

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO
PUC-SP

DANIEL SANDRIN VERALDI LEITE

INSIDER TRADING NO BRASIL

SÃO PAULO
2016

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO
PUC-SP

DANIEL SANDRIN VERALDI LEITE

INSIDER TRADING NO BRASIL

Monografia executada sob a orientação do professor Daniel Bushatsky, como requisito para a obtenção do título de especialista em Direito Empresarial, junto a Pontifícia Universidade Católica de São Paulo – PUC/SP.

SÃO PAULO

2016

Leite, Daniel Sandrin Veraldi
Título: *Insider Trading* no Brasil

Monografia executada sob a orientação do professor Daniel Bushatsky, como requisito para conclusão do curso de pós graduação em Direito Empresarial.

Aprovado em:

Banca Examinadora

A minha esposa Fernanda e em especial ao meu filho Pedro, sobretudo, pela resignação ao lhes haver subtraído horas de convívio, notadamente os mais agradáveis da vida familiar e de lazer, consumidos durante o tempo despendido à minha especialização e ao desenvolvimento deste ensaio, que acredito tenha compensado tamanho sacrifício.

RESUMO

Trata o presente estudo sobre a prática do *insider trading* no Brasil, sendo necessário, para tanto, nos debruçarmos, inicialmente, quanto a introdução desta legislação no ordenamento jurídico brasileiro, a qual se originou daquelas utilizadas em outros países, a exemplo dos Estados Unidos, França e Inglaterra. Assim este ensaio apresenta as características do referido ilícito, seja m âmbito administrativo, cível ou criminal, bem como as responsabilidades das agências reguladoras no tocante a coibir atos relacionados e sua repercussão.

Palavras-chave: *insider trading*, *full disclosure*, mercado de capitais, direito à informação, comissão de valores mobiliários.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	7
1. CONCEITO	10
2. HISTÓRICO	13
3. DO DIREITO DE INFORMAÇÃO	16
3.1. A REGULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS	18
3.2. O PRINCÍPIO DO <i>FULL DISCLOSURE</i> E A VEDAÇÃO AO <i>INSIDER TRADING</i>	22
4. O INSIDER TRADING NO ORDENAMENTO JURÍDICO BRASILEIRO	27
4.1. AÇÃO PENAL E COMPETÊNCIA	32
5. O INSIDER TRADING NO BRASIL E APLICAÇÃO DAS NORMAS REGENTES.....	35
5.1. CASO SADIA (AÇÃO PENAL NÚMERO: 0005123-26.2009.4.03.6181)	35
5.2. CASO BURGER KING.....	38
5.3. CASO EIKE BATISTA.....	39
CONSIDERAÇÕES FINAIS	42
ANEXO I – ACÓRDÃO RESP N°. 1.569.171-SP (CASO SADIA).....	48

INTRODUÇÃO

Diversas são as estratégias utilizadas na tentativa de diminuir os riscos encontrados pelos investidores assim como conquistar maiores valores no mercado de capitais.

Carteira de investimentos diversificada, busca de informações sobre as companhias, análise dos conselhos de administração e conhecer a sociedade em que se está investindo são algumas delas.

Estes são exemplos de práticas lícitas utilizadas. Contudo, nem todas elas têm a mesma idoneidade.

Na tentativa de quebrar a imprevisibilidade do mercado de capitais e colocar investidores em vantagem em relação a outros, uma das práticas ilícitas mais utilizadas é a busca de informações privilegiadas sobre as companhias.

Informações como o estado da companhia, a junção de companhias, entre tantas outras, podem beneficiar seus detentores em detrimento daqueles que desconhecem as mesmas, de forma a evitar perdas ou obter lucros. A esta conduta dá-se o nome de *insider trading*.

Inserida no meio financeiro há muitos anos, é tratada com normalidade por muitos, havendo defesa, inclusive, no sentido de que seja considerada uma prática normal de mercado.

Contudo, impactos negativos como os prejuízos trazidos a investidores e, conseqüentemente ao mercado de valores, como assimetria de informações e fuga de capitais, levaram a criação de normas proibitivas que atribuíram à conduta caráter de ilicitude.

Para tanto, para regulamentar o mercado de capitais do país e coibir as condutas ilícitas, foi instituída uma Autarquia Federal vinculada ao Ministério da Fazenda – a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) – a qual age através de resoluções e instruções normativas.

Desta forma, pode-se dizer que o propósito da CVM é o de colocar os investidores em absoluta igualdade no momento da negociação das ações.

Assim, o presente estudo foi dividido em cinco capítulos. O primeiro capítulo tratou de conceituar o instituto denominado *insider trading*, a fim de situar o leitor a respeito da prática e das definições trazidas por alguns doutrinadores.

A esse fim, em suma, *insider trading* nada mais é que o ato de se utilizar de informações relevantes e privilegiadas que ainda não foram divulgadas ao público e que se tem acesso em razão do cargo ou função que se desempenha dentro da companhia, visando a obtenção de lucro ou vantagem para si próprio ou para terceiro.

Superando a conceituação, o segundo capítulo discute o histórico do *insider trading* de forma a demonstrar como o ordenamento jurídico brasileiro inovou sua legislação no sentido de punir esta prática nas searas administrativa, cível e penal.

Nesse sentido, o termo *insider trading* só foi trazido para o Brasil no ano de 1965, a partir da legislação que tratou de disciplinar o mercado de capitais e desde então o Estado vem se mostrando cada vez mais atuante para coibir tal prática.

Por seu turno, o direito de informação foi tratado no terceiro capítulo. Para se falar sobre *insider trading* é imprescindível tratar sobre a informação relevante e o direito de acesso a esta. Assim, este capítulo traz comentários a respeito dos deveres de divulgação de informações de acordo com os princípios da organização para a cooperação e o desenvolvimento econômico sobre o governo das sociedades.

O capítulo três também trata em seu primeiro subtópico sobre a regulamentação do mercado de capitais, as atribuições das agências reguladoras, e das manobras legislativas utilizadas a fim de atrair novos investidores.

Por fim, este capítulo versa ainda sobre o princípio do *full disclosure*, ou princípio da informação completa, o principal pilar da vedação ao *insider trading* que reza pela transparência nas negociações. Este é um princípio fundamental para o bom funcionamento do mercado de capitais, uma vez que visa garantir o acesso do investidor às informações necessárias para que este possa embasar sua tomada de decisões.

O quarto capítulo trata a respeito do *insider trading* no ordenamento jurídico brasileiro e suas previsões legais em Instruções Normativas, no Código Civil e no Código Penal. Expõe ainda o tipo de ação penal e esclarece o possível conflito de competência.

Finalmente, o quinto e último capítulo trata da aplicação da norma em casos práticos. O presente estudo analisou, especificamente, os casos SADIA, BURGER KING e EIKE BATISTA. Importante ressaltar que o caso SADIA é o primeiro caso de

condenação por *insider trading* no Brasil, sendo que o acórdão data de fevereiro de 2016 e está incluso nos anexos do presente estudo.

1. CONCEITO

Insider Trading, conforme Filgueiras (2013), é um termo norte americano utilizado para definir o valer-se de informações confidenciais ou reservadas em relação ao estado e negócios da companhia para conseguir benefício, seja ele visando obter lucro ou evitar perdas, com a negociação de títulos e valores mobiliários. O autor ressalta a ação insidiosa em detrimento dos investidores e acionistas, os quais não possuem acesso a tais informações, de maneira a quebrar a imprevisibilidade do mercado, o que coloca o *insider* em posição de grande vantagem em relação aos demais.

Dessa forma, Eizirik (1983, p. 43) leciona que, através da utilização de informações relevantes e ainda desconhecidas pelos demais interessados, “o *insider* realiza compra e venda no mercado a preços que ainda não estão refletindo o impacto de determinadas informações sobre a companhia, que são do seu conhecimento exclusivo.” São exemplos de cargos que podem ocupar a posição de *insider* em companhias: diretores, auditores, advogados, consultores de agências de *rating*, entre outros.

Para Castelar (2008, p. 108) é determinado como

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

De acordo com Proença (2005, p. 41), o *insider trading* é uma

Verdadeira cilada para a comunidade do mercado de capitais, o comportamento do chamado *insider trading* (negociação por aquele que está “por dentro”) consiste no efetivo aproveitamento de informações confidenciais ou reservadas, acerca do estado e dos negócios de determinada companhia, por parte de administradores, principais acionistas e outros que a elas têm acesso, para negociar com investidores que a tanto se recusariam, pelo menos pelas bases estabelecidas, caso conhecedores das mesmas informações.

Através destas definições, pode-se ressaltar alguns elementos inerentes ao *insider trading*, a saber: a **relevância** e o **sigilo da informação**. Conforme evidencia

o artigo 2º da Instrução CVM nº 358, de 03 de janeiro de 2002, informação relevante é qualquer decisão adotada no domínio da companhia aberta por seus acionistas ou administração, ou ainda a ocorrência de ato ou fato que esteja relacionado aos negócios da companhia que possa influenciar de forma expressiva na cotação de valores mobiliários difundidos pela companhia ou a ele referenciados; sobre a decisão dos investidores em comprar, vender ou manter os referidos valores mobiliários, assim como de assegurar quaisquer direitos pertinentes à condição de titular a esses valores mobiliários. Neste mesmo artigo, em seu parágrafo único são relacionadas diversas possibilidades de atos ou fatos relevantes. Vejamos:

Parágrafo único. Observada a definição do **caput**, são exemplos de ato ou fato potencialmente relevante, dentre outros, os seguintes:

- I - assinatura de acordo ou contrato de transferência do controle acionário da companhia, ainda que sob condição suspensiva ou resolutiva;
- II - mudança no controle da companhia, inclusive através de celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas;
- III - celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas em que a companhia seja parte ou interveniente, ou que tenha sido averbado no livro próprio da companhia;
- IV - ingresso ou saída de sócio que mantenha, com a companhia, contrato ou colaboração operacional, financeira, tecnológica ou administrativa;
- V - autorização para negociação dos valores mobiliários de emissão da companhia em qualquer mercado, nacional ou estrangeiro;
- VI - decisão de promover o cancelamento de registro da companhia aberta;
- VII - incorporação, fusão ou cisão envolvendo a companhia ou empresas ligadas;
- VIII - transformação ou dissolução da companhia;
- IX - mudança na composição do patrimônio da companhia;
- X - mudança de critérios contábeis;
- XI - renegociação de dívidas;
- XII - aprovação de plano de outorga de opção de compra de ações; XIII - alteração nos direitos e vantagens dos valores mobiliários emitidos pela companhia;
- XIV - desdobramento ou grupamento de ações ou atribuição de bonificação;
- XV - aquisição de ações da companhia para permanência em tesouraria ou cancelamento, e alienação de ações assim adquiridas; XVI - lucro ou prejuízo da companhia e a atribuição de proventos em dinheiro;
- XVII - celebração ou extinção de contrato, ou o insucesso na sua realização, quando a expectativa de concretização for de conhecimento público;
- XVIII - aprovação, alteração ou desistência de projeto ou atraso em sua implantação;
- XIX - início, retomada ou paralisação da fabricação ou comercialização de produto ou da prestação de serviço;
- XX - descoberta, mudança ou desenvolvimento de tecnologia ou de recursos da companhia;
- XXI - modificação de projeções divulgadas pela companhia;
- XXII - impetração de concordata, requerimento ou confissão de falência ou propositura de ação judicial que possa vir a afetar a situação econômico-financeira da companhia.

Já o sigilo se dá pelo fato da informação não ter sido divulgada, não tendo os demais interessados, acesso à mesma. Esses dois elementos constituem a informação privilegiada, a qual, por sua vez, caracteriza o *Insider Trading*.

Numa definição mais aprofundada sobre a informação privilegiada, Eizirik (2011) a caracteriza de maneira a apresentar peculiaridades que devem se manifestar cumulativamente: i) apresentar materialidade, ou seja, ser um fato e não referir-se a rumores; ii) não estar à disposição ao público, ou seja, ser sigilosa; iii) ser “*price sensitive*”, ou seja, ter o poder de afetar a cotação dos títulos caso seja divulgada; iv) referir-se a valores mobiliários ou a seus emissores.

2. HISTÓRICO

Com o aumento da quantidade de empresas constituídas na forma de sociedade anônima, as grandes preocupações que envolvem o universo empresarial, quais sejam: a boa-fé dos contratantes na execução dos contratos, bem como a preservação ética dos vínculos, entraram em colapso em razão da fusão e/ou incorporação de grandes empresas e instituições financeiras que aconteceu de forma atropelada tornando possível que, tanto acionistas como membros de Conselhos Fiscais, tivessem conhecimento, de antemão, a respeito de negócios, contratos e atos jurídicos que seriam realizados.

Tais informações beneficiaram esses privilegiados, o que fez com que os preços das ações, debêntures e valores mobiliários sofressem interferência direta sem que existisse qualquer norma que regulamentasse, sancionasse ou definisse a citada prática.

Os pioneiros na tentativa de solucionar este problema foram os norte americanos logo após a quebra da Bolsa de Nova York. Neste sentido, de acordo com Requião (2012, p. 269)

Quando o Presidente Franklin Delano Roosevelt, no início da década de 1930, enfrentou a depressão econômica causada pela crise bolsista de 1929, e instituiu a política do *New Deal*, preocupou-se em sanear e moralizar o mercado financeiro e acionário dos Estados Unidos, sujeitando as *corporations* a severa fiscalização, ao mesmo tempo que instituiu a *Securities and Exchange Commission*, como agência do governo para policiar o mercado de capitais. Surgiu uma legislação repressora da prática de transações feitas dentro da sociedade, pô diretores bem informados sobre os negócios sociais. A esses atos de deslealdade deu-os a doutrina norte-americana a conhecer sob a designação de *insider trading*. Os objetivos do direito norte-americano são precisamente “pôr os proprietários de títulos em posição de igualdade, tanto quanto possível, com os dirigentes das sociedades emissoras e, no que diz respeito à informação disponível, colocar o comprador em pé de igualdade com o vendedor”.

Assim, o termo *insider trading* originou-se da *Common Law* dos Estados Unidos, que o classifica como ato de deslealdade (REQUIÃO, 2012).

Em outro sentido, de acordo com o artigo “Aspectos Jurídicos do *Insider Trading*” da Comissão de Valores Mobiliários (1978, p.4):

A legislação canadense, por exemplo, optou pela forma de enumerar expressamente as pessoas que considera “insiders”. Já na legislação francesa, os “insiders” são enumerados em dispositivo cujo fim precípua

não é o de definir o "insider", mas sim o de estabelecer obrigações para as pessoas que têm "status" de "insider". Da mesma forma, nos EUA, não há expressamente uma definição legal do "insider", mas o art. 16 do "Securities Exchange Act" igualmente estabelece, para as pessoas que indica (as quais têm a condição de "insiders"), obrigações especiais que por sua natureza se destinam a estes.

No ordenamento jurídico brasileiro, o termo *insider trading* foi introduzido a partir da década de 60 com a promulgação da Lei número 4.728, de 14 de julho de 1965, que passou a disciplinar o mercado de capitais e a estabelecer medidas para o seu desenvolvimento e concedeu ao Banco Central do Brasil o poder de controlar o emprego das informações que não fossem divulgadas ao público e passassem a ser utilizadas em proveito próprio ou de terceiro aproveitando-se da função ou cargo exercido (REQUIÃO, 2012).

Nos anos 70, visando a maior competitividade das sociedades anônimas brasileiras, institui-se um modelo de economia de incentivos fiscais e escalas, o que gerou uma grande quantidade de fusões de empresas acarretando em vantagens na execução aos diretores, uma vez que de posse da informação quanto a uma possível e/ou provável da fusão, os gestores adquiriam lotes de ações de suas empresas em estado econômico precários, que lucrariam com as incorporações gerando lucros aos possuidores dos títulos, sendo que estas transações eram divulgadas aos acionistas minoritários apenas nas assembleias (REQUIÃO, 2012).

Nas palavras de Requião (2012, p. 269):

Prevalecendo-se do conhecimento de fatos reservados sobre mutações essenciais na vida da empresa que dirigia, aquele administrador pôde lograr em poucos dias um ganho patrimonial considerável, pois interveio no mercado em condições de absoluta superioridade em relação ao público em geral.

A promulgação da Lei número 6.385, de 07 de dezembro de 1976, criou a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e garantiu a proteção à informação.

De acordo com o artigo 4º, VI, do referido diploma legal:

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

(...)

VI - assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido;

(...) (grifei).

Não obstante, o mesmo artigo em seu inciso IV, alínea c, determina que é função da CVM ainda “proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores de mercado contra (...) o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários”, também conhecido como *insider trading*.

Desta forma, *insider trading* pode ser uma pessoa que tenha acesso a dados relevantes de uma empresa e os divulgue, ou a conduta de divulgar, interferindo de forma direta na cotação dos valores mobiliários e na deliberação dos outros investidores.

Assim regulou-se o mercado de capitais no Brasil, embasado no princípio da transparência, ou *full and fair disclosure*, de acordo com a expressão dos Estados Unidos, que dispõe a respeito da obrigatoriedade das informações para que os investidores possam tomar decisões.

3. DO DIREITO DE INFORMAÇÃO

Em relação aos deveres de divulgação de informações de acordo com a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), estes devem abarcar informações relevantes sobre

resultados financeiros e operacionais da empresa; objectivos da empresa; participações sociais relevantes e direitos de voto; política de remuneração dos membros do órgão de administração e principais executivos, informações sobre os membros do órgão de administração incluindo as suas qualificações, processos de seleção, outros cargos de direção da empresa e esclarecimentos sobre se o órgão de administração os considera independentes; transações com partes relacionadas; factores de risco previsíveis; assuntos relacionados com trabalhadores e outros sujeitos com interesses relevantes; estruturas e políticas de governo, e designadamente o conteúdo de qualquer código ou política de governo da sociedade e o processo para a sua implementação (OCDE, 2004).

Nesse sentido, a OCDE (2004) determina que os investidores estão especialmente interessados em números e que

as demonstrações financeiras auditadas que mostram o desempenho e a situação financeira da empresa (geralmente contendo o balanço, a demonstração de resultados, a demonstração de fluxo de caixa e notas às demonstrações financeiras) são a forma universalmente consagrada de se obter informações acerca das empresas.

No tocante aos objetivos, é importante que as empresas os divulguem para que o investidor possa utilizá-los na tomada de decisões analisando a relação entre as empresas e as comunidades em que elas desenvolvem suas atividades, bem como se as medidas adotadas para tanto, são eficazes para alcançar os objetivos almejados (OCDE, 2004).

O direito à informação quanto à estrutura da sociedade e dos direitos do investidor em relação aos demais é um dos mais importantes. “O direito a estas informações deve abranger igualmente informações sobre a estrutura de um grupo de empresas e as relações no seio do grupo. Essa divulgação deve conferir transparência aos objectivos, à natureza, à estrutura do grupo” (OCDE 2004).

Os investidores precisam de informações a respeito dos membros da administração e dos principais executivos das companhias desde as suas competências às remunerações.

É importante divulgar eventuais cargos exercidos em outros órgãos de administração não apenas por ser uma indicação de experiência e possível sujeição a pressões de tempo, mas também porque pode revelar potenciais conflitos de interesses e tornar visível o grau de nomeações cruzadas para membros de órgãos da administração (OCDE, 2004).

Diversos fundamentos nacionais e até mesmo algumas legislações determinam deveres específicos para membros integrantes da administração da companhia. Muitos países concluíram ainda que o processo de seleção deve ser revelado aos acionistas antes da aprovação de decisões na assembleia geral.

A respeito da remuneração, “reveste-se ainda de especial interesse a ligação entre a remuneração e desempenho da empresa” (OCDE, 2004).

Para que se possa saber se a companhia está sendo gerida levando em consideração os interesses dos investidores, é de extrema importância que esta divulgue ao mercado as transações relevantes realizadas com pessoas relacionadas ou em grupo, sendo que o termo “pessoas relacionadas” diz respeito às entidades controladoras, ou que estão sob controle comum de uma empresa acionista com volume significativo incluindo familiares e os principais gestores.

Os fatores de risco considerados razoavelmente previsíveis para a OCDE (2004) são os

Riscos específicos do sector ou das áreas geográficas em que a empresa opera; dependência de mercadorias; riscos do mercado financeiro, incluindo as taxas de juro ou os riscos cambiais; riscos relacionados com instrumentos derivados e transações fora do balanço; e riscos relacionados com responsabilidades ambientais.

Assim, a divulgação de informações relevantes a respeito da gestão de risco é considerada, cada vez mais, uma boa prática.

Quanto à divulgação de informações sobre assuntos relacionados com trabalhadores e outros sujeitos com interesses relevantes, em alguns países as empresas são obrigadas a disponibilizar aquelas que possam afetar diretamente o desempenho da empresa.

Assim, de acordo com a OCDE (2004),

As políticas de recursos humanos, tais como os programas para o desenvolvimento e formação dos recursos humanos, taxas de retenção de trabalhadores ou planos de titularidade de acções para os trabalhadores,

podem transmitir importantes informações aos intervenientes no mercado em relação às vantagens competitivas das empresas.

Por fim, é papel da companhia divulgar informações a respeito do governo da sociedade para que os investidores possam fazer uma avaliação desta governança.

Tecidos estes comentários sobre os deveres de divulgação de informações relevantes de acordo com os Princípios da Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico sobre o Governo das Sociedades elaborado em 2004, é importante concluir que conforme o demonstrado, quanto maior e melhor foi a quantidade e qualidade de informações divulgadas, maior será o subsídio que o investidor encontrará para a tomada de decisões, o que acarreta em benefícios para a economia com o fomento do mercado de capitais.

3.1. A REGULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS

De acordo com Bulgarelli (1997), já em 1808, o Direito Comercial surgia no Brasil por meio de atos promulgados por D. João VI como a Carta Régia que dispôs sobre a abertura dos portos brasileiros ao comércio do exterior; o alvará de 1º de abril que concedeu a livre fixação de manufaturas e fábricas no Brasil; o alvará de 23 de agosto responsável pela criação do Tribunal Real do Comércio, Agricultura, Navegação e Fábricas; e o alvará de 12 de outubro que criou o Banco do Brasil conhecido como a primeira sociedade constituída por ações em território nacional.

Em 1850 foi promulgado o Código Comercial e em 1860 entrou em vigor a Lei 1.083, conhecida como Lei dos Entraves responsável pela criação de maiores exigências para a constituição de sociedades anônimas determinando que estas deveriam solicitar autorização do Conselho do Estado e do governo para funcionar.

Apenas em 1982, com a promulgação da Lei 3.185 deixou de existir a necessidade da autorização estatal para a constituição da sociedade anônima, bem como a citada legislação tratou a respeito da circulação de ações, crimes cometidos pelos administradores, prazos dos mandados e publicidade dos atos das sociedades.

Sequencialmente, em 1932, o Decreto 21.356 instituiu as ações preferenciais. No ano seguinte, o Decreto 22.431 legitimou o contrato de conveniência dos possuidores de debêntures e, por fim, em 1933 o Decreto 22.324 permitiu que

acionistas que compusessem no mínimo metade do capital social da empresa pudessem convocar assembleia geral, bem como tornou nula a realização de assembleias sem comunicação pública prévia.

Em 1945, foi criada a Superintendência da Moeda e do Crédito que tinha como principais atribuições o controle do mercado monetário, bem como a fiscalização das instituições financeiras. Nesta mesma época houve ainda a criação do Fundo Monetário Internacional e do Banco Internacional para a Reconstrução e Desenvolvimento, tudo isto num cenário pós Segunda Guerra Mundial em busca do crescimento e da consolidação da poupança nacional e da expansão do mercado de capitais (BULGARELLI, 1997).

No entanto, mesmo com estas mudanças o mercado de capitais brasileiro não parecia interessante. Assim, em 1948, a denominada missão Abbink foi criada a fim de estimular a economia nacional e trouxe propostas como a criação de órgãos imitando o modelo dos Estados Unidos como a *Securities and Exchange Commission* com o objetivo de instituir maior poder de polícia administrativa ao mercado de capitais oferecendo assim maior credibilidade ao investidor (BULGARELLI, 1997).

Em 1964, com a promulgação da Lei 4.595 que tratou da reestruturação do Sistema Financeiro Nacional, criou o Conselho Monetário Nacional além do Banco Central e em 1965 depois da criação da Lei 4.728 que disciplinou o mercado de capitais e estabeleceu medidas para o seu desenvolvimento, o sistema financeiro brasileiro foi finalmente reestruturado (LAMY FILHO, 1996) como é possível observar através da leitura do artigo 5º da Lei 4.728/65:

Art. 5º O sistema de distribuição de títulos ou valores mobiliários no mercado de capitais será constituído:

I - das Bôlsas de Valores e das sociedades corretoras que sejam seus membros;

II - das instituições financeiras autorizadas a operar no mercado de capitais;

III - das sociedades ou emprêsas que tenham por objeto a subscrição de títulos para revenda, ou sua distribuição no mercado, e que sejam autorizadas a funcionar nos termos do art. 11;

IV - das sociedades ou emprêsas que tenham por objeto atividade de intermediação na distribuição de títulos ou valores mobiliários, e que estejam registradas nos termos do art. 12.

No tocante às atribuições do Conselho Monetário Nacional, bem como do Banco Central, o artigo 2º da referida Lei tratou de discipliná-las, quais sejam:

Art. 2º O Conselho Monetário Nacional e o Banco Central exercerão as suas atribuições legais relativas aos mercados financeiro e de capitais com a finalidade de:

I - facilitar o acesso do público a informações sobre os títulos ou valores mobiliários distribuídos no mercado e sobre as sociedades que os emitirem;

II - proteger os investidores contra emissões ilegais ou fraudulentas de títulos ou valores mobiliários;

III - evitar modalidades de fraude e manipulação destinadas a criar condições artificiais da demanda, oferta ou preço de títulos ou valores mobiliários distribuídos no mercado;

IV - assegurar a observância de práticas comerciais equitativas por todos aqueles que exerçam, profissionalmente, funções de intermediação na distribuição ou negociação de títulos ou valores mobiliários;

V - disciplinar a utilização do crédito no mercado de títulos ou valores mobiliários;

VI - regular o exercício da atividade corretora de títulos mobiliários e de câmbio.

Desta forma, esta Lei buscou atrair maior número de investidores visando assim maior robustez da economia local e, ainda neste sentido, os artigos 53 e seguintes da referida legislação tratou de alterar as formas de tributação do imposto de renda dos rendimentos das ações e títulos de créditos de forma a tornar o negócio ainda mais atrativo:

Art. 53. Está sujeito ao desconto do imposto de renda na fonte, à razão de 15% (quinze por cento) o deságio concedido na venda, ou colocação no mercado por pessoa jurídica a pessoa física, de debêntures ou obrigações ao portador, letras de câmbio ou outros quaisquer títulos de crédito.

§ 1º Considera-se deságio a diferença para menos entre o valor nominal do título e o preço de sua venda ou colocação no mercado.

§ 2º Na circulação dos títulos referidos no presente artigo, o imposto não incidirá na fonte nos deságios concedidos entre pessoas jurídicas, mas a primeira pessoa jurídica que vender ou revender o título a pessoa física deverá:

a) reter o imposto previsto neste artigo, calculado sobre o deságio referido ao valor nominal do título;

b) exigir a identificação do adquirente e o recibo correspondente ao deságio;

c) declarar no próprio título a retenção do imposto nos termos da alínea a, e o montante do deságio sobre o qual incidiu;

d) fornecer ao beneficiário do deságio declaração da retenção do imposto, da qual deverão constar a identificação do título e as datas de sua negociação e do seu vencimento.

§ 3º Os títulos dos quais constar a anotação de retenção do imposto previsto no § 2º, alínea c, deste artigo, poderão circular entre pessoas jurídicas e físicas sem nova incidência do imposto, salvo se uma pessoa jurídica revendê-lo a pessoa física com deságio superior ao que serviu de base à incidência do imposto pago, caso em que o imposto incidirá sobre a diferença entre o novo deságio e o já tributado, observado o disposto no § 2º.

§ 4º O deságio percebido por pessoas físicas na aquisição das obrigações ou títulos cambiais referidos neste artigo será obrigatoriamente incluído pelo beneficiário na sua declaração anual de rendimentos, classificado como juros compensando-se o imposto retido na fonte com o devido, de acordo com a declaração anual de rendimentos.

§ 5º Se o prazo entre a aquisição e o vencimento do título tiver sido superior a 12 (doze) meses, a pessoa física beneficiária do primeiro deságio poderá deduzir do respectivo rendimento bruto, na sua declaração anual do imposto de renda, a importância correspondente à correção monetária do capital aplicado na obrigação ou letra de câmbio, observadas as seguintes normas:

- a) a correção será procedida entre as datas de aquisição e liquidação do título, segundo os coeficientes de correção monetária fixados pelo Conselho Nacional de Economia, para a correção das Obrigações do Tesouro;
- b) a data e o valor de aquisição serão comprovados através da declaração de retenção do imposto (§ 2º, alínea d) anexada à declaração.

§ 6º Os lucros obtidos por pessoas jurídicas na aquisição e revenda, ou liquidação de obrigações e títulos cambiais, integrarão o respectivo lucro real sem compensação de imposto na fonte referido neste artigo, se tiver sido pago, e com a dedução da correção monetária nos casos e nos termos previstos no § 5º.

§ 7º Para efeito da declaração anual de renda, o rendimento dos títulos, a que se refere o § 5º, considera-se percebido no ano da sua liquidação.

§ 8º O disposto no presente artigo entrará em vigor a 1º de janeiro de 1967, quando ficarão revogadas as disposições vigentes relativas à tributação de deságio, inclusive a opção pela não identificação do respectivo beneficiário; salvo em relação ao disposto nos §§ 5º e 7º, que será aplicável desde a publicação desta Lei, nos ramos em que o beneficiário do deságio optar pela sua identificação.

Art. 54. Os juros de debêntures ou obrigações ao portador e a remuneração das partes beneficiárias estão sujeitos à incidência do imposto de renda na fonte:

I - à razão de 15% (quinze por cento), no caso de identificação do beneficiário nos termos do art. 3º, da Lei n. 4.154, de 28 de novembro de 1962;

II - à razão de 60% (sessenta por cento), se o beneficiário optar pela não identificação.

Parágrafo único. No caso do inciso I deste artigo o imposto retido na fonte será compensado com o imposto devido com base na declaração anual de renda, na qual serão obrigatoriamente incluídos os juros percebidos.

Art. 55. A incidência do imposto de renda na fonte, a que se refere o art. 18 da Lei n. 4.357, de 18 de julho de 1964, sobre rendimentos de ações ao portador, quando o beneficiário não se identifica, fica reduzida para 25% (vinte e cinco por cento), quando se tratar de sociedade anônima de capital aberto definida nos termos do art. 59 desta Lei, e 40% (quarenta por cento) para as demais sociedades.

§ 1º O imposto de renda não incidirá na fonte sobre os rendimentos distribuídos por sociedades anônimas de capital aberto aos seus acionistas titulares de ações nominativas, endossáveis ou ao portador, se optarem pela identificação, bem como sobre os juros dos títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal, subscritos voluntariamente.

Art. 58. Na emissão de ações, as importâncias recebidas dos subscritores a título de ágio não serão consideradas como rendimento tributável da pessoa jurídica, constituindo obrigatoriamente reserva específica, enquanto não forem incorporadas ao capital da sociedade. (Redação dada pela Lei nº 4.862, de 14.7.1965)

§ 1º Não sofrerão nova tributação na declaração de pessoa física, ou na fonte, os aumentos de capital das pessoas jurídicas mediante a utilização das importâncias recebidas a título de ágio, quando realizados, nos termos deste artigo, por sociedades das quais sejam as referidas pessoas físicas acionistas, bem como as novas ações distribuídas em virtude daqueles aumentos de capital. (Parágrafo incluído pela Lei nº 4.862, de 14.7.1965)

§ 2º As quantias relativas aos aumentos de capital das pessoas jurídicas, mediante a utilização de acréscimos do valor do ativo decorrentes de aumentos de capital realizados nos termos deste artigo por sociedades das

quais sejam acionistas, não sofrerão nova tributação. (Parágrafo incluído pela Lei nº 4.862, de 14.7.1965)

Art. 59. Caberá ao Conselho Monetário Nacional fixar periodicamente as condições em que, para efeitos legais, a sociedade anônima é considerada de capital aberto.

§ 1º A deliberação do Conselho Monetário Nacional aumentando as exigências para a conceituação das sociedades de capital aberto somente entrará em vigor no exercício financeiro que se inicie, no mínimo, seis meses depois da data em que for publicada a deliberação.

§ 2º Para efeito do cálculo da percentagem mínima do capital com direito a voto, representado por ações efetivamente cotadas nas Bôlsas de Valores, o Conselho Monetário Nacional levará em conta a participação acionária da União, dos Estados, dos Municípios, das autarquias, bem como das instituições de educação e de assistência social, das fundações e das ordens religiosas de qualquer culto.

Assim, até meados de 1971, os brasileiros se desfizeram de imóveis e quaisquer outros bens que possuíssem para investir todo o dinheiro na bolsa de valores, sendo que o crescimento no número de investidores aumentou também as possibilidades de utilização de informações privilegiadas e diversas outras formas de manipulação (SANTOS, 2012).

3.2. O PRINCÍPIO DO *FULL DISCLOSURE* E A VEDAÇÃO AO *INSIDER TRADING*

As primeiras referências ao sistema de *full disclosure* datam de 1916 nas decisões do juiz da Suprema Corte Louis D. Brandeis quando da disciplina de mercado de capitais (LEÃES, 1982).

Para Leães (1982, p. 90), “a luz do sol é o melhor desinfetante, e a luz elétrica, o mais eficiente policial” e desta forma o autor demonstra que a publicidade é a melhor solução para quaisquer problemas.

Desta feita, a polícia do mercado de valores norte americana determinou como instrumento fundamental o fornecimento de informações. Nas palavras de Loss (1961, pp. 121-122): “existe um tema recorrente nessa legislação: mais transparência, e ainda mais transparência”.

No ordenamento jurídico brasileiro o princípio do *full disclosure*, também conhecido como princípio da informação completa aparece no artigo 4º, VI da Lei nº. 6.358/76 que determina que é função da CVM “assegurar acesso do público a informações sobre valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido”.

Nas palavras de Bocater (1999, p. 211):

Um dos princípios fundamentais sobre os quais se alicerça a legislação do mercado de capitais é o do *full disclosure*. A Comissão de Valores Mobiliários (CVM), entidade reguladora e fiscalizadora desse mercado, pauta suas ações nesse princípio, segundo o qual os investidores são livres para tomar suas decisões de investimento com base nas informações disponíveis no mercado. Se quiserem ser tolos, tem esse direito. Mas devem ter à sua disposição informações que reflitam, com fidedignidade e precisão, a situação financeira e patrimonial das companhias emissoras e as características dos valores mobiliários ofertados.

Antes mesmo da criação da CVM, com a promulgação da Lei nº. 4.728/65, já existia esta precaução legislativa quando foi delimitada a intervenção regulatória estatal no mercado de capitais no Brasil que se daria através do Banco Nacional e do Conselho Monetário Nacional, conforme o artigo 2º da legislação em comento já mencionado.

Assim, o princípio do *full disclosure* é de extrema importância e relevância para o bom funcionamento do mercado de capitais, uma vez que a garantia do investidor de acesso às informações necessárias para que possa fundamentar seus aportes tem um papel importante no incentivo e motivação ao desenvolvimento do mercado de capitais.

Ainda, de acordo com Salomão Filho (2006), há uma relação direta entre o grau de proteção da informação completa e o desenvolvimento do mercado de capitais em cada país o que elimina qualquer dúvida a respeito de que o princípio do *full disclosure* de fato é o norte para o desenvolvimento nacional e proteção da economia popular.

Ademais, ainda que este princípio tenha sido previsto pelo legislador que também tratou de instituir um conjunto de punições e obrigações visando sua aplicação seja de forma preventiva ou punitiva, ainda há indivíduos em posse de informações privilegiadas, relevantes e não divulgadas ao mercado por diversos motivos, desde falha na divulgação até aqueles casos em que a própria lei permite que a informação não seja oferecida de imediato ao mercado.

Para Quiroga (1999), todos indivíduos que se propõem a realizar transações no mercado de capitais devem possuir as mesmas informações para que possam trabalhar em um processo de igualdade de forma que a companhia não privilegie alguns investidores. O autor denomina a informação privilegiada de *insider information*.

Conforme Eizirik, *et.al.* (2008), as metas econômicas da regulação devem abranger maior eficácia na definição dos preços dos valores mobiliários, sendo que a eficácia diz respeito à eficiência de reação das cotações em relação às novas informações uma vez que quanto maior for a velocidade da reação, mais eficaz será o mercado idealizando que a reação se dê única e exclusivamente por conta de informações publicadas e de amplo acesso; e mais efetividade na reserva de fundos para que os investidores possam aplicar seu capital nas companhias mais rentáveis.

Para o autor, estes objetivos só seriam alcançados através de uma legislação de *disclosure* capaz de legitimar o princípio da ampla transparência das informações e a reprimenda ao *insider trading* (EZIRIK, *et. al.*, 2008).

No mesmo sentido, para Salomão Filho (2006), a diferenciação de acesso aos investidores de uma mesma companhia às informações é capaz até de acabar com o mercado o que indica uma queda no fluxo de investidores gerando uma mudança destes e das melhores empresas para mercados que possibilitem melhor acesso à informação.

Por fim, é o entendimento do então Presidente da CVM, Marcelo Fernandez Trindade, em seu voto no Processo Sancionador CVM nº. 18/01:

A CVM tem a missão legal de proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores de mercado contra o uso de informação relevante não divulgada no mercado (art. 4º, inc. IV, "c", Lei 6.385/76). Esta é uma de suas responsabilidades mais fundamentais, porque é dela que dependerá o êxito de suas outras atribuições legais, notadamente, a de promover a aplicação da poupança dos investidores em valores mobiliários.

O mercado de capitais brasileiro só representará uma alternativa viável de financiamento para as empresas brasileiras, dando, assim, sua parcela fundamental de contribuição para o desenvolvimento do país, quando os investidores que aqui aportarem seus recursos confiarem no funcionamento adequado do mercado. Isso é algo que não depende apenas de política econômica e incentivos fiscais, assuntos com os quais nos vemos às voltas rotineiramente, mas, também, dos mercados serem ambientes confiáveis, honestos, onde não se corram riscos diversos dos inerentes ao mercado e, por isto, normalmente esperados.

O *insider trading*, a negociação com informação privilegiada, não disponível aos demais agentes, inclui-se entre as mais graves infrações em mercado de capitais exatamente porque o subverte naquilo que tem de mais fundamental, que é a confiança nos agentes e nas informações disponíveis. Dessa forma, por uma questão de proporcionalidade, tratando-se de conduta das mais graves, é correto que sejam aplicadas punições graves, como as multas pecuniárias máximas e a pena de suspensão da autorização do exercício da função de administrador de carteira (...).

Como é possível notar, mesmo nos países desenvolvidos, a repressão ao *insider trading* é recente mesmo nos países desenvolvidos, uma vez que o estímulo

legislativo para a edição de normas neste sentido aconteceu principalmente na década de 90 (BENNY, 2005).

Nos Estados Unidos a legislação a respeito da vedação ao *insider trading* data de 1930 e na França apenas em 1967, sendo que até então o que prevalecia era o princípio norteador que determinava que

o segredo quanto à titularidade das ações é com certeza o principal traço do direito societário do Velho Continente. Deve-se à sua persistência não apenas a questões de ordem fiscal, como também a fortes raízes culturais e históricas que conduziram à adoção do anonimato com relação aos valores mobiliários (CARVALHOSA & LATARROCA, 1997, p. 251).

Na Inglaterra surgiu só em 1980 (CARVALHOSA & LATARROCA, 1997).

De acordo com Proença (2005), no final de 1998, a bolsa de valores alcançava 103 países, sendo que, destes, somente 87 possuíam legislação contra o *insider trading* e apenas 38 a executavam de fato.

Ademais, é importante mencionar que ainda que esta seja a corrente majoritária, existe uma minoritária *pró-insider*, a escola de Manne.

Nesse sentido “Manne foi um dos primeiros doutrinadores a se utilizar da ciência econômica para criar uma nova visão sobre um conceito legal e a fazer isso de forma a impactar drasticamente as discussões sobre o assunto” (CASS, 1999).

De acordo com a doutrina minoritária *pró-insider*, as negociações privilegiadas tem o condão de trazer a ação para perto de seu valor real de mercado, ou seja, para o valor que ela atingiria caso todas as informações relevantes fossem divulgadas sendo que desta forma a sociedade se beneficia através de preços mais precisos de valores de mercado; e ainda o *insider trading* é uma forma de remuneração dos executivos em forma de bônus por terem produzido informações que acabaram por aumentar o valor da companhia (ALVAREZ, 2006).

No entanto, é possível concluir que mesmo os *pró-insider* concordam que o mercado se beneficia com a maior exatidão da cotação das ações, sendo que o preço correto é aquele atingido pelo mercado mobiliário caso todas as informações relevantes fossem de fato divulgadas.

A sutileza quando da definição exata dos preços beneficia o investidor e a sociedade como um todo, uma vez que permite o aporte de investimentos de capital, além de diminuir drasticamente a inconstância dos preços o que fomenta o mercado

e estimula o seu crescimento desta forma beneficiando também as companhias que receberiam os investimentos.

4. O INSIDER TRADING NO ORDENAMENTO JURÍDICO BRASILEIRO

O *insider trading* no Brasil é regulamentado por diferentes legislações como, por exemplo, os Códigos Penal e Civil, a Lei 6.404 e a Lei 6.385, ambas de 1976.

De acordo com Proença (2005, p. 27), “foi apenas com a edição da Lei 6.404, em fins de 1976, que o *insider trading* passou a ser regulado de maneira mais taxativa, tanto em moldes preventivos como repressores”.

De acordo com o artigo 155 da Lei 6.404 de 1976,

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.

Assim, aquele que não cumprir com seu dever de lealdade será punido da maneira adequada, sendo que a punição se aplica também aos diretores e conselheiros da companhia, nos moldes do artigo 145 do referido diploma legal que determina que “As normas relativas a requisitos, impedimentos, investidura, remuneração, deveres e responsabilidade dos administradores aplicam-se a conselheiros e diretores”.

No mesmo sentido, o artigo 160 da referida Lei determina a punição aos membros ocupantes de funções que se destinassem a aconselhar os administradores ou desempenhar funções técnicas, de quaisquer outros órgãos que fossem instituídos através dos estatutos das companhias.

As punições também são aplicadas aos membros do Conselho Fiscal, conforme o artigo 165 do supracitado diploma legal *in verbis*:

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

§ 1º Os membros do conselho fiscal deverão exercer suas funções no exclusivo interesse da companhia; considerar-se-á abusivo o exercício da função com o fim de causar dano à companhia, ou aos seus acionistas ou administradores, ou de obter, para si ou para outrem, vantagem a que não

faz jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia, seus acionistas ou administradores.

§ 2º O membro do conselho fiscal não é responsável pelos atos ilícitos de outros membros, salvo se com eles foi conivente, ou se concorrer para a prática do ato.

§ 3º A responsabilidade dos membros do conselho fiscal por omissão no cumprimento de seus deveres é solidária, mas dela se exime o membro dissidente que fizer consignar sua divergência em ata da reunião do órgão e a comunicar aos órgãos da administração e à assembléia-geral.

Ainda quanto ao artigo 155 é importante mencionar que só se consuma o ilícito denominado *insider trading* quando o sujeito ativo que o pratica faz uso da informação relevante que ainda não foi divulgada para terceiros, a fim de negociar valores mobiliários.

O parágrafo 3º do referido artigo determina também que o terceiro prejudicado com a prática do *insider trading* tem direito à indenização por perdas e danos.

Importante ainda mencionar o disposto no artigo 157 da Lei das Sociedades Anônimas em comento:

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

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

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

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

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

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

§ 5º Os administradores poderão recusar-se a prestar a informação (§ 1º, alínea e), ou deixar de divulgá-la (§ 4º), se entenderem que sua revelação

porá em risco interesse legítimo da companhia, cabendo à Comissão de Valores Mobiliários, a pedido dos administradores, de qualquer acionista, ou por iniciativa própria, decidir sobre a prestação de informação e responsabilizar os administradores, se for o caso.

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

Assim, conforme Proença (2005, pp. 27-28),

Em suma, os arts. 155 e 157 da Lei 6.404 construíram, a partir de 1976, a estrutura legal que previne e reprime *insider trading* no direito brasileiro. Na leitura conjunta dos dispositivos, resulta claro que a lei segue também o padrão normativo do direito norte-americano, referente ao dever do *insider* de divulgar ou abster-se de utilizar a informação em proveito próprio (*disclose or refrain from trading*). Assim, estando o administrador na posse de informação relevante, sua obrigação fundamental é revelá-la ao público, em obediência ao princípio fundamental do *disclosure*, é possível, porém, que tal informação possa pôr em risco interesse legítimo da companhia (artigo 157, §5º). Nesse caso, porém, enquanto a informação não for divulgada, o *insider* está proibido de utilizá-la em proveito próprio, comprando e vendendo valores mobiliários da companhia, ou recomendando a terceiros que o façam.

É o que determina também o artigo 260 da Lei 6.404/76: “Até a publicação da oferta, o ofertante, a instituição financeira intermediária e a Comissão de Valores Mobiliários devem manter sigilo sobre a oferta projetada, respondendo o infrator pelos danos que causar”.

Neste mesmo sentido, determina o artigo 48 da Instrução Normativa CVM 400/03 que:

Art. 48. A emissora, o ofertante, as Instituições Intermediárias, estas últimas desde a contratação, envolvidas em oferta pública de distribuição, decidida ou projetada, e as pessoas que com estes estejam trabalhando ou os assessorando de qualquer forma, deverão, sem prejuízo da divulgação pela emissora das informações periódicas e eventuais exigidas pela CVM:

I - até que a oferta pública seja divulgada ao mercado, limitar:

- a) a revelação de informação relativa à oferta ao que for necessário para os objetivos da oferta, advertindo os destinatários sobre o caráter reservado da informação transmitida; e
- b) a utilização da informação reservada estritamente aos fins relacionados com a preparação da oferta.

II – abster-se de negociar, até a divulgação do Anúncio de Encerramento de Distribuição, com valores mobiliários do mesmo emissor e espécie daquele objeto da oferta pública, nele referenciados, conversíveis ou permutáveis, ou com valores mobiliários nos quais o valor mobiliário objeto da oferta seja conversível ou permutável, salvo nas hipóteses de:

- a) execução de plano de estabilização devidamente aprovado pela CVM;

- b) alienação total ou parcial de lote de valores mobiliários objeto de garantia firme;
 - c) negociação por conta e ordem de terceiros;
 - d) operações claramente destinadas a acompanhar índice de ações, certificado ou recibo de valores mobiliários;
 - e) operações destinadas a proteger posições assumidas em derivativos contratados com terceiros;
 - f) operações realizadas como formador de mercado, nos termos da regulamentação aplicável;
 - g) administração discricionária de carteira de terceiros;
 - h) aquisição de valores mobiliários solicitada por clientes com o fim de prover liquidez, bem como a alienação dos valores mobiliários assim adquiridos;
 - i) arbitragem entre:
 - 1. valores mobiliários e seus certificados de depósito; ou
 - 2 índice de mercado e contrato futuro nele referenciado; e
 - j) operações destinadas a cumprir obrigações assumidas antes do início do período de vedação decorrentes de:
 - 1. empréstimos de valores mobiliários;
 - 2. exercício de opções de compra ou venda por terceiros; ou
 - 3. contratos de compra e venda a termo.
- III - apresentar à CVM pesquisas e relatórios públicos sobre a companhia e a operação que eventualmente tenha elaborado;
- IV - abster-se de se manifestar na mídia sobre a oferta ou o ofertante até a divulgação do Anúncio de Encerramento de Distribuição nos 60 (sessentas) dias que antecedem o protocolo do pedido de registro da oferta ou desde a data em que a oferta foi decidida ou projetada, o que ocorrer por último; e
- V - a partir do momento em que a oferta se torne pública, ao divulgar informação relacionada à emissora ou à oferta:
- a) observar os princípios relativos à qualidade, transparência e igualdade de acesso à informação; e
 - b) esclarecer as suas ligações com a emissora ou o seu interesse na oferta, nas suas manifestações em assuntos que envolvam a oferta, a emissora ou os valores mobiliários.
- § 1º A vedação prevista no inciso IV não se aplica às informações habitualmente divulgadas no curso normal das atividades da emissora.
- § 2º As normas de conduta estabelecidas nos incisos II e III aplicam-se às Instituições Intermediárias, suas controladas, controladoras e sociedades sob o mesmo controle, que atuem no mercado financeiro.
- § 3º As pessoas referidas no § 2º devem adotar procedimentos adequados para assegurar o cumprimento das normas de conduta previstas nos incisos II e III.
- § 4º As pessoas referidas no § 2º devem elaborar, em até 7 (sete) dias úteis contados da divulgação do Anúncio de Encerramento de Distribuição, e manter, pelo prazo de 5 (cinco) anos ou por prazo superior por determinação expressa da CVM, em caso de processo administrativo, o relatório de que trata o Anexo XI, assim como toda a documentação que o respalda.
- § 5º O disposto no inciso II do caput não se aplica a ofertas públicas registradas no âmbito do Programa de Distribuição Contínua.
- § 6º A vedação prevista no inciso IV do caput fica restrita às informações relativas à oferta nas ofertas públicas registradas no âmbito do Programa de Distribuição Contínua.

Novamente o artigo 4º da Lei 6.385/76 dispõe que:

Art. 4º. O Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários exercerão as atribuições previstas na lei para o fim de:
(...)
VII - assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários;
(...)"

Assim, o legislador atribuiu à estes órgãos competência para expandir a definição de *insider trading* quando assim entender, no entanto com fundamento nas alíneas *a* e *b*, do inciso II do artigo 18 do mesmo diploma legal.:

Art. 18. Compete à Comissão de Valores Mobiliários:
(...)
II - definir:
a) as espécies de operação autorizadas na bolsa e no mercado de balcão; métodos e práticas que devem ser observados no mercado; e responsabilidade dos intermediários nas operações;
b) a configuração de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, ou de manipulação de preço; operações fraudulentas e práticas não equitativas na distribuição ou intermediação de valores;
(...)

Quanto às consequências para o *insider trading*, o artigo 9º da supracitada legislação também tratou de disciplinar o assunto:

Art. 9º. A Comissão de Valores Mobiliários, observado o disposto no § 2º do art. 15, poderá:
(...)
V - apurar, mediante processo administrativo, atos ilegais e práticas não equitativas de administradores, membros do conselho fiscal e acionistas de companhias abertas, dos intermediários e dos demais participantes do mercado.
(...)

O Código Civil de 2002 não traz a figura do *insider trading*, no entanto se combinados os artigos 145, 147 e 186 é possível encontrar a proteção dos direitos aplicados nos casos pertinentes.

Neste sentido, o artigo 145 do CC determina que “são os negócios jurídicos anuláveis por dolo, quando este for a sua causa”. Este texto compara-se à situação de dolo do administrador que utiliza-se das informações privilegiadas para obter benefício em favor próprio ou de terceiro.

O artigo 147 do Código Civil dispõe que “nos negócios jurídicos bilaterais, o silêncio intencional de uma das partes a respeito de fato ou qualidade que a outra parte haja ignorado, constitui omissão dolosa, provando-se que sem ela o negócio não se teria celebrado” complementando o texto do dispositivo citado anteriormente.

Por fim o artigo 186 classifica como ato ilícito àquele praticado através de ação ou omissão, negligência ou imprudência e que violar direito ou causar dano a outrem, ainda que exclusivamente moral.

Desta feita, a parte prejudicada em uma operação de *insider trading* é parte legítima para propositura de uma ação de anulação da operação cumulada com indenização por perdas e danos, sendo que esta deverá ser proposta contra quem deu causa ao dano o que, na prática, é muito difícil determinar, fazendo com que o acionista opte por propor ação de perdas e danos contra o administrador com base no artigo 155 da Lei 6.404/76 já mencionada.

Para o ordenamento jurídico brasileiro o *insider trading* não é considerado crime. Desta forma o Código Penal não prevê ou especifica tal conduta uma vez que a parte lesada sofre uma perda de patrimônio regulada pelo direito civil que, no entanto, quando comprovada má-fé será regulada pelo direito penal.

4.1. AÇÃO PENAL E COMPETÊNCIA

O tipo penal diz respeito ao uso indevido de informação privilegiada, em outras palavras, o *insider trading*.

A respeito das sanções aplicáveis à estes casos, estas encontram-se dispostas nos artigos 153 a 160 da Lei nº. 6.404/76, 4º a 12 e 27-D da Lei nº. 6.385/76, bem como na Instrução CVM nº. 358/02 vigente atualmente.

Neste sentido, de acordo com o artigo 27-D da Lei nº. 6.358/76 em comento, *insider trading* é

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.

O mesmo artigo determina que a pena prevista para esta conduta é de reclusão de um a cinco anos, além de multa de até três vezes o total da vantagem obtida de forma ilícita em decorrência do crime.

Assim, para caracterizar o crime é necessário que se faça uma avaliação do núcleo do tipo que neste caso é o verbo “utilizar”, ou seja, para individualização do dispositivo legal é necessário que o sujeito ativo se utilize de informação privilegiada relevante e capaz de oportunizar vantagem indevida negociando valores mobiliários em seu nome ou de terceiros.

Importante salientar que este crime fundamentalmente tem como sujeitos ativos agentes obrigados ao dever de sigilo por obrigação contratual ou por força de lei.

A respeito do bem jurídico tutelado há que se dizer que este pode ser desde o patrimônio, igualdade e confiança do investidor, até o funcionamento do mercado de valores mobiliários, bem como os interesses da sociedade emissora dos valores mobiliários.

O elemento subjetivo da conduta prevista é o dolo, em outras palavras, a vontade deliberada de utilizar a informação privilegiada relevante, sendo que o crime se consuma no momento da utilização uma vez que se trata de crime formal e de perigo abstrato que para que se configure basta a potencialidade lesiva do ato.

A ação penal prevista para esta tipificação é a pública incondicionada, ou seja, de titularidade do Ministério Público.

Quanto à competência, esta é da Justiça Federal uma vez que se trata de crime contra o mercado de capitais que faz parte do sistema financeiro nacional e desobedece normas da Comissão de Valores Mobiliários, uma autarquia federal em regime especial, conforme o artigo 109, VI da Constituição Federal que dispõe que compete aos juízes federais processar e julgar “os crimes contra a organização do trabalho e, nos casos determinados por lei, contra o sistema financeiro e a ordem econômico-financeira”.

É o que dispõe também a jurisprudência:

PENAL. CONFLITO DE COMPETÊNCIA. CRIME CONTRA O MERCADO DE CAPITAIS. INTERESSE DA UNIÃO NA HIGIDEZ, 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 200700810965, ARNALDO ESTEVES LIMA, STJ - TERCEIRA SEÇÃO, DJE DATA:22/06/2009 LEXSTJ VOL.:00241 PG:00283.) (grifei).

CONFLITO NEGATIVO DE COMPETÊNCIA. PENAL. ART. 27-D DA LEI N. 6.385/76. CRIME CONTRA O MERCADO DE CAPITAIS. USO INDEVIDO DE INFORMAÇÕES PRIVILEGIADAS. INSIDER TRADING. FALTA DE PREVISÃO LEGAL QUANTO À COMPETÊNCIA DA JUSTIÇA FEDERAL. EXISTÊNCIA DE INTERESSE DIRETO DA UNIÃO. **APLICAÇÃO DO INCISO IV DO ART. 109 DA CONSTITUIÇÃO FEDERAL - CF. COMPETÊNCIA DA JUSTIÇA FEDERAL.** A princípio, o crime em questão - insider trading -, tipificado no art. 27-D da Lei n. 6.385/76, não atrairia a competência da Justiça Federal, levando-se em conta o art. 109, VI, da CF, cujo texto reza que compete à Justiça Federal processar e julgar os crimes praticados contra o sistema financeiro e a ordem econômico-financeira nas hipóteses determinadas por lei; a Lei n. 6.385/76 assim não dispõe. Ocorre que, a despeito da Lei n. 6.385/76 não prever a competência da Justiça Federal, mostra-se claro que a conduta delituosa prevista no seu art. 27-D afeta diretamente o interesse da União, porquanto a utilização de informação privilegiada pode gerar lesão ao Sistema Financeiro Nacional, ao pôr em risco a confiabilidade dos investidores no mercado de capitais, aniquilando a confiança e a lisura de suas atividades. **Nesse caso, aplica-se o inciso IV do art. 109 da Carta Magna, que fixa a competência da Justiça Federal quando o delito ofender bens, serviços ou interesses da União ou de suas entidades autárquicas ou empresas públicas. 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, ensejando a competência da Justiça Federal para o processamento e julgamento do feito.** (CC 82.961/SP, Rel. Ministro ARNALDO ESTEVES LIMA, TERCEIRA SEÇÃO, julgado em 27/05/2009, DJe 22/06/2009). Conflito conhecido para declarar competente o Juízo Federal da 2ª Vara Criminal Especializada em Crimes contra o Sistema Financeiro Nacional e Crimes de Lavagem ou Ocultação de Bens, Direitos e Valores da Seção Judiciária do Estado de São Paulo, o suscitado. (STJ - CC: 135749 SP 2014/0221015-0, Relator: Ministro ERICSON MARANHÃO (DESEMBARGADOR CONVOCADO DO TJ/SP), Data de Julgamento: 25/03/2015, S3 - TERCEIRA SEÇÃO, Data de Publicação: DJe 07/04/2015) (grifei)

Assim, evidente que não há questionamentos a respeito da competência da Justiça Federal para processar e julgar crimes de *insider trading* no Brasil.

5. O INSIDER TRADING NO BRASIL E APLICAÇÃO DAS NORMAS REGENTES

Nos dias de hoje o combate e a prevenção ao *insider trading* dependem de um trabalho da CVM em conjunto com o Ministério Público Federal que desenvolveram um Termo de Cooperação em 08 de maio de 2008.

Visando, por fim, à prevenção do *insider trading*, Eizirik (2011, p. 377) sugere a instalação de políticas internas de controle sobre o fluxo de informações, da a necessidade de zelo dos diretores e membros do Conselho de Administração para que seus subordinados ou terceiros de confiança não “vazem” a informação relevante e nem se valham dela para o próprio benefício.

Tais políticas internas envolvendo o dever de sigilo virão a integrar a normativa *interna corporis* referente à governança corporativa da companhia.

5.1. CASO SADIA (AÇÃO PENAL NÚMERO: 0005123-26.2009.4.03.6181)

No caso Sadia foi promovida ação penal pública incondicionada pelo Ministério Público Federal juntamente com a Comissão de Valores Mobiliários contra o ex-diretor (Luiz Murat) e o ex-integrante do conselho de administração da Sadia (Romano Ancelmo) uma vez que ambos, supostamente, incorreram no crime de *insider trading* por terem se utilizado de informações privilegiadas a respeito da oferta pública da Sadia pelo controle acionário da Perdigão que ocorreria em 16 de julho de 2006, em razão do cargo que ocupavam, sendo que ambos lucraram ao negociar ações da Perdigão na Bolsa de Valores de Nova York.

Importante salientar que o edital da oferta da Sadia pela Perdigão foi divulgado apenas um ano após a oferta, no entanto os dois acusados participavam ativamente das discussões e tratativas a respeito dessa e, desta forma, obtiveram as informações privilegiadas.

Em 07 de abril de 2006, após a aceitação da proposta pelo conselho da Sadia foi que o diretor de Finanças e Relações com Investidores desta realizou a primeira transação de compra de 5.100 (cinco mil e cem) ações da Perdigão na Bolsa de Nova York por US\$69,20 (sessenta e nove dólares e vinte cents) cada, sendo que para tanto se utilizou da empresa offshore “Brackhill Investments Inc”.

Novamente, dia 29 de junho de 2006, o diretor realizou nova transação de 30.600 (trinta mil e seiscentas) pelo mesmo valor, de ações da Perdigão sob posse da informação de que seria publicado o Edital de Oferta Pública para Aquisição de Ações de Emissões da Perdigão S/A.

Estas transações somaram o valor de US\$352.907,00 (trezentos e cinquenta e dois mil e novecentos e sete dólares) e US\$586.801,00 (quinhentos e oitenta e seis mil e oitocentos e um dólares).

Já o integrante do conselho de Administração da empresa efetuou a primeira transação de compra de 10.000 (dez mil) ações em 05 de julho de 2006, através de uma conta no banco "HSBC Republic Bank Suisse", sendo que dois dias depois, em 07 de julho, efetuou nova ordem de compra de 5.000 (cinco mil) ações através da mesma conta.

Em 12 de julho praticou novamente o crime de *insider trading* após adquirir mais 3.000 (três mil) ações da Perdigão e, finalmente, em 21 de julho adquiriu mais 18.000 (dezoito) mil ações, sendo todas as transações realizadas na mesma conta e em nome próprio.

De acordo com a Revista Isto É Dinheiro

sempre que há suspeita de uso de informação privilegiada nas bolsas, os primeiros indícios são a oscilação súbita de preços e o volume de negócios muito acima da média diária. O episódio com as ações ordinárias da Perdigão não fugiu a essa regra. Nos três pregões que antecederam o anúncio oficial da oferta pública de compra das ações da Perdigão pela Sadia, nos dias 12, 13 e 14 de julho, a cotação dos títulos da empresa cobiçada pelo maior frigorífico do País subiram mais de 20%, de R\$ 21 para R\$ 26. E o volume de negócios diários com esses papéis na Bovespa saltou de R\$ 15 milhões para R\$ 77 milhões. Também na Bolsa de Nova York, as transações com os ADRs da Perdigão alcançaram nível fora do habitual. Olhando em retrospecto, é razoável supor que o movimento atípico com essas ações é que levou a direção da Sadia a antecipar o comunicado ao mercado sobre a oferta, que seria feito na terça-feira 18, para o domingo 16 de julho. A empresa, porém, sustenta que apressou o anúncio porque a valorização dos papéis estava anulando o prêmio que se dispunha a pagar aos acionistas da Perdigão (COSTA, 2006).

Estas compras foram realizadas nos valores unitários de US\$19,30 (dezenove dólares e trinta centavos), US\$19,00 (dezenove dólares), US\$18,70 (dezoito dólares e setenta centavos) e US\$26,84 (vinte e seis dólares e oitenta e quatro centavos) respectivamente, somando um total de US\$827.316,30 (oitocentos e vinte e sete mil trezentos e dezesseis dólares e trinta centavos).

Ainda que as referidas transações tenham ocorrido em 2006 e a fusão entre as empresas Sadia e Perdigão tenha se dado efetivamente apenas em 2009, os réus efetivamente lucraram com suas operações e por isso incorreram no crime de *insider trading*.

Em primeira instância Luiz Murat foi condenado a uma multa no valor de R\$349.711,53 (trezentos e quarenta e nove mil e setecentos e onze reais e cinquenta e três centavos), a um ano e nove meses de reclusão, sendo que esta pena foi convertida em prestação de serviços à comunidade, e foi proibido de exercer cargos de administração e/ou conselheiro fiscal em companhias abertas enquanto durasse a pena.

Romano Ancelmo foi condenado a multa de R\$374.950,52 (trezentos e quarenta e sete mil e novecentos e cinquenta reais e cinquenta e dois centavos), um ano, cinco meses e quinze dias de reclusão, sendo esta pena também convertida em prestação de serviços à comunidade, e à proibição de exercer cargos de administração e/ou conselheiro fiscal em companhias abertas enquanto durasse a pena.

Esta foi a primeira condenação por *insider trading* no Brasil, no entanto os dois réus apresentaram recurso de apelação argumentando desde a incompetência da Justiça Federal para julgar o crime de uso indevido de informação privilegiada até a pena aplicada.

A respeito da competência, conforme já estudado, não há que se questionar que esta seja da Justiça Federal. No mesmo sentido o Desembargador Stefanini em seu voto afirmou que houve violação da

a confiança depositada pelos investidores no mercado a fim de assegurar o correto funcionamento do mercado de capitais. Ademais, a credibilidade das operações do mercado de valores mobiliários se consubstancia na transparência das informações e na divulgação ampla de fato ou ato relevante a fim de garantir a igualdade de condições a todos investidores de operar no mercado de capitais.

No tocante à pena, Stefanini decidiu por bem elevar a pena de reclusão para dois anos, seis meses e dez dias para Murat e dois anos e um mês para Ancelmo e ainda condenou ambos a indenizar ainda ao dano moral coletivo conforme é possível se extrair do acórdão:

Assim, em razão da gravidade do ato ilícito cometido pelos acusados, que colocou em risco o correto funcionamento do mercado de valores mobiliários, a astúcia de um dos réus, ao se utilizar de uma empresa offshore com o propósito de ocultar das autoridades brasileiras a negociação de valores mobiliários, e o grande lucro potencialmente auferido, fixo o valor mínimo a título de reparação de danos morais coletivos, em consonância com as disposições contidas no artigo 11, §1º, inciso III, da Lei nº 6.385/76, em R\$ 254.335,66 (duzentos e cinquenta e quatro mil, trezentos e trinta e cinco reais e sessenta e seis centavos) para o acusado Luiz Murat, e de R\$ 305.036,36 (trezentos e cinco mil, trinta e seis reais e trinta e seis centavos) para o acusado Romano Ancelmo, em virtude da vantagem econômica obtida, conforme foi apurada na decisão de primeiro grau.

Há de se ressaltar que o quantum fixado acima para cada um dos réus foi a título de valor mínimo para reparação dos danos causados pelo delito, sendo que nada impede o ajuizamento de eventual ação de natureza coletiva no juízo cível.

Por fim, a despeito das previsões contidas nos artigos 13 da Lei nº 7.347/85 e art. 2º, § 2º, da Lei nº 7.913/89, os valores serão destinados à Comissão de Valores Mobiliários (CVM) que, conforme especificado na sentença, deverão ser utilizados na promoção de eventos educativos, bem como na edição de material informativo acerca da conscientização dos investidores sobre os malefícios da prática do delito de insider trading.

Desta feita, o recurso não foi nada proveitoso para ambos e mostrou a força da justiça brasileira para punir os crimes de *insider trading*.

No entanto, em sede de recurso especial, de acordo com acórdão datado de 25 de fevereiro de 2016, a 5ª Turma do STJ decidiu por unanimidade de votos manter a pena de reclusão, bem como a multa de Murat conforme já haviam sido estipuladas, no entanto decidiu também ser indevida a reparação pelo dano moral coletivo estipulado, uma vez que este foi concedido por uma norma introduzida pela Lei nº. 719/08 que alterou o artigo 387, IV determinando que o juiz “fixará o valor mínimo para a reparação dos danos causados pela infração, considerando os prejuízos sofridos pelo ofendido” ao proferir a sentença condenatória e uma vez que esta norma possui caráter processual penal não poderá retroagir por ser mais gravosa ao réu (RESP 1.569.171-SP).

5.2. CASO BURGER KING

No caso Burger King, dois brasileiros foram acusados e um teve seus bens congelados a mando da *Securities and Exchange Commission* - SEC, a CVM dos norte americana, pela corte de Nova York para evitar a transferência de seus ativos para fora dos Estados Unidos, uma vez que naquela época o denunciado havia

abandonado seu emprego no *Morgan Stanley*, começou a transferir seus bens para o exterior e colocou a venda sua casa em Miami (INFOMONEY, 2012).

De acordo com informações do órgão regulador o investidor Waldyr da Silva Prado Neto foi acusado de usar informações relevantes privilegiadas não informadas ao público para a compra de ações da Burger King em 2010 e lucrou US\$175.000,00 (cento e setenta e cinco mil dólares) com a operação, enquanto Igor Cornelsen lucrou mais de um US\$1.000.000,00 (um milhão de dólares) (INFOMONEY, 2012).

Nesse sentido, de acordo com matéria veiculada pelo Infomoney (2012), a SEC disse que "Ele pode ter saído do país para se livrar da Justiça, mas caso queira seus bens desbloqueados, terá de voltar aos EUA".

A acusação da SEC é de que o brasileiro recebeu a informação em razão de seu cargo na *Wells Frango* em Miami, de que o fundo de *private equity 3G Capital Partners* tinha a intenção de comprar o Burger King.

Juntos, os dois arcaram com uma multa de mais de onze milhões para encerrar o processo (DAS, *et. al.*, 2015).

5.3. CASO EIKE BATISTA

Outro caso de *insider trading* que ganhou destaque no Brasil é o que envolve o empresário Eike Batista.

Acusado de negociar opções de sua companhia Óleo e Gás Participações S.A (OGX) após receber informações relevantes e privilegiadas a respeito da inviabilidade dos campos de petróleo que seriam explorados pela companhia, o empresário responde por diversos crimes.

As irregularidades apontadas neste processo contra Eike Batista datam de 2013, sendo que a primeira ocorreu entre maio e junho deste ano, antes da companhia reconhecer oficialmente a inviabilidade de seus principais campos de petróleo, e a segunda entre agosto e setembro quando o empresário se recusou a fazer um aporte de um bilhão de dólares na empresa, como havia prometido realizar no ano anterior.

Em conjunto, estas comunicações oficialmente fizeram com que as ações da companhia despencassem, no entanto o empresário já havia negociado todas as

suas cotas antes o que lhe gerou ganhos indevidos entre cento e trinta e seis milhões e duzentos mil reais e cento e cinquenta e dois milhões e quatrocentos mil reais de acordo com o Ministério Público Federal (LIMA, 2014).

Assim, em 2014, Justiça Federal do Rio de Janeiro mandou determinar o bloqueio das contas de Eike Batista até o total de um bilhão e quinhentos milhões de reais para garantir o pagamento pelo dano moral coletivo causado pela prática do *insider trading* (LIMA, 2014) e ainda pode ser condenado a treze anos de prisão e multa (TREVIZAN, 2014).

Este processo corre junto à 3ª Vara Criminal da Justiça Federal do Rio de Janeiro sob a presidência do juiz Flávio Roberto de Souza que conforme Trevizan (2014) afirmou que Eike Batista se utilizou “por duas vezes de informações relevantes, ainda não divulgadas ao mercado, que tinha conhecimento, propiciando para si vantagem indevida mediante a negociação, em nome próprio, com valores mobiliários”.

Além dessa denúncia na Justiça Federal do Rio de Janeiro, o empresário enfrenta ainda outras duas denúncias pela mesma prática na Justiça Federal de São Paulo, além de outros vinte e dois processos administrativos na CVM (TREVIZAN, 2014).

Em relação aos crimes apurados em São Paulo, no dia 15 de setembro de também de 2014 o empresário foi acusado de ter vendido suas ações da companhia OSX após ter recebido informações privilegiadas a respeito do mau andamento da companhia. A denúncia foi aceita em 07 de outubro (TREVIZAN, 2014).

Neste processo o Ministério Público Federal pede a condenação de Eike Batista ao pagamento de vinte e seis milhões e cem mil reais de multa (TREVIZAN, 2014).

Por fim, também em São Paulo corre denúncia contra o empresário por induzir milhares de investidores ao anunciar informações inverídicas a respeito do potencial da petroleira OGX, sendo que o prejuízo causado foi de catorze bilhões e quatro milhões de reais de acordo com o Ministério Público Federal (TREVIZAN, 2014).

Em 16 de novembro de 2014 até mesmo o jornal norte-americano *The New York Times* veiculou uma matéria onde expõe que um caso deste porte deverá representar um teste da tão criticada justiça brasileira que deixa de punir, e muitas vezes até investigar, os crimes de colarinho branco (HORCH, 2014).

Além das denúncias na Justiça Federal, Eike Batista responde também aos processos administrativos junto à CVM. De acordo com as informações do *síte* G1:

- Eike e mais três executivos da LLX são acusados de omitirem fatos relevantes sobre a empresa ao mercado.
- O empresário e mais seis executivos da OGX são investigados em mais um caso de fato relevante que deixou de ser comunicado ao mercado.
- Eike e mais seis executivos da CCX são alvo de investigação em outro caso de fato relevante sobre a empresa que não foi divulgado ao mercado.
- Em mais um caso de informação relevante não divulgada ao mercado, Eike é investigado por causa de dados não informados sobre a MPX.
- Eike é investigado por negociar ações da OSX com base em informações não divulgadas ao mercado de que teria conhecimento em virtude de seu cargo na companhia. Segundo a CVM, as transações também desrespeitam a Lei nº 6404/76, que trata da negociação de ações de empresas.
- Eike é acusado como presidente da OGX de obter vantagens a partir de informações que conseguiu por causa de seu cargo na empresa, desrespeitando a Lei 6404/76 e as normas da CVM, além de prática de manipulação de preços.
- Eike e mais 8 executivos da Prumo Logística S.A. (nova razão social da LLX) são investigados por informações relevantes ao mercado.
- Eike e mais sete executivos da Óleo e Gás Participações S.A. são acusados de manipular preços, não divulgar informações verdadeiras e completas sobre a empresa e desrespeitar artigo da Lei 6.404/76 que determina que todo administrador de uma empresa deve empregar "cuidado e diligência" no comando de seus negócios (TREVIZAN, 2014).

A respeito dos processos administrativos, caso seja considerado culpado nestes, o empresário deverá apresentar um termo onde se compromete efetivar uma contrapartida para o cumprimento da sua penalidade pela infração cometida. Caso sua proposta não seja aceita pela CVM, o processo administrativo segue para os diretores que poderão impor a pena de advertência ou multa. Desta decisão caberá recurso no Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, de acordo com a Instrução Normativa CVM nº. 545, de 29 de janeiro de 2014.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Diante de todo exposto é possível concluir que o uso de informações relevantes privilegiadas, definido como *insider trading*, com o passar dos anos tem ganhado cada vez mais força legislativa e maior amparo do poder judiciário.

Em fevereiro de 2016 o Brasil viu sua primeira condenação por *insider trading* referente ao caso Sadia (anexo I), o que demonstra um precedente para o fim da impunibilidade dos crimes de colarinho branco.

Conforme amplamente estudado, aquele que tem deveres junto à companhia e não respeitar a lealdade que lhe é requerida deverá ser punido na forma adequada e é o que se pode notar de forma clara através do acórdão proferido e das demais decisões deste processo e dos demais citados nesta monografia.

Os administradores, enquanto desempenhando suas funções junto da companhia, não passam de gestores de patrimônios de terceiros (os investidores), sendo que, partindo deste princípio, devem agir com cautela e respeitando os deveres legais que lhes são impostos.

No presente estudo, o mais relevante dever é o de informar ao mercado os fatos relevantes, bem como o de não se aproveitar de sua situação de privilégio em razão de seu cargo ou função para comprar ou vender ações em poder de informações que ainda não foram divulgadas em prol da companhia.

O *insider trading* é considerado um ato ilícito a partir do momento em que o agente, denominado *insider* se utiliza de informação relevante não divulgada ao público a fim de fazer compra e venda de valores mobiliários para si ou para outrem, sendo que a legislação brasileira em vigor determina que o prejudicado poderá ser indenizado por perdas e danos.

Esta prática fere de morte o princípio da isonomia uma vez que coloca aquele que tem acesso à informação privilegiada em posição superior em relação aos outros sócios investidores fazendo com que os investimentos passem a contar com uma descrença do mercado, além do risco característico do negócio.

Assim, compete ao Conselho Monetário Nacional e à Comissão de Valores Mobiliários garantir o cumprimento das regras das práticas comerciais distributivas no mercado de valores mobiliários.

Desta feita é possível notar que ao longo das últimas décadas há uma crescente intervenção do Estado na economia brasileira de forma a prevenir ações

como o *insider trading* e fomentar o mercado de capitais atraindo cada vez mais o número de investidores.

A regulação do mercado de capitais visa, além de trazer maior confiança do investidor ao mercado, coibir práticas abusivas daqueles que detém o poder da informação privilegiada antes de elas chegarem ao conhecimento do público.

Para tanto foi necessário o estudo do princípio norteador da vedação ao *insider trading*, o *full disclosure*, ou informação completa, inserido no ordenamento jurídico brasileiro através da Lei nº. 6.385/76 quando determinou que uma das metas da CVM seria assegurar ao público o acesso às informações a respeito dos valores mobiliários negociados.

Nesse sentido, a Comissão de Valores Mobiliários é responsável pela fiscalização, disciplina e aplicação das sanções no que concerne à prática da utilização das informações relevantes privilegiadas e, desta forma, visa conter quaisquer atos que possam causar prejuízo aos investidores cobrando das companhias o anúncio de informações relevantes.

Ademais, mesmo com a atuação da CVM, é possível notar ainda a existência de casos de *insider trading* no mercado brasileiro, como nos casos da Sadia, Burger King e Eike Batista estudados.

Mais uma vez como forma de prevenir mais casos como este, a CVM firmou inclusive um termo de compromisso e de ajustamento de conduta com o Ministério Público Federal comprometendo-se a atuar como assistente de acusação em casos que possam configurar o ilícito de *insider trading*.

Não obstante, a Comissão de Valores Mobiliários criou também uma força tarefa no ano de 2014 em especial para controlar o uso de informações privilegiadas.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALVAREZ, Alejandro Bugallo. **Análise Econômica do Direito**: contribuições e desmistificações in *Direito, Estado e Sociedade*. v. 9, n. 29, pp. 49 a 68, jul/dez, 2006.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. 5ª Turma. **Agravo em Recurso Especial nº 513907**. Relator Ministro Gurgel de Faria. Disponível em: <<https://ww2.stj.jus.br/processo/pesquisa/?tipoPesquisa=tipoPesquisaNumeroRegistro&termo=201401067916&totalRegistrosPorPagina=40&aplicacao=processos.ea>>. Acesso em 12/05/2016.

BRASIL. Tribunal Regional Federal da 3ª Região. **Apelação Criminal nº. 0005123-26.2009.4.03.6181/SP**. Relator: Des. Fed. Luiz Stefanini. 4 fev. 2013. Disponível em: <<http://web.trf3.jus.br/acordaos/Acordao/BuscarDocumentoGedpro/2520776>>. Acesso em 12 mai. 2016.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. 5º Turma. **Recurso Especial nº. 1.569.171-SP**. Relator Ministro Gurgel de Faria. 16 fev. 2016. Disponível em: <https://ww2.stj.jus.br/processo/revista/documento/mediado/?componente=ATC&sequencial=55461605&num_registro=201401067916&data=20160225&tipo=5&formato=PDF>. Acesso em 10 mai. 2016.

BENNY, Laura. N. **Do Insider Trading Laws Matter? Some Preliminary Comparative Evidence**. SSRN, 2005. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=670233>. Acesso em 10 mai. 2016.

CARVALHOSA, Modesto; LATORRACA, Nilton. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. São Paulo: Saraiva, 1997.

CASS, Ronald A. **One Among the Manne**: Changing our Course, 50 Case W. Res. L. Rev, 1999.

CASTELLAR, João Carlos. Insider Trading e os novos crimes corporativos. In: EIZIRIK, Nelson. **"Insider Trading" e responsabilidade**. Rio de Janeiro: Lúmen Júris, 2008.

COSTA, Octavio. Sadia Sem Segredos. **Isto É Dinheiro**. 25 set. 2006. Disponível em: <http://www.istoedinheiro.com.br/475/financas/sadia_sem_segredos.htm%3E>. Acesso em 12 mai. 2016.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução Normativa CVM nº. 545, de 29 de Janeiro de 2014**. Dispõe sobre o processo administrativo sancionador do rito sumário. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst545.html>>. Acesso em 12 mai. 2016.

DAS, *et. al.* 3G Capital Parece Pronta para Fazer uma Nova Grande Aquisição Global. **Valor Econômico**. 07 jan. 2015. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/impreso/wall-street-journal-americas/3g-capital-parece-pronta-para-fazer-uma-nova-grande-aquisicao->>. Acesso em: 12 mai. 2016.

EIZIRIK, Nelson. ***Insider Trading e Responsabilidade de Administrador de Companhia Aberta***. São Paulo: Revista de Direito Mercantil, 1983.

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

FILGUEIRAS, Lucas Akel. **O Insider Trading nos tribunais**. Trabalho de Conclusão de Curso, Bacharelado em Direito. Faculdade de Direito de Ribeirão Preto – Universidade de São Paulo. Ribeirão Preto, SP. 2013.

HORCH, Dan. Eike Batista's Insider Trading Case in Brazil to Test a Much-Criticized Justice System. **The New York Times**. 16. nov. 14. Disponível em: <http://dealbook.nytimes.com/2014/11/16/insider-trading-case-in-brazil-to-test-a-much-criticized-justice-system/?_r=0>. Acesso em 12 mai. 2016.

INFOMONEY. Brasileiro é Acusado de Insider Trading nos EUA com Ações do Burger King. **Uol Notícias**. Economia. 21 set. 2013. Disponível em: <<http://economia.uol.com.br/ultimas-noticias/infomoney/2012/09/21/brasileiro-e-acusado-de-insider-trading-nos-eua-com-acoes-do-burguer-king.jhtm>>. Acesso em 12 mai. 2016.

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

LOSS, Louis. **Security Regulation**. Boston, 1961.

LIMA, Samantha. Justiça Manda Bloquear Contas de Eike Batista. **Folha de São Paulo**. Mercado. 16 set. 2014. Disponível em: <<http://www1.folha.uol.com.br/mercado/2014/09/1516954-justica-manda-bloquear-contas-de-eike-diz-advogado.shtml>>. Acesso em 12 mai. 2016.

PROENÇA, José Marcelo Martins. **Insider Trading**. Regime Jurídico do Uso de Informações Privilegiadas no Mercado de Capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

OCDE. **Os Princípios da OCDE Sobre o Governo das Sociedades**. Organização Nacional para a Cooperação e Desenvolvimento Econômicos, 2004. Disponível em: <<https://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/33931148.pdf>>. Acesso em 10 mai. 2016.

QUIROGA MOSQUERA, Roberto. Os Princípios Informadores do Direito do Mercado Financeiro e de Capitais. In: QUIROGA MOSQUERA, Roberto (Org.). **Aspectos Atuais do Mercado Financeiro e de Capitais**. São Paulo: Dialética, 1999.

SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Novo Direito Societário**. São Paulo: Malheiros, 2006.

TREVIZAN, Karina. Veja Denúncias e Processos na Justiça Contra Eike Batista. **G1**. Economia. 01 out. 2014. Disponível em: <<http://g1.globo.com/economia/negocios/noticia/2014/10/veja-denuncias-e-processos-na-justica-contr-eike-batista.html>>. Acesso em 12 mai. 2016.

ANEXO I – ACÓRDÃO RESP Nº. 1.569.171-SP (CASO SADIA)

*Superior Tribunal de Justiça***RECURSO ESPECIAL Nº 1.569.171 - SP (2014/0106791-6)**

RELATOR : **MINISTRO GURGEL DE FARIA**
RECORRENTE : LUIZ GONZAGA MURAT JUNIOR
ADVOGADO : CELSO SANCHEZ VILARDI
ADVOGADA : DOMITILA KOHLER
RECORRENTE : ROMANO ANCELMO FONTANA FILHO
ADVOGADOS : MIGUEL REALE JUNIOR
 EDUARDO REALE FERRARI
 MARCELO VINICIUS VIEIRA
RECORRIDO : MINISTÉRIO PÚBLICO FEDERAL
RECORRIDO : COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM - ASSISTENTE
 DE ACUSAÇÃO
REPR. POR : PROCURADORIA-GERAL FEDERAL

EMENTA

PENAL E PROCESSUAL. CRIME CONTRA O MERCADO DE CAPITAIS. ART. 27-D DA LEI N. 6.385/1976. USO INDEVIDO DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA – *INSIDER TRADING*. ALEGAÇÃO DE ATIPICIDADE DA CONDUTA. NÃO ACOLHIMENTO. DOSIMETRIA DA PENA. PENA-BASE. AUMENTO. CULPABILIDADE EXACERBADA. FUNDAMENTO IDÔNEO. PENA DE MULTA. APLICAÇÃO CORRETA. DANOS MORAIS. NÃO CABIMENTO. CRIME COMETIDO ANTES DA VIGÊNCIA DA LEI N. 11.719/2008. IRRETROATIVIDADE.

1. Não mais subsistem a utilidade e o interesse recursais em relação ao segundo recorrente, em face da superveniência da prescrição da pretensão punitiva, nos termos do art. 109, V, c/c o art. 110, § 1º, ambos do Código Penal.

2. Quanto ao recurso do primeiro recorrente, cinge-se a controvérsia à análise da qualificação jurídica dada aos fatos delineados pelas instâncias ordinárias, notadamente se a conduta praticada pelo agente se subsume ao tipo previsto no art. 27-D da Lei n. 6.385/1976, e ao exame da dosimetria da pena, não sendo o caso de incidência da Súmula 7 do STJ.

3. A responsabilidade penal pelo uso indevido de informação privilegiada, ou seja, o chamado *Insider Trading* – expressão originária do ordenamento jurídico norte-americano – ocorreu com o advento da Lei n. 10.303/2001, que acrescentou o artigo 27-D à Lei n. 6.385/76, não existindo, ainda, no Brasil, um posicionamento jurisprudencial pacífico acerca da conduta descrita no aludido dispositivo, tampouco consenso doutrinário a respeito do tema.

4. A teor do disposto nos arts. 3º e 6º da Instrução Normativa n. 358/2002 da Comissão de Valores Mobiliários e no art. 157, § 4º, da Lei n. 6.404/1976, quando o *insider* detiver informações relevantes sobre sua companhia deverá comunicá-las ao mercado de capitais tão logo seja possível, ou, no caso em que não puder fazê-lo, por entender que sua revelação colocará em risco interesses da empresa, deverá

Superior Tribunal de Justiça

abster-se de negociar com os valores mobiliários referentes às informações privilegiadas, enquanto não forem divulgadas.

5. Com efeito, para a configuração do crime em questão, as "informações" apenas terão relevância para esfera penal se a sua utilização ocorrer antes de serem divulgadas no mercado de capitais. A legislação penal brasileira, entretanto, não explicitou o que venha a ser informação economicamente relevante, fazendo com que o intérprete recorra a outras leis ou atos normativos para saber o alcance da norma incriminadora.

6. Em termos gerais, os arts. 155, § 1º, da Lei n. 6.404/1976 e 2º da Instrução n. 358/2002 da CVM definem o que vem a ser informação relevante, assim como a doutrina pátria, que leciona ser idônea qualquer informação capaz de "influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado", gerando "apetência pela compra ou venda de ativos", de modo a "influenciar a evolução da cotação" (CASTELLAR, João Carlos. *Insider Trading e os novos crimes corporativos*. Rio de Janeiro: Editora Lúmen Júris, 2008, p. 112/113).

7. No caso concreto, não há controvérsia quanto às datas em que as operações ocorreram e nem quanto ao fato de que o acusado participou das discussões e tratativas visando à elaboração da oferta pública de aquisição de ações da Perdigo S.A., obtendo, no ano de 2006, informações confidenciais de sua companhia – Sadia S.A. – as quais, no exercício de sua profissão, tinha o dever de manter em sigilo.

8. Ainda que a informação em comento se refira a operações, na época, em negociação, ou seja, não concluídas, os estudos de viabilidade de aquisição das ações da Perdigo já se encontravam em estágio avançado, conforme decisão proferida no procedimento administrativo realizado na CVM, destacada no acórdão recorrido.

9. Diante do quadro delineado na origem, constata-se que a conduta do recorrente se subsume à norma prevista no art. 27-D da Lei n. 6.385/76, que foi editada justamente para assegurar a todos os investidores o direito à equidade da informação, condição inerente à garantia de confiabilidade do mercado de capitais, sem a qual ele perde a sua essência, notadamente a de atrair recursos para as grandes companhias.

10. Quanto à dosimetria da pena, não prospera a aventada contrariedade ao art. 617 do Código de Processo Penal, que trata da proibição de alterar ou agregar novos fundamentos para justificar o agravamento da pena quando somente a defesa houver recorrido, não se aplicando nas hipóteses em que o Ministério Público também recorre com o objetivo de aumentar a reprimenda, sob o argumento de que a sanção final não se revelou suficiente à reprovação e à prevenção do crime.

11. O cargo exercido pelo recorrente na época dos fatos – Diretor de Finanças e Relações com Investidores da Sadia S.A. – constitui fundamento idôneo para justificar o aumento da pena-base, "diante da

Superior Tribunal de Justiça

sua posição de destaque na empresa e de liderança no processo de tentativa de aquisição da Perdigão", conforme destacou o acórdão recorrido.

12. Pena de multa aplicada de forma fundamentada, em R\$ 349.711,53 (trezentos e quarenta e nove mil, setecentos e onze reais e cinquenta e três centavos), nos termos dos arts. 27-D e 27-F da Lei n. 6.385/1976 e do art. 71 do Código Penal, com o objetivo de desestimular a conduta ilícita e resguardar a confiança do mercado mobiliário.

13. A despeito de a redação do art. 387, IV, do Código de Processo Penal, conferida pela Lei n. 11.719/2008, estabelecer que o juiz, ao proferir sentença condenatória, "fixará valor mínimo para reparação dos danos causados pela infração, considerando os prejuízos sofridos pelo ofendido", a referida norma, por possuir caráter processual e penal, não pode ser aplicada à espécie, em face do preceito constitucional previsto no art. 5º, XL, da CF/88, que veda a retroatividade da lei penal *in pejus*.

14. Recurso especial do segundo recorrente prejudicado, em razão do reconhecimento da prescrição da pretensão punitiva; recurso especial do primeiro recorrente parcialmente provido para afastar da condenação a imposição de valor mínimo para a reparação a título de danos morais coletivos.

ACÓRDÃO

Vistos, relatados e discutidos os autos em que são partes as acima indicadas, acordam os Ministros da QUINTA TURMA do Superior Tribunal de Justiça, prosseguindo no julgamento, por unanimidade, julgar prejudicado o recurso interposto por Romano Ancelmo Fontana Filho e conhecer do recurso de Luiz Gonzaga Murat Júnior e lhe dar parcial provimento, nos termos do voto do Sr. Ministro Relator. Os Srs. Ministros Reynaldo Soares da Fonseca, Ribeiro Dantas, Felix Fischer e Jorge Mussi votaram com o Sr. Ministro Relator.

Brasília, 16 de fevereiro de 2016 (Data do julgamento).

MINISTRO GURGEL DE FARIA

Relator