTRA O SISTEMA FINANCEIRO. DISTRIBUIÇÃO. VARAS ESPECIALIZADAS. SUPOSTA ILEGALIDADE. INEXISTÊNCIA. RECURSO EM HABEAS CORPUS NÃO PROVIDO. 1. Não há dúvidas de que o mercado de capitais - compreendido como o somatório dos diferentes segmentos do mercado de investimentos - integra a ordem econômico-financeira. No ápice do sistema que regula a atividade financeira estatal, está o Conselho Monetário Nacional, cuja estrutura conta com dois outros órgãos: o Banco Central do Brasil e a Comissão de Valores Mobiliários. 2. É inegável a existência de interação entre o mercado de capitais e a economia como um todo, de tal sorte que condutas ilícitas

praticadas em seu âmbito podem repercutir não só em relação aos investidores mas também afetar a própria credibilidade e a harmonia do sistema financeiro, com prejuízos econômicos ao país. 3. A regra prevista no art. 109, VI, da CF fixa a competência federal para o processamento e o julgamento dos crimes contra o sistema financeiro e contra a ordem econômico-financeira, desde que determinados por lei, isto é, conquanto haja previsão expressa acerca dos crimes financeiros quanto à competência federal, como ocorre, por exemplo, com a Lei n. 7.492/1986, em seu art. 26. 4. A Lei n. 6.385/1976, ao dispor sobre os crimes contra o mercado de capitais - os quais, ao menos em tese, poderiam atingir o complexo sistema financeiro -, nada previu a respeito da competência. Logo, sob o prisma do art. 109, VI, da Constituição Federal, não se justificaria a vis atractiva do Juízo Federal; entretanto, mostra-se equivocado concluir nessa direção com base na análise isolada do referido dispositivo. É necessário verificar se o delito, como se depreende na espécie, se enquadra em alguma das hipóteses previstas no art. 109, IV, da CF. Precedentes. 5. Em qualquer caso de delito que repercuta no sistema financeiro ou que faça parte dos crimes contra a ordem econômico-financeira, cuja legislação que os prevê não contenha dispositivo específico que importe na fixação da competência federal, há que se avaliar, no caso concreto, a existência de circunstância de fato que demonstre a existência de efetiva lesão a bens, serviços ou direitos da União, de suas autarquias ou empresas públicas. Assim, nessas hipóteses, mesmo que não haja previsão na legislação infraconstitucional, como é a exigência do art. 109, VI, da Constituição Federal, o delito será processado e julgado perante a Justiça Federal, mas por incidência do disposto no art. 109, IV, da Lei Maior. 6. No caso, a denúncia foi recebida pelos crimes de manipulação de mercado e insider trading. A conduta, tal como descrita, foi capaz de movimentar, no mercado, quantia que totalizou um volume de R\$ 33.700.460,00. Segundo o Parquet, pela dimensão das perdas, houve reflexo no sistema financeiro, sobretudo pelo prejuízo suportado pelo mercado investidor, da ordem de R\$ 70.326.802,80. Em razão disso, os crimes imputados ao recorrente tiveram o condão de afetar ou, ao menos, expor concretamente a lesão a própria credibilidade do sistema financeiro, com possíveis prejuízos a um número elevado de investidores, a justificar a competência federal. 7. Inexiste ilegalidade na distribuição do feito a uma das varas especializadas em delitos financeiros da Justiça

Federal, em razão da matéria, visto que os crimes contra o mercado de capitais integram a ordem econômico-financeira. 8. Recurso em habeas corpus não provido. (RHC n. 82.799/RJ, relator Ministro Rogério Schietti Cruz, Sexta Turma, julgado em 27/11/2018, DJe de 6/12/2018.)

CONFLITO NEGATIVO DE COMPETÊNCIA. ART. 27-D DA LEI Nº 6.385/76. COMPETÊNCIA. INEXISTÊNCIA DE DISPOSIÇÃO LEGAL ESPECÍFICA. ART. 109, VI, DA CF. NÃO INCIDÊNCIA. INTERESSE DA UNIÃO. OCORRÊNCIA. ART. 109, IV, DA CF. CARACTERIZAÇÃO. COMPETÊNCIA DA JUSTIÇA FEDERAL. 1. Compete à Justiça Federal processar e julgar delitos praticados contra o sistema financeiro e a ordem econômico-financeira nas hipóteses determinadas por lei (art. 109, inciso VI, da CF), o que não se verifica na hipótese. 2. No caso, cuida-se de inquérito policial instaurado para apurar suposta prática do delito previsto no art. 27-D da Lei nº 6.385/76, que teria atingido elevado número de acionistas, pondo em risco a segurança do mercado financeiro. 3. Caracterizada, pois, a competência da Justiça Federal (art. 109, IV, CF), uma vez que a conduta em apuração afeta diretamente o mercado de valores mobiliários, sujeito à fiscalização de autarquia vinculada à União, qual seja, a Comissão de Valores Mobiliários - CVM. 4. Conflito conhecido para declarar a competência do Juízo Federal da 2ª Vara da Seção Judiciária do Estado de São Paulo, o suscitado. (CC n. 135.850/SP, relatora Ministra Maria Thereza de Assis Moura, Terceira Seção, julgado em 24/9/2014, DJe de 1º/10/2014.)

PENAL. CONFLITO DE COMPETÊNCIA. CRIME CONTRA O MERCADO DE CAPITAIS. INTERESSE DA UNIÃO NA HIGIEZ, CONFIABILIDADE E EQUILÍBRIO DO SISTEMA FINANCEIRO. LEI 6.385/76, ALTERADA PELA LEI 10.303/01. AUSÊNCIA DE PREVISÃO DE COMPETÊNCIA DA JUSTIÇA FEDERAL. ART. 109, IV, DA CONSTITUIÇÃO FEDERAL. APLICAÇÃO. RELEVÂNCIA DA QUESTÃO E INTERESSE DIRETO DA UNIÃO. COMPETÊNCIA DA JUSTIÇA FEDERAL. 1. O fato de tratar-se do sistema financeiro ou da ordem econômico-financeira, por si só, não justifica a competência da Justiça Federal, embora a União tenha interesse na higidez, confiabilidade e equilíbrio do sistema financeiro. 2. **A Lei 6.385/76 não prevê a competência da Justiça Federal, porém é indiscutível que, caso a conduta possa gerar lesão ao sistema financeiro nacional, na medida em que põe em risco a confiabilidade dos aplicadores no mercado financeiro, a manutenção do equilíbrio dessas**

relações, bem como a higidez de todo o sistema, existe o interesse direto da União. 3. O art. 109, VI, da Constituição Federal não tem prevalência sobre o disposto no seu inciso IV, podendo ser aplicado à espécie, desde que caracterizada a relevância da questão e a lesão ao interesse da União, o que enseja a competência da Justiça Federal. 4. Conflito conhecido para declarar a competência do Juízo Federal da 2ª Vara Criminal da Seção Judiciária do Estado de São Paulo, um dos suscitados. (CC n. 82.961/SP, relator Ministro Arnaldo Esteves Lima, Terceira Seção, julgado em 27/5/2009, DJe de 22/6/2009.) Ante o exposto, conheço do conflito e dou por competente o Juízo suscitado.” (grifo nosso)

Mediante ao exposto, resta necessário frisar que, até o presente momento, não existe um posicionamento claro do STF sobre o objeto anteriormente tratado.

Em meios de conclusão parcial, mesmo que ocorra algum desvio de competência, todas as condutas tipificadas na Lei nº 6.383/76, deveriam recair sobre a competência da Justiça Federal. Isso dado o claro ponto sobre o ilícito ser praticado ao encontro dos interesses da União e CVM. Fora o já indicado pela Constituição em seu art. 21, inc VIII.

Em versando sobre competência territorial, ao contrário da material, temos um indicativo do ornamento comum sobre realização do delito e onde deve ser ajuizado. Seguindo o Art. 70 do Código de Processo Penal temos que a competência se estabelece pelo lugar que se consumou a infração. Se referido a operação de *trading*, tem-se por estabelecida o local onde foi emitida a ordem, como pelo art. 435 do Código Civil.

4.1 Aplicabilidade na esfera penal

O que atrai a conduta para ornamento penal, foi a inserção aqui tratada no art. 27-D da Lei nº 13.506/2017. O tipo penal deste comportamento, em sua maioria, possui elementos descritivos, entretanto se vê também permeado de elementos normativos de caráter jurídico. Seu objeto são sempre os valores mobiliários que, seguindo a Lei nº 10.303/01 são:

*“(…) I - as ações, debêntures e bônus de subscrição;
II - os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II;
III - os certificados de depósito de valores mobiliários;
IV - as cédulas de debêntures;
V - as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos;
VI - as notas comerciais;
VII - os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários;
VIII - outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e
IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.”*

Avançando, faz-se necessário frisar que o comportamento típico se liga pela utilização dessa informação. Ou seja, o objeto se liga pela negociação dos referidos valores mobiliários e se consuma pela utilização dela. Outro fator essencial a tipificação da conduta está ligada a necessidade de a informação possuir capacidade de propor vantagem indevida, não possuindo direta relação com informação relevante.

5 CASOS PRÁTICOS

Na última década, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) abriu 54 processos sancionadores contra 158 acusados de “*insider trading*” (o termo usado no mercado para informação privilegiada), resultando em 66 condenações administrativas, segundo levantamento da FGV Direito-SP. Na esfera criminal, houve apenas uma sentença condenatória definitiva no País.

Criminalizado explicitamente em 2001, a conduta prevê pena de reclusão de 1 a 5 anos e multa de até três vezes o montante da vantagem obtida com o crime. Vinte anos depois, o Brasil teve apenas uma condenação definitiva – no caso da oferta da Sadia pela Perdigão – e nenhuma prisão.

A comprovação dos casos é extremamente complexa, principalmente quando quem lucra com a informação vazada não é diretamente ligado à companhia. Neste ponto do narrado, o objetivo é trazer alguns casos que trazem o objeto geral como *insider trading*, porém com diversos acontecidos.

Dessa forma, trazer vários observados que tenham um fim diferente do mesmo fruto. A finalidade de exposição do aqui tido é para que, após discorrer todos os casos seja possível chegar a um ponto comum (exceção ao objeto) visto em todos os casos.

5.1 Nacionais

5.1.1 Caso Sadia

Em um dos casos mais famosos do país, temos também um ponto de virada para a questão de insider trading. Neste caso, foi definido, pela primeira vez, a pena de reclusão a pessoas julgadas por tal objeto. O STJ manteve a pena de Luiz Gonzaga em 2 anos e 6 meses e Romano Ancelmo a 2 anos e um mês, fora multa de cerca de R\$ 350 mil a ambos.

No caso em tela, os dois diretores teriam feito uso de informações privilegiadas relacionados à uma oferta pública de aquisições (OPA). Esta modalidade representa uma operação por meio da qual um acionista ou uma sociedade pretende comprar uma participação ou a totalidade das ações de uma empresa cotada em Bolsa. Na situação em questão, Gonzaga e Ancelmo teriam tido conhecimento da aquisição

da Perdigão por parte da Sadia e, com isso, realizaram compras de *American Depositary Receipts* (certificados de ações, emitidos por bancos estadunidenses) de emissão da Perdigão na Bolsa de Valores de Nova York, durante os 6 meses anteriores à divulgação pública da OPA ao mercado.

Passado um mês da última compra realizada pelos executivos, a OPA foi lançada com a aquisição da totalidade das ações da Perdigão, no valor de R\$ 27,88 por ação. Este valor representava 21,22% superior a cotação do pregão do dia anterior. Dessa forma, Ancelmo e Gonzaga receberam US\$ 200 mil pelo movimento adiantado. Após averiguação dos fatos, os diretores foram condenados pela CVM no Brasil e pela SEC nos Estados Unidos da América. Cabendo aqui ressaltar que, estes executivos foram os primeiros condenados por essa prática no Brasil.

5.1.2 CASO SIGNALLI

Este caso de menor atenção midiática, traz uma eventual reponsabilidade no uso de informação para alienação de cotas de um Fundo de Investimento Imobiliário num período anterior a divulgação do fato relevante (FR), que é um documento para informar ao mercado sobre qualquer evento que possa impactá-lo, sobre o pedido de revisão de um contrato de aluguel do Hospital Nossa Senhora de Lourdes que representaria o decréscimo de 33% sobre o aluguel da época. Ou seja, gerando um impacto essencial ao fundo.

Aqui, o Fundo tinha como único imóvel o Hospital e, então este representava o único meio de rentabilização do Fundo. Após divulgação do impacto supracitado, a cota sofreu uma depreciação valorativa instantânea, sofrendo queda no dia posterior a tal.

Posterior análise da Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários (SMI), foi concluído que, a quantidade média de negociação das cotas do Fundo em junho teria sido inusitadamente mais alta que maio, e a de setembro foi ainda mais alta que a de junho. Ou seja, em junho tiveram 600 cotas negociadas e em setembro 926. Dessa forma, a SMI inferiu que dois investidores tinham realizado vendas expressivas num período anterior ao FR. Após cruzamento de dados com a Receita Federal foi possível entender que, estes dois investidores tinham ligações próximas com o Hospital em questão, sendo um diretor da Medicina Nuclear e o outro o filho do fundador do Hospital.

A partir da negociação de 4.952 cotas do fundo, um deles teria “escapado” de um prejuízo estimado a R\$ 108.637,28 e outro R\$ 56.991, levando em conta a cotação de 2011. Quando indagados sobre esta negociação, os dois investidores arguiram que as cotas foram compradas na primeira emissão e venderam pensando na herança dos filhos.

A acusação focou nos pontos sobre: i. parentesco e ii. proximidade com objeto do contrato. Segundo o levanto, um dos acusados é filho de Cicero que é fundador do Hospital, Cicero ainda é diretor da Medicina Nuclear (uma das 12 sociedades coligadas ao Hospital), principalmente fiador do contrato de aluguel (principal objeto do Fundo) e como é possível inferir, o Hospital era empresa líder do grupo, sendo assim, o problema contratual de aluguel nesta unidade causaria desequilíbrio financeiro em todo o resto, que seria de conhecimento de Cícero por fazer parte da diretoria.

Já a defesa arguiu que Cícero não era profissionalmente ligado à administração do hospital e com isso, o máximo que poderia ser levado em conta seria: “*insider secundário*” caso acusação demonstrasse o acesso à informação privilegiada. Explanou também eu Cicero não era fiador do contrato de aluguel firmado entre HNSL e o Fundo e que a acusação se baseou no contrato feito anos antes (2009 ante a 2011) e que, após setembro de 09 ocorreu-se outro aditamento e assim o aluguel não era mais ligado a Cicero. Por fim, a defesa ainda expos que, não existe prova de que haveria FR a ser divulgado no momento de venda das cotas, e dessa forma, não pode caracterizar uso de *inside*.

A CVM concluiu que, mesmo que a narrativa fosse claramente voltada a desconfiar pela ligação, por mais que não direta, com o Hospital, não há prova conclusiva. O primeiro ponto é que, a acusação enquadrava essas supostas infrações nos comandos de práticas não equitativas.

A CVM, entende que, por a acusação não ter tido êxito em apresentação de provas concretas, não há crime, não há sanção. Dessa forma, foi prosseguido com a absolvição por unanimidade das acusações em curso. A tendência jurisprudencial aqui foi baseada no ponto que “apenas um indício de utilização indevida de informação privilegiada não é suficiente para condenação” e a relação de parentesco também não era prova cabal.

5.1.3 Caso Merisa

Trata-se de um processo instaurado em face de Merisa, Roberto, Lilian e Eurico. A primeiro sendo uma controladora da Metalgráfica Iguaçu S.A. e os demais administradores desta companhia.

O processo nasce de outros dois processos que tem como objeto reclamações sobre negociações tidas por administradores da referida companhia com ações de emissão da mesma. É arguido que os réus após sucessivas alienações das ações de emissão da Companhia, que resultaram na redução do preço, os administradores realizaram aumento de capital. Um aumento de capital ou oferta de patrimônio líquido sazonal, também chamada ofertas de ações secundárias é uma nova ação emitida por uma empresa já de capital aberto. Ofertas sazonais podem envolver ações vendidas por acionistas existentes, novas ações ou ambos. Dessa forma, o preço de venda das ações teria sido superior ao preço por ação no aumento do capital, gerando lucro com a utilização de informação privilegiada.

Em encontros do conselho de administração da companhia acontecidas entre março e maio de 2010, foram discutidas propostas sobre aumento de capital vista delicada situação financeira da empresa. Estas reuniões só foram divulgadas em 2012 após decisão outorgada da CVM. As informações sobre a situação financeira também só foram divulgadas em 30.03.2010, via demonstração financeira (DF) que remetiam ao exercício de 2009. Sendo assim, os acusados teriam acesso as essas informações previamente no conselho.

Em 10.05.2010, foram solicitadas assembleias gerais com objetivo de deliberar esse aumento de capital. A ata de 26.05.10 aprovou o aumento de capital da Metalgráfica no valor de R\$ 9.000.000,00 mediante emissão de mais 7.500.00 ações ordinárias. O preço de emissão das ações ordinárias, que são aquelas que oferecem o direito de voto em assembleias e eleições empresariais, e das preferencias, que são aquelas que oferecem ao acionista a preferência sobre o recebimento de proventos correspondeu a R\$ 0,40 por ação.

Em se tratar das acusações de negociações tidas por administrações da Companhia temos estas realizadas por: i. Merisa, controladora direta, ii. Rogério, diretor presidente, iii. Roberto, diretor industrial, iv. Lilian, presidente do conselho e v. Eurico, superintendente. Dessa forma, em fevereiro de 2010, foi notada uma alta de mais de 50% do valor da ação da companhia, entretanto a acusação não identificou qualquer

notícia, nem DF ou FR divulgado que pudesse justificar essa valorização. A SMI apenas constatou que o material fornecido pela corretora, que teria intermediado as operações realizadas pela controladora e administradora da Companhia, “demonstraria que Rogerio teria conhecimento de fatores que poderiam ter ensejado oscilações atípicas”.

Nesta toada, Merisa negociou 300.000 ações e Eurico 632.600. A imputação claramente ligou os cargos a clara negociação posterior ao aumento de preço injustificável. Após a defesa arguir em contrapartida, a pena se estabeleceu por **absolvição (grifo nosso)** de Rogério, Roberto e Lilian. E condenação de Eurico e Merisa a três vezes o montante obtido pela vantagem econômica.

O fato é que, no dia seguinte ao vazamento dos áudios, ou seja, 18 de maio de 2017, na abertura do pregão da Bolsa, com esta notícia, naturalmente, as ações de emissão da JBS S.A. sofreram grande queda em seu valor de mercado, assim como o valor de ações de outras empresas abertas e, até, do IBOVSPA58.

Em contrapartida, o mercado futuro de dólar sofreu alta de 6%, atingindo seu limite operacional, fazendo com que este limite chegasse a 8%, ficando a variação estabilizada em uma alta de 7,42%.

Entre os dias 20 de abril e 17 de maio (dia do vazamento do teor do acordo de colaboração premiada) a FB Participações S.A. realizou a venda de ações da JBS S.A. ainda que, nos últimos 4 anos, não tivesse realizado nenhuma operação com estas ações.

A FB vendeu as ações por um valor médio de R\$ 10,27, segundo o parecer do Comitê de Termo de Compromisso, porém, estas mesmas ações, no dia 18 de maio do mesmo ano, ou seja, um dia após o vazamento, passaram a ter o preço médio de R\$ 8,26. Dito isto, com a negociação, a FB evitou um potencial prejuízo de quase 73 milhões de reais.

5.2 Casos internacionais

5.2.1 Caso “Richar” Burr

Nos remeteremos a análise técnica de um caso que ocorreu no último dia 20 de março de 2020, nos Estados Unidos, no qual quatro senadores norte-americanos estão sendo acusados de uso de informação privilegiada (crime de *insider trading*) por

venderem ações no mercado financeiro pouco antes da epidemia de coronavírus atingir os Estados Unidos. Um deles, o republicano Richard Mauze Burr, integrava um grupo especial para tratar da emergência da Covid-19, recebendo, portanto, informações sigilosas do governo sobre a matéria.

O presidente do Comitê de Inteligência do Senado, Richard Burr, vendeu entre US\$ 628.000 (R\$ 3 milhões) e US\$ 1,7 milhão (R\$ 8,5 milhões) em ações em 13 de fevereiro, através de 33 transações separadas, depois de oferecer garantias públicas de que o governo estava pronto para combater o vírus, de acordo com o grupo de jornalismo investigativo *ProPublica*.

O grupo especial que Burr participava recebia atualizações diárias sobre o surto, tendo conhecimento sobre quando e qual a extensão de seus danos à economia de seu país

Duas semanas após a venda de ações, o republicano da Carolina do Norte disse em um almoço na sede do governo que o coronavírus era muito mais agressivo em sua transmissão “do que qualquer coisa que vimos na história recente”, de acordo com uma gravação obtida pela *National Public Radio*.

Burr divulgou um comunicado nesta sexta-feira (20 de março de 2020) dizendo que confiava apenas em notícias públicas para orientar sua decisão sobre a venda de ações em 13 de fevereiro de 2020.

Nesta linha, a senadora Kelly Loeffler vendeu de US\$ 1,28 milhão (R\$ 6,4 milhões) a US\$ 3,1 milhões (R\$ 15,5 milhões) em ações de 24 de janeiro de 2020 a meados de fevereiro do mesmo ano, em 29 transações, duas das quais eram compras, segundo o *The Daily Beast*. O relatório disse que as vendas começaram no dia em que seu comitê de saúde organizou um briefing privado de coronavírus aos senadores.

Diante disso, o caso em análise consiste no suposto uso de informação privilegiada por quatro senadores norte-americanos, os quais teriam aplicado milhões em ações no mercado financeiro antes da instalação da crise de Covid-19 em seu país.

5.3 Pontos de Congruência

Diante da análise dos diversos casos apresentados, podemos encontrar um ponto de congruência. A falta de repressão a alguns casos sem atenção midiática. O

tido no caso da sadia, foi a primeira condenação fora medidas administrativas na história do Brasil. Em análise fria é possível entender que por mais que o ilícito seja punível administrativa, penal e civilmente. Isso não era visto.

Ademais, existe pouca clareza na jurisprudência para o tratamento de casos similares. O excesso de presunção na análise dos casos causa entraves ao processo. Para Viviane Muller Prado, professora de Direito da Fundação Getulio Vargas (FGV): *“Na minha opinião, é necessária uma melhora na legislação. É uma questão de reforçar a jurisprudência, tanto para mudar a conduta dos agentes do mercado, quanto para entendimento do regulador.”*

Além do ônus da falta de efetividade no âmbito administrativo e criminal, quem paga a conta da recorrência do uso de informações privilegiadas pela minoria dos agentes do mercado são os pequenos investidores, sobretudo em um mercado ainda em consolidação.

CONCLUSÃO

A realização do trabalho em questão trouxe uma luz à um tema que poucas vezes presenciei em minha rotina no mercado de capitais, o que, inclusive, é muito curioso, já que é uma prática tão recorrente. Neste, pude analisar e classificar todos os conceitos que envolvem este objeto bem como demonstrar qual a maior problemática envolvendo o tema, que é basicamente o rastreio.

A busca pela fundamentação do aqui discorrido foi onde descobri quase que um novo universo. Por mais que a busca pela repressão seja “nova” se comparada a outros ilícitos vistos no ornamento mais “tradicional” do mundo jurídico, se tem muito a entender nos mecanismos a busca destes que buscam essa conduta.

Aqui, pude afirmar que, mesmo que tenha sido observada a prática que tenha o rol taxativo completo para que seja ilícita, ainda, por muitas vezes, temos a abertura de diversos processos, o que é necessário, entretanto também representam quase como um subterfugio para busca da justificativa pelo injustificável.

Este tema se mostra cada vez mais importante com o caráter atingindo no Brasil, onde o investimento se torna cada vez mais realidade dentro do cotidiano do brasileiro. E a importância é não só ressaltar e trazer luz como também colocar este objeto cada vez mais na relevância para que a punição e taxaçaõ seja mais real.

Dessa forma, o presente trabalho, se mostra como um grande apanhado conclusivo para embasamento de uma busca ainda mais funda. Isto dado que temos tudo necessário para um entendimento do ocorrido: i. introdução, ii. conceitos, iii. casos práticos, iv. opiniões conclusivas e v. dados. E não só, mas também por chegar à discussão de cada um de seus conceitos, baseando-se numa intersecção da regulamentação administrativa e legislativa e no procedimento administrativo do único regulador do mercado de valores mobiliários.

Mediante a todo exposto, creio na possibilidade de melhor tratativa sobre esta temática para abordar também a esfera judicial, com a tipificação vinda do 27-D, visando cada vez mais trazer o insider para essa esfera criminosa (aqui no sentido coloquial), podendo levar a abordagem desta figura a uma outra área, dado que, no sentido de sempre buscar a justiça, aqueles que cometam tais crimes precisam ser responsabilizados. E aqui ressalto que não só pecuniariamente, como também penalmente de maneira efetiva. Dessa forma, seria de grande valor que, juntamente

ao avanço regulamentar do tema, também tivéssemos o avanço fiscal, não só sobrevivendo de denúncias ou grandes oscilações.

Ressalto, por último, que o objetivo é a clareza pela não libertinagem mercantil que por muitas vezes é vista em países emergentes. É a taxaço e a busca pela resoluço em diversas esferas para que assim consigamos alcanço, cada vez mais, um Brasil para todos.

REFERÊNCIAS

Livros:

COSTENARO, Cavalli, Marcelo e Muller, Viviane, Prado. Insider Trading: Normas, Instituições e Mecanismos de Combate no Brasil. 2020, Arraes.

MUSSNICH, Maciel, Antunes Francisco. O Insider trading no direito brasileiro. 2017, 1ª edição, Saraiva.

CORSETTI, Michelangelo. Insider Trading Informação Privilegiada - O Uso Indevido no Mercado de Capitais. 2013, 1ª edição, Juruá.

EIZIRIK, Nelson. Reforma das Sociedade Anônimas e do Mercado de Capitais. 2ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1998.

FILGUEIRAS. L. A. O Insider Trading nos Tribunais. Trabalho de Conclusão de Curso Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo. São Paulo: 2013,

Normas, Instituições e Mecanismos de Combate No Brasil. São Paulo: Coleção Acadêmica Livre – Fundação Getúlio Vargas, 2016.

Material da Internet

SÃO PAULO. (Estado). Aspectos Jurídicos do "insider trading". São Paulo, 1978. v. 1. Disponível em: < https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/acesso_informacao/serieshistoricas/estudos/anexos/Aspectos-Juridicos-do-insider-trading-NJP.pdf >

A RECORRÊNCIA DO INSIDER TRADING NOS NEGÓCIOS DEFUSÕES & AQUISIÇÕES. NET, Goiania, 2020. Seção Ponto de Vista. Disponível em < <https://repositorio.pucgoias.edu.br/jspui/bitstream/123456789/242/1/Luis%20Eduardo%20S.%20Rocha.%20tccc.pdf> >

<https://capitalaberto.com.br/nao-listavel/o-caso-sadia-parte-i/>

<https://tico080970.jusbrasil.com.br/artigos/706006035/insider-trading-analise-sobre-o-caso-sadia-perdigao>

EXTRATO DA SESSÃO DE JULGAMENTO DO PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM nº RJ2012/8010

EXTRATO DA SESSÃO DE JULGAMENTO DO PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM nº RJ2013/1730

Superior Tribunal de Justiça STJ - CONFLITO DE COMPETÊNCIA: <<https://www.jusbrasil.com.br/jurisprudencia/stj/1543908503>>

BRASIL. Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações, Brasília/DF, 1976. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404compilada.htm>.

BRASIL. Lei n. 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários, Brasília/DF, dez 1976. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385.htm>.