

UNIVERSIDADE PRESBITERIANA MACKENZIE

ENZO PADOVANI GUERRA

ANÁLISE DA REPRESSÃO AO INSIDER TRADING NO ÂMBITO ADMINISTRATIVO
E PENAL.

São Paulo
2021

ENZO PADOVANI GUERRA

ANÁLISE DA REPRESSÃO AO INSIDER TRADING NO ÂMBITO ADMINISTRATIVO
E PENAL.

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao curso de Bacharel em Direito, da Universidade Presbiteriana Mackenzie, como requisito parcial para a Obtenção do grau de Bacharel em Direito.

Orientador: Alexis Augusto Couto de Brito

São Paulo
2021

ENZO PADOVANI GUERRA

ANÁLISE DA REPRESSÃO AO INSIDER TRADING NO ÂMBITO ADMINISTRATIVO
E PENAL.

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao curso de Bacharel em Direito, da Universidade Presbiteriana Mackenzie, como requisito parcial para a Obtenção do grau de Bacharel em Direito.

Cidade, __ de _____ de ____

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr.
Universidade

Prof. Dr.
Universidade

Prof. Dr.
Universidade

Dedico este trabalho aos meus pais e amigos que sempre me incentivaram.

AGRADECIMENTOS

Agradeço aos meus professores e colegas por me ajudarem a desenvolver este trabalho.

"Só sei que nada sei." (Sócrates)

RESUMO

Este trabalho possui como objetivo efetuar uma análise, com base em textos teóricos e pesquisas científicas, da repressão ao insider trading em âmbito administrativo e penal. Tal análise é de extrema importância uma vez que o mercado de capitais é um instituto imprescindível para evolução econômica do país e o ato de insider trading possui alta capacidade de destruir um dos pilares sustentadores deste instituto, a confiança dos investidores. Propõe-se assim, trazer reflexões e análises sobre o aparato jurídico de repressão ao insider trading e sua efetividade, passando por toda a conceituação histórica e teórica que permeia o assunto insider trading, casos de insider trading no Brasil e análise da efetividade e necessidade da existência da sanção penal. Sob essa ótica, observa-se a existência de aparatos jurídicos para repressão da conduta em âmbito penal e administrativo, mas que apenas neste último há efetividade na repressão.

Palavras-chave: Insider Trading; Direito Administrativo; Direito Penal

ABSTRACT

This work aims at analyzing, based on theoretical texts and scientific researches, the repression of insider trading in administrative and criminal scope. Such analysis is extremely important once the capital market is an essential institution for the country's economic evolution and the act of insider trading has a high capacity of destroying one of the sustaining pillars of this institute, the investors' trust. Therefore, we propose to bring reflections and analysis on the legal apparatus of repression to insider trading and its effectiveness, going through the historical and theoretical conceptualization that permeates the insider trading subject, cases of insider trading in Brazil, and analysis of the effectiveness and need of the existence of the criminal sanction. From this point of view, it is observed the existence of legal apparatuses for the repression of the conduct in criminal and administrative spheres, but that only in the latter there is effectiveness in the repression.

Keywords: Insider Trading; Administrative Law; Criminal Law

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Imagem 1 — Oscilações anuais nos preços das ações WEGE3	16
Imagem 2 — Oscilações diária no preço das ações WEGE3	17
Imagem 3 — Oscilações no preço das ações UAL no dia 08 de Setembro de 2008	17
Imagem 4 — Queda no preço das ações JBSS3 entre a abertura de mercado no dia 17 e o fechamento do dia 18 de maio de 2017	51
Imagem 5 — Gap de abertura com supervalorização do contrato de dólar futuro, entre o dia 17 de maio de 2017 e o dia 18 de maio de 2017	54
Figura 1 — Print - Site CVM Informações sobre o PAS nº 5390/2017	56
Figura 2 — Print - Site CVM Informações sobre o PAS nº 5388/2017	56
Figura 3 — Crescimento e queda nos preços das ações MNDL3, de 06 de abril de 2011 a 22 de julho de 2011	61
Imagem 6 — Relação punição e absolvição de agente infratores pela CVM	67

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

Ação Penal JBS	Ação penal de nº 0006423-26.2017.403.6181
Ação Penal Mundial	Ação Penal nº 5067096.18.2012.4.04.7100/RS
ADRs	American Depositary Receipts
BOVESPA	Bolsa de Valores de São Paulo
Comitê	Comitê de Termo de Compromisso
CRSFN	Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
Eike	Eike Fuhrken Batista
Eldorado	Eldorado Celulose S.A.
FB	FB participações S.A.
Fontana	Ancelmo Fontana Filho
GMA-2	Gerência de Acompanhamento de Mercado – 2
ICVM 358	Instrução CVM nº 358 de 03 de janeiro de 2002
ICVM 358/02	Instrução CVM nº 358 de 03 de janeiro de 2002
ICVM 607	Instrução nº 607 de 17 de junho de 2019
ICVM 8	Instrução CVM nº 8 de 08 de outubro de 1979
J&F	J&F Investimentos S.A.
JBS	JBS S.A.
Joesley	Joesley Mendonça Batista
Michael	Michael Lenn Ceitlin
Mundial	Mundial S.A.
Murat	Luiz Gonzada Murat Júnior
OGX	OGX Petróleo e Gás Participações S.A.
OPA	Oferta Pública de Aquisição de Ações
OSX	OSX Construção Naval S.A.
PAS	Processo Administrativo Sancionador
Perdigão	Companhia Perdigão S.A.
PFE	Procuradoria Federal Especializada
PGR	Procuradoria Geral da República
Ponzio	Alexandre Ponzio de Azevedo
Rafael	Rafael Ferri

Sadia	Sadia S.A.
Seara	Seara Alimentos Ltda.
SEC	Securities Exchange Comission
SPS	Superintendência de Processos Sancionadores
STF	Supremo Tribunal Federal
TCC	Trabalho de Conclusão de Curso
Wesley	Wesley Mendonça Batista

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	12
2	A CONCEITUAÇÃO DO CRIME DE INSIDER TRADING	14
2.1	O MERCADO DE CAPITAIS E SUA IMPORTÂNCIA PARA A SAÚDE ECONÔMICA DE UM PAÍS	14
2.2	CONCEITUAÇÃO DE <i>INSIDER TRADING</i> NO BRASIL.	15
2.3	A IMPORTÂNCIA DA PROTEÇÃO À INFORMAÇÃO.....	20
3	ASPECTOS PENAIS DO CRIME DE <i>INSIDER TRADING</i>	23
3.1	BREVE RELATO HISTÓRICO DA REPRESSÃO AO <i>INSIDER TRADING</i> .	23
3.2	BEM JURÍDICO TUTELADO	24
3.3	CARACTERIZAÇÃO DO CRIME DE <i>INSIDER TRADING</i>	26
3.4	COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS E SUAS ATRIBUIÇÕES	31
3.5	PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR.....	36
3.6	TERMO DE COOPERAÇÃO	42
4	OCORRÊNCIA HISTÓRICA E PUNIÇÃO AO CRIME DE <i>INSIDER TRADING</i> NO BRASIL	44
4.1	CASO SADIA-PERDIGÃO	44
4.2	CASO JBS	50
4.3	OUTROS CASOS	59
4.3.1	CASO EIKE BATISTA	59
4.3.2	CASO MUNDIAL S.A.	61
5	DA INEFETIVIDADE DA SANÇÃO PENAL E A NECESSIDADE DE SUA EXISTÊNCIA.	66
5.1	DADOS E ESTATÍSTICAS SOBRE OS CRIMES DE <i>INSIDER TRADING</i> E SEUS RESULTADOS PENAIS.	66
5.1.1	DADOS DE CONDENAÇÕES POR VIAS ADMINISTRATIVAS	66
5.1.2	DADOS DE CONDENAÇÕES POR VIAS PENAIS	68
5.1.3	DO VALOR INTRÍNSECO DE OBEDIÊNCIA ÀS LEIS.	69
5.1.4	PRINCÍPIO DA <i>ULTIMA RATIO</i>	71
5.1.5	DA DIFICULDADE NA IDENTIFICAÇÃO E COMPROVAÇÃO DA INFRAÇÃO DE <i>INSIDER TRADING</i>.	72
6	CONSIDERAÇÕES FINAIS	75
	REFERÊNCIAS	77

1 INTRODUÇÃO

O mercado de capitais brasileiro evoluiu com o passar dos anos e tornou-se cada vez mais importante para o desenvolvimento econômico do nosso país. Com o aumento de tal importância, o Estado percebeu a necessidade de sua intervenção e para isso criou órgãos e mecanismos objetivando a proteção do mercado de capitais contra eventuais transgressões, como o *insider trading*, que poderiam colocar em risco a existência e saúde do referido instituto.

O presente trabalho se dedica à análise da infração de *insider trading* e sua tutela penal e administrativa. O *insider trading* é uma infração de extrema complexidade, não só em sua identificação, mas também na comprovação da ocorrência do fato, de tal forma que desde que se iniciou a tutela do mercado de capitais pelo estado, poucos casos foram julgados na esfera administrativa e menos ainda na esfera penal.

Ainda, cada vez mais a infração vem ganhando destaque, não só na seara acadêmica, mas também na mídia. Grandes casos são divulgados e noticiais são espalhadas sobre *insiders* que movimentam e ganham quantias gigantescas, porém, que não estariam recebendo a devida punição, fato preocupante uma vez impacta profundamente a credibilidade do mercado, sendo este dependente de tal para existir.

Sendo assim, tal análise se faz necessária para que possamos observar os processos de investigação e punição de tal infração, dentro da esfera administrativa e penal, pois esta possui um grande poder alastrador por ter como ponto central o uso de um conceito etéreo, a informação, sendo que, a não repressão adequada do estado para com tal infração, pode gerar uma escalada de infrações capazes de balançar os pilares sustentadores de todo o mercado de capitais.

Durante o desenvolvimento do trabalho algumas perguntas foram levantadas como a efetividade da sanção penal e administrativa, o porquê de existirem tão poucos casos investigados e julgados na esfera penal, o porquê da existência de apenas uma condenação penal não absolviória dentro de 20 anos da existência do tipo penal, bem como a necessidade da existência da tutela penal.

Começamos primeiramente apresentando a conceituação do mercado de capitais e sua importância para a econômica nacional, a conceituação do crime de

insider trading como ato e a importância da proteção à informação relevante e seu poder de movimentar o mercado.

Posteriormente analisamos os aspectos penais do *insider trading* incluindo seu histórico no Brasil, o bem jurídico tutelado e os pontos de caracterização do crime; bem como exploramos as atribuições da Comissão de Valores Mobiliários e os processos administrativos usados para investigação da infração, finalizando com a busca pelo entendimento sobre funcionamento da cooperação da Comissão de Valores Mobiliários e o Ministério Público Federal.

Passamos então para a análise de casos que ganharam notoriedade na mídia como o da Sadia-Perdigão, da JBS, do Eike Batista e da Mundial S.A.; apresentando não só seus resultados, mas também toda a cadeia de acontecimentos e os pontos investigatórios.

Por fim, trazemos o levantamento sobre a inefetividade da sanção penal e a necessidade de sua existência, de tal forma que destrinchamos dados sobre investigações e punições penais e administrativas, o valor intrínseco da obediência as leis, o princípio da *ultima ratio* e terminamos analisando a complexidade na identificação e comprovação da infração de *insider trading*.

2 A CONCEITUAÇÃO DO CRIME DE INSIDER TRADING

2.1 O MERCADO DE CAPITALIS E SUA IMPORTÂNCIA PARA A SAÚDE ECONÔMICA DE UM PAÍS

O Mercado de Capitais é um meio imprescindível de captação de recursos que permite que empresas obtenham capital sem se alavancarem por meio de dívidas bancárias ou de créditos liberados pelo Governo, fato que resulta em sua consequente expansão na geração de novos empregos e impulsiona o ciclo econômico do país; por outro lado também funciona como refúgio de investimento no qual pessoas físicas ou jurídicas podem financiar um projeto e receber um incentivo, por meio de juros por exemplo.

Sobre o tema:

(...) o mercado financeiro e de capitais é aquele em que são negociados instrumentos financeiros ou em que se estabelecem relações de conteúdo financeiro visando, fundamental, mas não exclusivamente, dois fins nem sempre concomitantes: a repartição de riscos e o financiamento das atividades econômicas. Como se viu tal mercado cumpre as suas funções através de uma progressiva financeirização das relações econômicas, ou seja, de um processo pelo qual essas relações são, em certa medida, monetizadas e incorporadas a instrumentos negociáveis, para os quais se prove certa liquidez. (YAZBEK, 2007, p. 132).

Vale ressaltar que o Mercado de Capitais é um substrato do Mercado Financeiro, formulado em transações que necessitam da existência de um agente superavitário, aquele que financia a empresa ou projeto, e de um agente deficitário, aquele que não possui recursos financeiros suficientes para realizar suas operações.

José Paschoal Rossetti a respeito do tema:

Empresas, famílias e governo, do país ou do exterior, em posições superavitárias, fornecem recursos captados pelo mercado financeiro, sob a forma de depósitos de disponibilidades monetárias (depósitos a vista nos bancos comerciais) e de reservas financeiras não monetárias (aplicações em títulos de emissão dos intermediários financeiros ou dos agentes deficitários, que os intermediários colocam no mercado).(ROSSETTI, 2002, p. 632)

O crescimento do Mercado de Capitais está totalmente relacionado com sua capacidade de pulverização, ou seja, quantos novos investidores (agentes superavitários) estão dispostos a participar de transações e financiar novas empresas ou projetos. Para que essa pulverização seja possível, a confiança no

sistema é algo imprescindível, pois não há como existir captação financeira se o investidor não se sentir seguro de que receberá o “incentivo” pelo investimento, bem como de que não será "passado para trás" por grandes empresas ou investidores que possam manipular as transações ao ponto de que o investidor seja prejudicado financeiramente.

Essa necessidade de confiança no sistema é um dos principais motivos que torna a luta contra o *Insider Trading* primordial. Tão importante é tal fato que está presente na definição de fundamentos e princípios da Comissão de Valores Mobiliários ("CVM"):

“A confiabilidade é requisito fundamental para a existência e desenvolvimento de um vigoroso mercado de valores mobiliários. Esse mercado somente cumprirá sua função alocativa com eficiência se todos os seus participantes acreditarem no seu funcionamento impessoal e equânime.

Reconhece-se que a confiabilidade surgirá de um conjunto de circunstâncias que levem à atuação idônea dos participantes do mercado e à inexistência de atos e normas discriminatórios e de privilégios específicos em detrimento do interesse geral.

Desenvolver esforços no sentido de resguardar a confiabilidade no mercado constitui tarefa de envergadura do órgão regulador, dentro do pressuposto de que a atração e a permanência do público investidor garantirão um crescente volume de recursos ao mercado.” (Brasil, 1978)

2.2 CONCEITUAÇÃO DE *INSIDER TRADING* NO BRASIL.

O investimento em Mercado de Capitais, mais especificamente em bolsa de valores, é um excelente método de aumento patrimonial, porém, exige conhecimentos específicos os quais vão ser alterados conforme a estratégia utilizada para o investimento.

É certo que no longo prazo o retorno sobre o capital investido fica correlacionado com o bom andamento da empresa, isso acontece pois no final do dia o valor do papel em regra se estabiliza em conformidade com o fator crescimento da empresa, todavia, no curto prazo, o valor do papel pode ser impactado por outros fatores, como notícias, e sofrer uma super alta ou super queda em questões de horas.

Como apontado acima, no longo prazo o valor do papel se estabilizaria, mas

essas oscilações no curto prazo podem ser uma mina de ouro capaz de multiplicar muitas vezes o capital de um investidor que consiga enxergá-las e é desse fato que surge o *Insider Trading*. *Insider Trader* é o investidor que tem acesso à uma informação relevante, como por exemplo a venda de uma subsidiária de uma empresa, informação essa que faria o papel daquela empresa valorizar. Com esta informação na mão, o *Insider Trader* investe no papel sabendo que este valorizará com o acontecimento do fato relevante e tira proveito de uma possível posição privilegiada que lhe deu acesso à informação para lucrar em cima de outros investidores que não tiveram acesso à esta informação.

Com base nas imagens a seguir podemos visualizar a diferença na movimentação de mercado no curto e longo prazo. A imagem 1 representa anos de movimentação do papel WEGE3 e nos traz um preço estabilizado na maior parte do tempo, enquanto se olharmos a imagem 2, representando a movimentação diária do referido papel, veremos oscilações maiores, pois no curto prazo o papel é mais sensível as diversas notícias do dia a dia.

Imagem 1 — Oscilações anuais nos preços das ações WEGE3



Fonte: <https://br.tradingview.com/chart/MPA4MPuu/>

Imagem 2 — Oscilações diárias no preço das ações WEGE3



Fonte: <https://br.tradingview.com/chart/MPA4MPuu/>

Ainda, a foto abaixo representa uma queda de mais de 75% das ações da United Airlines, queda que ocorreu, pois em 8 de setembro de 2008 espalhou-se uma notícia de que a empresa iria pedir falência. A informação era falsa e foi disseminada, pois um jornal do estado da Florida republicou uma matéria de 2002 de outro jornal de Chicago, imaginando que a informação fosse atual.

Imagem 3 — Oscilações no preço das ações UAL no dia 08 de Setembro de 2008



Fonte: <https://br.tradingview.com/chart/MPA4MPuu/>

Fica clara então a diferença que uma informação pode fazer em questão de ganhos ou perdas no Mercado de Capitais. Sobre o tema expõe Eizirik (1983, p. 45)

"[...] a utilização de informações relevantes acerca de uma empresa por parte de pessoas que, por força de seu exercício profissional, têm acesso a informações privilegiadas em detrimento de outros e, assim, realizam negociações antes que as informações sejam lançadas ao público, ou seja, negocia no mercado antes que o preço reflita o impacto da nova informação, auferindo ganhos superiores aos da média do mercado. Detém, portanto, de uma vantagem competitiva no uso inapropriado de informações privilegiadas (*insider information*)."

Qualquer um que tenha acesso à uma informação privilegiada e faça uso desta para benefício próprio ou de terceiros, está cometendo um insider trading. Na conceituação de Mussnich (1979, p. 32) e Eizirik (1983, p. 45):

"São considerados como insiders aqueles que têm o acesso direto as informações, são eles: altos executivos, advogados, contadores e demais empregados da empresa. Há ainda aqueles que possuem algum tipo de relação com essas pessoas e acabam por ter um acesso indireto (*tippies*) às informações relevantes de forma antecipada."

Ainda, podemos fazer uso da conceituação de Barbosa; Camargos; e Romero:

"[...] qualquer pessoa que tenha alguma ligação direta ou indireta com uma empresa, seja esta profissional, pessoal ou familiar, da qual possa vir a obter, de maneira voluntária ou não, dados e informações passíveis de serem utilizados em estratégias de investimento no mercado." (2008, p. 56)

Sendo assim, podemos aferir que *insiders* não são apenas aqueles que tem relação direta com a empresa, mas também aqueles que tem relação indireta como prestadores de serviços, familiares e qualquer pessoa que possua, independente do meio, acesso a informações privilegiadas.

Tendo em vista, que a obtenção de informações privilegiadas é fato constitutivo do ato de *insider trading*, se faz necessária trazer sua conceituação, assim, na definição de Camargos e Barbosa (2015, p.56) "por informações relevantes, entendem-se aquelas capazes de afetar (positiva ou negativamente) o fluxo de caixa ou o desempenho futuro de uma determinada empresa e, conseqüentemente, a expectativa dos investidores em relação aos preços praticados no mercado"

Ainda, segundo a CVM, para que uma informação seja considerada privilegiada se faz necessário que ela não seja pública e seja material. Não é pública

toda informação que não tenha passado pelos procedimentos legais de publicação de informações previstos em instruções como a Instrução CVM nº 358 de 03 de janeiro de 2002 (“ICVM 358/02”), ou que tendo passado pelos procedimentos legais não foi divulgada para o público em geral. Ainda, no entendimento da CVM, considera-se material a informação a qual considerou-se relevante, sobre o assunto o art. 2º da ICVM 358/02 define:

“Art. 2º Considera-se relevante, para os efeitos desta Instrução, qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembleia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável: I - na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados; II - na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários; III - na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados.”.

Proença traz a seguinte definição:

“a definição de fato relevante pode ser condensada em todo aquele acontecimento com o poder de mudar, de pronto, o julgamento dos investidores em relação a determinado ativo, alterando, ato contínuo, o seu preço”. (2005, p. 144).

Ainda, com base no Parágrafo Único do art. 2º da ICVM 358/02, 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 valores mobiliários de emissão da companhia para permanência em tesouraria ou cancelamento, e alienação de valores mobiliários assim adquiridos;

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 – pedido de recuperação judicial ou extrajudicial, requerimento de falência ou propositura de ação judicial, de procedimento administrativo ou arbitral que possa vir a afetar a situação econômico-financeira da companhia.”

Importante destacar que a lista acima não esgota os fatos relevantes possíveis. Em seu Caderno de nº 11, no qual trata do uso indevido de informação privilegiada, a CVM indica que a materialidade de uma informação também pode ser verificada com base no comportamento da pessoa que negociou de posse da informação, ou seja, se uma pessoa realizou uma negociação atípica de posse de informação privilegiada, isso por si só seria uma evidência que, em sua opinião, a informação era material. Ainda, no referido caderno, a CVM adiciona mais uma forma de constatação de materialidade, conforme segue:

“o movimento das cotações no mercado após a divulgação da informação poderá fornecer indícios de sua materialidade. Em um caso em que o preço dos valores mobiliários emitidos pela companhia se altera logo após a divulgação da informação, é importante verificar se o movimento das cotações foi suficientemente substancial para indicar a materialidade da informação.” (Brasil, 2016)

Como pudemos analisar, a conceituação de *insider trading* está totalmente correlacionada com a informação de um fato de relevante. No item a seguir vamos expor o porquê é imprescindível a proteção deste tipo de informação e de onde surge tal necessidade.

2.3 A IMPORTÂNCIA DA PROTEÇÃO À INFORMAÇÃO.

A importância da proteção à informação e o repúdio ao *insider trading* advém do princípio de *full disclosure*, adotado por nosso mercado de capitais, por meio do qual a proteção do estado para com o investidor não deve vir através de uma análise estatal dos fundamentos de uma empresa, mas sim da garantia de que os investidores terão acesso à todas informações necessárias para uma análise privada completa da empresa e também de que terão acesso ao mesmo tipo de informação para que não haja manipulação e determinados agentes obtenham vantagens. Sobre o assunto, a doutrina expõe:

"A norma de *disclosure* ou, como entronizada no nosso direito, "princípio da transparência", consubstancia-se em mecanismo para assegurar a simetria de informações na esfera do mercado de capitais ensejando, a toda a comunidade de investidores, o acesso às informações sobre as companhias." (PROENÇA, 2005, p. 44).

Quando tratamos de Mercado de Capitais, já exploramos sobre a necessidade de confiança no sistema, pois a confiança nas informações divulgadas pelas empresas é o que diminui a sensação do risco tomado pelo investidor e lhe permite tomar decisões mais embasadas para seus investimentos. Como indicamos acima, tal confiança se dá por meio de uma proteção Estatal à informação, proteção esta que será exteriorizada por regras preventivas conforme ensinamento a seguir:

"As normas preventivas são as que: promover o sistema de "*disclosure*", ou de transparência das informações de maneira a assegurar à necessária visibilidade as operações de mercado de capitais; e impõem aos *insiders* a obrigação de informar sobre as operações por eles realizadas [...]" (EIZIRIK, 2011, p. 556).

Com o advento das referidas normas preventivas surge a obrigatoriedade das empresas em prestar informações:

"Trata-se de princípio orientado especialmente à garantia da proteção do investidor, segundo o qual as empresas de valores mobiliários devem prestar amplas e completas informações a respeito delas próprias e dos valores mobiliários por ela emitidos." (ALONSO, 2009, p. 30)

Podemos observar o princípio do *full disclosure* em diversos dispositivos legais como os seguintes dispositivos da lei nº 6.385 de 07 de dezembro de 1976:

"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;" (Brasil, 1976)

"Art . 22. Considera-se aberta a companhia cujos valores mobiliários estejam admitidos à negociação na bolsa ou no mercado de balcão.

[...]

§ 1o Compete à Comissão de Valores Mobiliários expedir normas aplicáveis às companhias abertas sobre:

[...]

V - informações que devam ser prestadas por administradores, membros do conselho fiscal, acionistas controladores e minoritários, relativas à compra, permuta ou venda de valores mobiliários emitidas pela companhia e por sociedades controladas ou controladoras;

VI - a divulgação de deliberações da assembléia-geral e dos órgãos de administração da companhia, ou de fatos relevantes ocorridos nos seus negócios, que possam influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado, de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia;

II - a realização, pelas companhias abertas com ações admitidas à negociação em bolsa ou no mercado de balcão organizado, de reuniões anuais com seus acionistas e agentes do mercado de valores mobiliários, no local de maior negociação dos títulos da companhia no ano anterior, para a divulgação de informações quanto à respectiva situação econômico-financeira, projeções de resultados e resposta aos esclarecimentos que lhes forem solicitados; “ (Brasil, 1976)

Com base no exposto acima, podemos identificar que o crime de *insider trading* exige uma atenção extra, não só pela sua simplicidade na execução, mas também na sua capacidade de alastramento, ou seja, uma informação pode passar de uma pessoa para outra de maneira simples e rápida, sendo que, qualquer pessoa que tenha recebido tal informação e participe do mercado regularmente, está propensa à cometer as ações que constituem o crime de *insider trading*.

Mais adiante iremos tratar de casos específicos e seus resultados, porém, a grande questão a ser levantada é se a dificuldade na identificação de *insiders* e a dificuldade na arrecadação de provas, sendo a comprovação feita com base em fortes indícios na maioria dos casos; são argumentos suficientes para sustentar a inefetividade da repressão penal à tal infração bem como a desnecessidade de sua existência.

3 ASPECTOS PENAIS DO CRIME DE *INSIDER TRADING*

3.1 BREVE RELATO HISTÓRICO DA REPRESSÃO AO *INSIDER TRADING*

Antes de entrarmos nas minúcias sobre o crime de *insider trading* dentro de nosso ordenamento jurídico, se faz necessário uma breve contextualização histórica de como se iniciou a repressão ao referido crime, sendo que, para tal, iremos usar os ensinamentos de Castellar como base (2008, pp. 86-92).

Tudo começa com o *New Deal* que ocorreu entre 1933 e 1937, pós crise de 1929 que inseriu na mente americana a noção de que o Estado não poderia ficar às margens do Mercado de Capitais; oferecido pelo presidente americano Franklin D. Roosevelt.

Com este mesmo ideal de necessidade de participação estatal foram criados o *Securities Act of 1933* e o *Securities and Exchange Act of 1934*, ambos trazendo em seus textos normas sobre a divulgação de informações, sendo este último o criador da *Securities and Exchange Commission*, a agência americana de regulação do Mercado de Capitais, similar à nossa CVM. Dentre os diplomas criados guiados por essa concepção *New Deal*, Castellar destaca a instrução 10b-5:

“Mais adiante surge a instrução 10b-5, de 1942, que proíbe aos administradores transacionarem com os valores mobiliários de suas companhias se eles possuírem qualquer informação relevante que não seja pública, obtida no exercício do cargo, vedando qualquer operação na qual uma parte careça de informação que a outra parte deveria ter divulgado, abrangendo, portanto, não só as operações efetuadas por administradores, mas também operações efetuadas por terceiros vinculados aos administradores, seja qual for a origem do vínculo e ainda a qualquer pessoa física ou jurídica que adquire a informação relevante em virtude da sua proximidade com a companhia” (2008, p.88).

A legislação voltada ao Mercado de Capitais e mais exclusivamente à repressão ao crime de *insider trading* é bem recente no Brasil. Com a evolução do Mercado de Capitais brasileiro, se fez necessária a regulamentação do mesmo, sendo que, os legisladores brasileiros buscaram inspiração na legislação americana, quase que fazendo uma importação legislativa, e em seu conceito de *full disclosure*. Com isso, em 1976 foi criada a lei de nº 6.385 que regula o mercado de capitais e cria a CVM, ainda, no mesmo ano tivemos a criação da Lei de nº 6.404 (Lei das S.A.) que traz em seu artigo 157, §4º e §5º, um primário enquadramento civil e administrativo da prática de *insider trading*:

“Art. 157. [...]”

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

§ 5º Os administradores poderão recusar-se a prestar a informação (§ 1º, alínea e), ou deixar de divulgá-la (§ 4º), se entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia, cabendo à Comissão de Valores Mobiliários, a pedido dos administradores, de qualquer acionista, ou por iniciativa própria, decidir sobre a prestação de informação e responsabilizar os administradores, se for o caso.” (Brasil, 1976)

Porém, foi apenas em 2001 que tivemos nossa primeira norma, instituindo o *insider trading* como tipo penal, por meio da lei. Nº 10.303, que fez alterações à lei nº 6.385/1976 e cria em seu artigo 27-D o crime do uso indevido de informação privilegiada, artigo este que foi alterado pela lei de nº 13.506, de 13 de novembro de 2017, e hoje vigora com a seguinte redação:

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

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

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

§ 2º A pena é aumentada em 1/3 (um terço) se o agente comete o crime previsto no caput deste artigo valendo-se de informação relevante de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo.” (Brasil, 1976)

Já feita a análise das consequências práticas da importância da proteção à informação e repressão ao *insider trading*, bem como tendo-nos passado pelo histórico legal do crime no Brasil, faz-se necessária uma breve conceituação técnica do bem jurídico que nossa legislação visa tutelar ao criminalizar o referido ato.

3.2 BEM JURÍDICO TUTELADO

A análise do bem jurídico tutelado normalmente entraria no item de caracterização do crime o qual será tratado mais abaixo, porém, optou-se pela

separação desta conceituação pelo fato de ela estar relacionada diretamente à importância ou não da repressão ao crime de *insider trading*.

Atualmente temos uma divergência doutrinária com relação ao objeto de tutela da infração objeto deste trabalho, de tal forma que devemos trazer ao texto cinco diferentes correntes sobre o tema.

A primeira corrente nos traz que o bem jurídica seria o patrimônio dos investidores, sendo este um bem de interesse individual dos investidores (ALONSO, 2009, p. 116-117).

A segunda corrente traz a noção de igualdade entre os investidores, não em resultado de operações, mas em qualidade e quantidade de informações disponibilizadas para a concepção de um investimento. Conforme ensinamentos de Yazbek, o Mercado de Capitais "é constituído por diferentes investidores possuindo cada um, diferentes características que os tornam diferentes entre si, sendo uma delas o poder econômico e qualificação"(2007, 42-43), sendo assim, a única possibilidade igualitária é a de um mesmo ponto de largada, ou seja, a obtenção de um mesmo tipo de informação.

A terceira corrente traz a o bom funcionamento do Mercado de Capitais como bem de tutela sob o entendimento de que o crime de *insider trading* interfere nas estruturas de todo o sistema (PROENÇA apud CASTELLAR, 2008, p.104).

Como quarta corrente temos a proteção aos interesses da sociedade emissora de valores mobiliários, sendo esta a menos adequada de todas, pois o Mercado de Capitais só existe por uma necessidade das sociedades emissoras, necessidade esta que é atendida pelos investidores, sendo assim, não me parece viável colocar as referidas sociedades como centro de proteção.

Por fim, teremos uma quinta corrente que traz a confiança do investidor como bem jurídico a ser tutelado, esta seria a mais adequada, pois trata de um pressuposto básico do Mercado de Capitais, algo anterior a noção de patrimônio e à existência estrutural do mercado, sem confiança não há o primeiro passo do investimento, conseqüentemente não há investidores e assim não há mercado. Podemos trazer a Diretiva 2003/6/CE emitida pelo Parlamento Europeu citada por Alonso para tratar sobre essa corrente

"O bom funcionamento do mercado dos valores mobiliários e a confiança do

público nos mesmos mercados são uma condição essencial ao crescimento econômico e da prosperidade. As situações de abuso ao mercado prejudicam a integridade dos mercados financeiros e a confiança do público nos valores mobiliários e instrumentos derivados." (ALONSO, 2009, p. 104).

Ainda sobre o tema João Carolos Castellar nos ensina:

"que o bem jurídico objeto da tutela penal no delito de uso indevido de informação privilegiada estará na proteção da confiança que deve imperar no mercado de valores mobiliários, pois é este bem que estimula os investidores a aplicarem seus recursos neste mercado, e, concomitantemente, na proteção do patrimônio dos investidores que negociarem com o *insider* desconhecendo determinada informação relevante, pois estes correm o risco de sofrerem diminuição do seu patrimônio em virtude da desvantagem com quem operam" (2008, p. 108).

Independentemente da corrente a ser adotada, com base no apresentado até o presente momento, fica clara a necessidade de repressão ao crime de *insider trading*. No geral, apesar da quinta corrente parecer a mais adequada, uma maior eficiência seria encontrada utilizando-se a quinta em conjunto com a terceira corrente.

3.3 CARACTERIZAÇÃO DO CRIME DE *INSIDER TRADING*

Para que possamos cobrir a caracterização completa do referido crime, se faz necessário trazermos qual o objeto do crime, quais são os possíveis agentes, quem seria a vítima, qual o tipo subjetivo do crime e em qual momento se dá a consumação.

Primeiramente, esmiuçando o tipo penal previsto no art. 27-D da Lei. nº 6.385 de dezembro de 1976, temos que o crime de *insider trading* é composto por 3 elementos principais.

O primeiro elemento é o uso de informação relevante para negociação de valores mobiliários. Deste elemento podemos aferir que exige-se uma negociação de valores mobiliários, sendo assim, vemos que a tipificação é exclusiva ao mercado de capitais e qualquer negociação feita com outro tipo de valor econômico que não valores mobiliários, não ensejariam no crime em pauta. Ainda, não é qualquer informação que cumpre os requisitos de enquadramento no crime, mas uma informação relevante, ou seja, uma informação que não só derive de fato relevante, conforme conceituado em seções anteriores, mas também que seja considerada privilegiada, sobre o assunto expõe a doutrina:

“Deve ser considerada privilegiada a informação que: (a) tem um caráter razoavelmente preciso, isto é, refere-se a um fato, não a meros rumores, apresentando um mínimo de materialidade ou objetividade, ou seja, uma consistência mínima capaz de permitir a sua utilização por um investidor médio, (b) não está disponível para o público encontrando-se reservada a um círculo restrito de pessoas, (c) é *price-sensitive*, isto é, poderia, caso fosse divulgada, influenciar o preço dos valores mobiliários no mercado; (d) é relativa a valores mobiliários ou aos seus emissores.” (EIZIRIK, 2011, p. 561).

O Segundo elemento, é a exigência de que a informação ainda não tenha sido divulgada ao mercado, ou seja, não tenha passado pelos trâmites legais de divulgação de informação relevante, previstos na Lei nº 6.404 de 1.976 e em instruções da CVM.

Como último elemento, temos que a informação usada deve ter a capacidade de proporcionar vantagem indevida a quem faz uso dela, por isso o tipo penal traz “...que seja capaz de propiciar...”, assim, entende-se que independentemente da obtenção da vantagem ou não, o simples fato do uso de informação que poderia propiciar vantagem indevida, já configura crime de *insider trading*.

Em se tratando de possíveis agentes do crime, a lei 13.506 de novembro de 2017, trouxe uma mudança importante para a apuração dos crimes de *insider trading* aumentando o grupo de possíveis sujeitos do referido crime. Tal lei alterou o art. 27-D da Lei. nº 6.385 de dezembro de 1976 excluindo do referido artigo o fato de que o agente, para ser enquadrado como *insider*, teria que ter a obrigação de manter em sigilo a informação relevante que utilizou para obter vantagem ilícita, sendo que o novo artigo ficou com a seguinte redação:

“Art. 27-D. Utilizar informação relevante de que tenha conhecimento, ainda não divulgada ao mercado, que seja capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiros, de valores mobiliários: “ (Brasil, 1976)

Desta forma, o *insider* não seria apenas quem recebeu a informações com promessa de sigilo ou assinou algum documento concordando com a não divulgação da informação, mas qualquer pessoa que tenha tido acesso à informação relevante e tenha usado ela para obter vantagem indevida.

A doutrina traz a caracterização de dois tipos de *insider*, sendo um primário e o outro secundário. *Insider* primário seria, segundo Eizirik:

“Os “insiders primários” ou “institucionais” são aqueles que detém acesso a informação privilegiada em razão de sua condição de acionistas

controladores, pelo fato, de ocuparem cargo de administração, ou ainda no exercício de uma função, mesmo pública, de uma profissão ou de um ofício, ainda que temporário, que lhes permita o acesso direto a uma informação privilegiada de sua fonte e têm o conhecimento especializado suficiente para saber que tal informação é relevante.” (EIZIRIK, 2011, p. 563)

Ainda na definição da própria CVM:

“Os “*Insiders* Primários” são aqueles que obtêm acesso à informação privilegiada em razão de sua proximidade com o emissor dos valores mobiliários. São acionistas controladores ou administradores da companhia, ou ainda, exercem função, mesmo pública e ainda que temporária, que lhes permitam acesso direto a uma informação privilegiada. Essas pessoas recebem a informação privilegiada diretamente de sua fonte e têm conhecimento suficiente para saber que tal informação é relevante.” (CVM, 2016, p.21)

Insider primários, então, são aqueles que possuem intrinsecamente dever de sigilo, mesmo que presumido. Já o *Insider* Secundário:

“Já os “insiders secundários” (tippees) são aqueles que recebem a informação privilegiada, diretamente dos “insiders primários” e não estão obrigados ao dever de sigilo e nem necessariamente sabem que se trata de uma informação relevante.” (EIZIRIK, 2011, p. 430).

A CVM define os *insiders* secundários da seguinte maneira:

“Os “Insiders Secundários”, também conhecidos como tippees, são aqueles que recebem a informação privilegiada, direta ou indiretamente, dos “Insiders Primários” e não necessariamente sabem que se trata de uma informação privilegiada. Contudo, os tippees não estão autorizados a negociar com base nas informações privilegiadas obtidas.” (CVM, 2016, p.22)

Secundários são aqueles que não possuem a obrigação de sigilo, podendo então ser agentes externos à empresa que recebem a informação do *insider* primário, sendo que, estes inclusive podem não saber que tal informação é relevante. Como já indicado acima, pela alteração advinda com a lei 13.506 de 2017, o *insider* secundário também pode ser penalizado, todavia, cabe apontar que a prática do crime é presumida para o primário e deve ser comprovada no caso do secundário. Sobre o tema expõe Vasconcelos:

“Paschoalini (2014, p. 8) acrescenta que por ser a responsabilidade do *insider* primário de presunção relativa, pode ser afastada em apenas três hipóteses, provando: a inexistência da informação relevante e/ou sigilosa; a ausência de acesso pelo investidor à informação relevante; ou negociação realizada sem intenção de auferir vantagem indevida. De outra forma, o *insider* secundário para que seja responsabilizado, devem ser satisfeitas e comprovadas as três condições: o acesso a informação privilegiada; o conhecimento dessa condição da informação; e o uso com a finalidade de

auferir vantagem” (Vasconcelos, 2018, p.36)

Trazendo o foco para caracterização da vítima, a doutrina não trata com profundidade tal conceito, algo que nos indica que talvez tal conceito não seja tratado com a devida importância, desleixo este que em alguns casos poderia resultar no questionamento sobre a necessidade de punição do ato de *insider trading*, isto aconteceria pois se não há vítima certa ou se à ela não se dá importância, qual então seria o motivo de se penalizar a conduta? Não obstante, o conceito de vítima está diretamente relacionado com o de bem jurídico tutelado e este último sim possui grande discussão doutrinária, conforme exposto mais acima. Sendo assim, com base em nosso entendimento já apresentado de que um bem jurídico tutelado eficiente seria aquele que reunisse a confiabilidade dos investidores e o objetivo de um mercado eficiente; entende-se que a vítima primária do crime de *insider trading* seria não os investidores ou a sociedade como um todo, sendo estes vítimas secundárias, mas sim o sistema financeiro, mais especificamente o mercado de capitais, isto porque, como já apresentado, o referido crime possui a capacidade de descredibilizar todo o sistema de tal maneira que os participantes não recorreriam mais à este e conseqüentemente ele deixaria de existir.

Ainda, se faz necessário entendermos se o crime aceita versão culposa ou tentada. Para que possamos tratar sobre tal assunto, primeiro precisamos apontar que, em nosso entendimento, claramente estamos diante de um crime formal, pois o tipo penal não nos indica nenhum tipo de resultado e, conforme exposto mais acima, para sua caracterização é necessária apenas o uso, mediante negociação de valores mobiliários, de informação privilegiada capaz de gerar vantagem indevida. A “vantagem indevida” exposta no tipo está puramente relacionada apenas à uma expectativa de que ela seja gerada pelo uso da informação, pois esta tem capacidade para tal, porém, não existe nenhuma obrigação de resultado para o enquadramento.

Importante trazermos a reflexão se há a necessidade de dolo específico, ou seja, o dolo de obter vantagem indevida, para que o agente possa ser enquadrado no crime. Tal questionamento surge uma vez que o tipo penal do artigo 27-D da Lei nº 6.385/1976, não faz menção à nenhuma intenção do agente, diferentemente do artigo 27-C, da mesma lei, que trata sobre o crime de manipulação de mercado, o qual traz como fato constitutivo do crime a realização do ato "com o fim de obter vantagem indevida ou lucro":

“Art. 27-C. Realizar operações simuladas ou executar outras manobras fraudulentas destinadas a elevar, manter ou baixar a cotação, o preço ou o

volume negociado de um valor mobiliário, com o fim de obter vantagem indevida ou lucro, para si ou para outrem, ou causar dano a terceiros;" (Brasil, 1976)

A priori, tendo em vista que ambos os artigos estão previstos na mesma lei, fica claro que o legislador não quis incluir o dolo específico como fato constitutivo do crime de *insider trading*, fazendo então uma diferenciação de tal crime com o de manipulação de mercado, de tal forma que a intenção do agente fosse presumida para o crime de *insider trading*. Todavia, o art. 27-D da Lei nº 6.385/1976 foi alterado, conforme já indicado neste trabalho, passando a incluir *insiders* secundários também como agentes do crime, algo que iria contra a intenção do legislador em não incluir o dolo específico no tipo penal, uma vez que a não inclusão se deu pelo fato de, na criação da referida lei, o legislador considerar apenas *insiders* primários, que teriam direta relação com a empresa e teriam dever de sigilo, como possíveis agentes do crime. Sendo assim, entendemos que o dolo específico em obter vantagem indevida deve ser considerado fato constitutivo do crime para *insiders* secundários, porém, não para *insiders* primários.

Com base no exposto acima e pela inexistência de previsão legal, chegamos à conclusão que não seria possível a modalidade culposa do referido crime, todavia, existe a possibilidade, ainda que pequena, de tentativa, sendo que, um exemplo seria alguém que recebe a informação com capacidade de gerar vantagem indevida, tenta negociar mandando a ordem para o mercado, porém, tal ordem não é executada e neste meio tempo ocorre a divulgação da informação relevante que deixa de ser sigilosa, tornando impossível o término do iter criminis. Obviamente usamos um exemplo esdrúxulo, mas que poderia ocorrer e a existência da simples possibilidade nos faz concluir pela possibilidade da modalidade tentada. Neste sentido Castellar faz referência ao ensinamento de De Sanctis no qual este "afirma que o tipo penal prevê a necessidade de efetiva negociação com valores mobiliários, que por si só não é mera conduta que se perfaz instantaneamente" (SANCTIS apud CASTELLAR, pp.123-124).

Nesta mesma linha, podemos concluir então que a consumação se daria no momento da conclusão da negociação, sendo que, o simples envio da ordem ao mercado não configuraria o crime como consumado.

Tratados os aspectos penais do crime de *insider trading*, traremos agora uma breve apresentação da CVM, pois é desta que partirá não só a investigação para identificação da conduta delitiva, mas também a comunicação ao Ministério Público Federal de indícios de cometimento do crime.

3.4 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS E SUAS ATRIBUIÇÕES

Criada como autarquia especial pela Lei nº 6.385 de 1976, a CVM é órgão regulamentador vinculado diretamente ao Ministério da Fazenda e possui competência limitada ao Conselho Monetário Nacional e o Banco Central. Conforme a referida lei, compete à CVM regulamentar, administrar e fiscalizar o mercado de valores mobiliários nacional:

“Art . 8º Compete à Comissão de Valores Mobiliários:

I - regulamentar, com observância da política definida pelo Conselho Monetário Nacional, as matérias expressamente previstas nesta Lei e na lei de sociedades por ações;

II - administrar os registros instituídos por esta Lei;

III - fiscalizar permanentemente as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários, de que trata o Art. 1º, bem como a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem, e aos valores nele negociados;

IV - propor ao Conselho Monetário Nacional a eventual fixação de limites máximos de preço, comissões, emolumentos e quaisquer outras vantagens cobradas pelos intermediários do mercado;

V - fiscalizar e inspecionar as companhias abertas dada prioridade às que não apresentem lucro em balanço ou às que deixem de pagar o dividendo mínimo obrigatório.” (Brasil, 1976)

EIZIRIK nos traz os seguintes ensinamentos sobre a competência da CVM:

"A competência para fiscalizar encontra-se prevista, de maneira genérica, no artigo 8o, III, da Lei n. 6.385/1976. As atividades expressamente contidas no artigo 1º da Lei estão submetidas à fiscalização permanente da CVM. Diversos dispositivos esparsos acrescem outros poderes à competência fiscalizadora da CVM, entre eles, o artigo 8o, V, que permite à CVM fiscalizar e inspecionar as companhias abertas; o artigo 9o, §1º, que relaciona as ações fiscalizatórias da CVM, de condutas fraudulentas que tenham produzido efeitos no território nacional, ainda que tenham sido praticadas fora do seu âmbito." (2011, p. 263)

Tendo em vista a utilização do termo “valores mobiliários” para indicar qual o objeto de cuidado da CVM, fica clara que a extensão de sua competência passa entre a Bolsa de Valores e de Mercadorias e Futuros, sobre o assunto expõe EIZIRIK:

“A CVM, como ente da Administração Pública, tem a sua atuação limitada pelos ditames legais. A Lei n. 6.385/1976 atribui-lhe competência para disciplinar e fiscalizar as atividades ligadas a determinado segmento do sistema financeiro, o mercado de valores mobiliários. Dentre os quatro segmentos compreendidos no sistema financeiro nacional – o de crédito, o monetário, o de câmbio e o de valores mobiliários, este último encontra-se sob a fiscalização da CVM.” (2011, p.263)

Em sua constituição de fundamentos, acentua-se que a própria existência e atuação da CVM como órgão regulador pressupõe a escolha por um modelo capitalista que se baseie na economia de mercado e na livre-iniciativa, sem que essa escolha exclua a atuação do estado em prol de curar ineficiências natas do livre mercado:

“A CVM, no exercício de suas funções, seguirá os preceitos do sistema que se baseia na economia de mercado e na livre iniciativa, reconhecido como o mais eficaz para a promoção do desenvolvimento do País.

A CVM, obedecendo os postulados da economia de mercado, persegue um mercado de valores mobiliários eficiente, que, para tanto, precisa ser livre, competitivo e informado, e deseja também um mercado confiável como resultado de uma adequada proteção e harmonização dos interesses de todos os que nele transacionam.

O exercício da atividade regulatória da CVM, em consequência, objetiva a manutenção da eficiência e da confiabilidade no mercado de valores mobiliários, condições consideradas fundamentais para assegurar o desenvolvimento desse mercado.” (Brasil, 1978)

Basicamente a CVM exerce sua regulação levando em conta seis fundamentos básicos, sendo eles: (i) Interesse Público; (ii) Confiabilidade; (iii) Mercado Eficiente; (iv) Competitividade; (v) Mercado Livre; e (vi) Proteção ao Investidor.

O interesse público como fundamento é uma obviedade pois tal conceito é o princípio central de todo e qualquer atuação estatal administrativa ou não:

“A atuação da CVM no mercado de valores mobiliários estará fundamentada na observância permanente do atendimento ao interesse público.

Através desse mercado as poupanças individuais fluem diretamente para as empresas, transformando-as em capital produtivo, contribuindo positivamente para o crescimento e prosperidade da economia e da nação.

A posição central que o mercado de valores mobiliários ocupa no sistema econômico, faz com que as operações e alterações nele realizadas acarretem reflexos sobre todo o aparelho produtivo, atingindo aqueles que dele não participam diretamente. Assim, são do interesse público os atos e fatos relativos ao mercado de valores mobiliários e sob a sua égide devem-se nortear todos os seus fundamentos e princípios.” (Brasil, 1978)

Como segundo fundamento teremos a confiabilidade, algo que já tratamos mais acima sobre o a sua importância. O fato da CVM instituir tal conceito como fundamento de sua regulação nos indica que tal órgão deve agir como guardião e

garantidor da efetividade do princípio do *full disclosure*:

“A regulação da Divulgação de Informações pela CVM objetiva assegurar ao público a disponibilidade, em tempo hábil, de forma eficiente e razoável, de informações necessárias para a tomada da decisão de investir em valores mobiliários e ainda das decisões de votar e de se fazer representar em assembleias de companhias abertas.” (Brasil, 1978)

Entendendo a importância da existência de um mercado mobiliário e da transferência de recursos de um ente superavitário à um ente deficitário em prol do financiamento de projetos que no longo prazo ajudam no ciclo econômico do país, temos um mercado eficiente como terceiro fundamento:

“Considera-se como objetivo permanente a ser perseguido pelas autoridades na regulação e desenvolvimento do mercado de valores mobiliários, a constante busca de maior eficiência.

É do interesse público a existência de um mercado eficiente, seja tanto no plano alocacional quanto no plano operacional. Assim, sua organização deve permitir que as poupanças dirijam-se naturalmente às unidades produtivas que apresentem maior rentabilidade, consideradas ao mesmo nível de risco, e que as transferências desses recursos se realizem aos menores custos possíveis,” (Brasil, 1978)

Para fins de esclarecimentos, trazemos o conceito de mercado eficiente segundo documento da própria CVM:

“Define-se como mercado eficiente aquele em que um grande número de compradores e vendedores reagem através de mecanismos que conduzem o preço dos valores mobiliários a refletirem as informações disponíveis sobre as companhias emissoras. O nível de eficiência do mercado está associado à velocidade de reação dos preços dos valores mobiliários às informações divulgadas. Um sistema de informações deficiente possibilita acesso privilegiado e eventuais retornos extraordinários para alguns, em detrimento dos menos informados. Efeitos danosos também advêm do tempo de que o sistema precisa para disseminar a informação no mercado, possibilitando o acesso de alguns a certos dados antes de sua divulgação ampla. O que se deseja, na realidade, é um mercado onde a competição ocorra na interpretação das informações disponíveis e não na tentativa de ter acesso privilegiado a elas” (Brasil, 1978)

Como quarto fundamento temos a competitividade que demonstra a responsabilidade da CVM na repressão ao *insider trading* trazendo uma clara relação com a igualdade de informação:

“A prática da competição é fator fundamental para se atingir um mercado eficiente.

A competitividade reduz a necessidade de regulação e estimula a criatividade dos participantes do mercado, influenciando positivamente o

seu desenvolvimento.

A CVM em sua atuação deverá preservar a competitividade nas atividades e entre os participantes do mercado de valores mobiliários.” (Brasil, 1978)

Como demonstrado acima, a existência da CVM pressupõe a adoção de um mercado livre, sendo assim, temos o quinto fundamento:

“No processo de regulação e desenvolvimento do mercado de valores mobiliários, devem estar presentes, permanentemente, o respeito à livre atuação das forças de mercado e o livre acesso ao mercado e ao exercício das atividades, através de mecanismos que promovam a competitividade na procura de um mercado eficiente e confiável.” (Brasil, 1978)

Como sexto e último fundamento temos a proteção aos investidores, fundamento óbvio tendo em vista que a existência do sistema de mercado mobiliário exige a participação destes em larga escala e isto só é possível se houver uma segurança para que sua participação ocorra:

“Com vistas a manter a confiabilidade do mercado e visando a atrair um contingente cada vez maior de pessoas, há necessidade de um tratamento equitativo a todos os que dele participam, devendo dar-se destaque especial ao investidor individual. Este, em face de seu menor poder econômico e menor capacidade de organização, precisa de proteção, de forma a resguardar seus interesses no relacionamento com intermediários e companhias, dentro da orientação de que seus riscos fiquem limitados apenas ao investimento realizado, sem que venha essa proteção a distorcer as características de risco inerentes às aplicações em valores mobiliários. Além disso, o investidor individual é o protagonista da maior relevância no processo de dispersão da propriedade e de diversificação dos centros de decisão, o que contribui para aumentar a eficiência do mercado.” (Brasil, 1978)

Tendo em vista o tema do atual trabalho, também se faz necessário ressaltar o princípio da divulgações de informações o qual, segundo a Cartilha de Regulação do Mercado de Valores Mobiliários nº 426 aprovada em 21 de dezembro de 1978, é um dos pilares da atuação da CVM pelos seguintes pressupostos:

“1. A alocação eficiente de recursos numa economia de mercado tem como pré-condições a existência de um sistema de informações confiável e oportuno.

2. As forças espontâneas de mercado e a soma dos interesses privados são insuficientes para assegurar a existência de um sistema de informações eficiente, impondo se a instituição da obrigatoriedade de fornecimento das informações consideradas necessárias.

3. Os benefícios decorrentes da criação de um órgão governamental om as atribuições, entre outras, de regular o funcionamento de um sistema de divulgação de informações, fixando sua conformação geral e tomando as

medidas necessárias à sua implementação, superam os ônus que acarreta, considerada à comunidade como um todo.” (Brasil, 1978)

Para que haja garantia de que o princípio da divulgação de informações irá se alastrar por todo o sistema, se faz necessária a criação de padrões pela CVM, para que todos os participantes do mercado possuam as mesmas exigências de sua classe, resultando na divulgação igualitária de informações. Visando a referida simetria de informações, a padronização ocorrerá com base nas seguintes diretrizes:

“As seguintes considerações devem preceder a escolha pela CVM das informações que virão a compor o sistema de divulgação:

a) Os grupos cujas necessidades de informação se quer suprir, isto é, para quem o sistema está dirigido. O fato de o sistema poder ser considerado complexo pela maior parte dos investidores não é necessariamente um mal em si. Os benefícios para estes serão obtidos através da intermediação por agentes capazes de assimilar, analisar, sintetizar e transmitir as informações disponíveis.

b) O mercado precisa ter rápido acesso à informação, de uma forma confiável e pelo meio adequado.

c) A informação desejada deve ser necessária, repercutindo de modo significativo sobre as decisões do público investidor, não estando afastada a consideração de casos em que o mercado ainda não tenha à consciência de sua relevância.

d) A política de divulgação de informações é de natureza evolucionária, cabendo à CVM:

- Promover, previamente à emissão de normas e à fixação de padrões, a análise e a caracterização da necessidade objetiva de revelar determinados fatos ao público investidor, assegurando-se da inexistência de redundâncias;
- Analisar as consequências de requisitos em termos do balanceamento entre custos decorrentes e benefícios auferidos pelos investidores;

- Estudar, previamente à introdução de modificações e exigências adicionais, os resultados obtidos a cada etapa do processo evolutivo do sistema;

- Zelar para que, constatadas insuficiências de informações requeridas pelo público investidor, o sistema busque suprir informações necessárias que se revelem significativas.

e) A CVM orientará, por meio de normas e padrões, as companhias para divulgação das informações mínimas, consideradas essenciais para o mercado, sempre que possível, estabelecendo indicadores qualitativos e quantitativos. Os administradores das companhias, como responsáveis pela sua divulgação, deverão promover a avaliação contínua das necessidades adicionais de informação ao público, dado seu acesso e conhecimento sobre os fatos e sua maior capacidade em avaliar sua relevância, utilizando o critério do possível reflexo dos acontecimentos sobre a cotação dos valores mobiliários por elas emitidos.

f) A CVM limitará suas exigências sobre informações de natureza Social ou relativas à conduta das companhias apenas aos casos em que tiveram implicações significativas sobre as decisões de investir, votar e fazer-se representar em assembleias de companhias abertas.” (Brasil, 1978)

Por fim, podemos observar a importância da CVM como órgão guardião da informação igualitária, de tal maneira que este atua não só criando regras e fiscalizando a divulgação e disseminação de informações, bem como criando filtros de entrada no mercado em prol da garantia de que todos os participantes terão

capacidade de cumprir com tais regras. Ainda, também cabe à CVM atuar como órgão punidor daqueles que descumprem suas regras, um *insider trader* por exemplo, e por isso se faz uso de mecanismos punitivos como o processo administrativo sancionador do qual iremos falar no próximo item.

3.5 PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR

A capacidade de atuar como ente sancionador é dada à CVM pela lei nº 6.385/1976 em seus incisos V e VI do artigo 9º os quais atribuem à CVM o poder de

“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” e “aplicar aos autores das infrações indicadas no inciso anterior as penalidades previstas no art. 11, sem prejuízo da responsabilidade civil ou penal”. (Brasil, 1976)

Segundo Marcelo Trindade em sua participação no livro A Lei das S.A. em seus 40 anos, a CVM tem competência legal para “sancionar qualquer pessoa que participe do mercado de valores mobiliários e viole as leis cujo cumprimento lhe cabe fiscalizar” e “poderá fazê-lo não apenas quando se deparar com atos ilegais, mas também com ‘práticas não equitativas’”.(2017 p. 490).

Importante é diferenciar o poder de polícia do poder sancionador, o primeiro engloba a capacidade da CVM em regulamentar e fiscalizar o mercado de tal maneira que tais atos são a resposta à uma infração ou iminente infração de regras, porém, estes não possuem caráter punitivo. Sobre o assunto Marcelo Trindade nos ensina, em sua participação no livro citado acima "o poder de polícia abrange apenas a regulamentação, a fiscalização e a repressão imediata às violações verificadas pela autoridade administrativa" (2017 p. 490).

Já o poder sancionador seria um poder autônomo que deve respeitar limites princípios e regras específicos pela sua capacidade de restringir direitos individuais valiosos. Medina Osório expõe:

“A sanção administrativa não resulta ligada a um genérico poder de polícia, embora possa, não raro, servir instrumentalmente à atividade administrativa no sentido de uma consecução de determinados objetivos públicos. Não se deve desprezar a íntima conexão do poder de polícia com as sanções administrativas, mas tampouco se pode conectá-los de forma a dissipar o conceito e a autonomia da atividade sancionadora, a qual está regida por princípios e regras específicos. É verdade, não obstante, que o poder sancionador derivou do poder de polícia, dele se tornando autônomo, para adquirir contornos jurídicos mais próximos ao Direito Penal.” (2015, p.111)

Podemos observar alguns dos princípios à que se submete o poder sancionador da CVM em sua instrução de nº 607 a qual traz as regras do processo administrativo sancionador; mais especificamente no art. 2º da referida instrução:

“Art. 2º Nos procedimentos de que trata esta Instrução, a CVM observará os princípios da legalidade, da finalidade, da motivação, da razoabilidade, da proporcionalidade, da moralidade, da ampla defesa, do contraditório, da segurança jurídica, do devido processo legal, da presunção de inocência, da celeridade processual, do interesse público, da impessoalidade, da eficiência e da publicidade.” (Brasil, 2019)

Ainda sobre o assunto podemos trazer os apontamentos de Julya Sotto Mayor Wellisch, Alexandre Pinheiro dos Santos e Fábio Medina Osório:

“De qualquer sorte, é sempre importante lembrar que a proteção de valores substantivos está na raiz de todo o sistema sancionador, seja na esfera penal, seja na esfera administrativa. Como reflexo dessa premissa, está o consectário lógico de que as medidas que consubstanciam respostas punitivas aos atos ilícitos traduzem restrições a direitos individuais valiosos” (2012, p.27)

Após fazermos essa importante conceituação de poder sancionador, poder este que possibilita a CVM atuar em seus Processos Administrativos Sancionadores ("PAS"), devemos destrinchar tal processo.

Apesar do PAS existir à um bom tempo, para nós apenas interessa sua conceituação pós 2019 na qual todo o processo sofreu uma atualização em prol de uma consolidação que visava beneficiar o regulado. Tal atualização se deu pelas seguintes instruções que hoje sustentam a estrutura do referido processo: (i) Instrução nº 607 de 17 de junho de 2019, que dispõe sobre o rito dos procedimentos relativos à atuação sancionadora no âmbito da CVM (“ICVM 607”); (ii) Instrução 608 de 25 de junho de 2019, que dispõe sobre multas cominatórias e revoga a Instrução CVM nº 452, de 30 de abril de 2007; (iii) Instrução CVM nº 609 de 25 de junho de 2019; e (iv) Deliberação CVM nº 819 que altera a Deliberação CVM nº 463, de 25 de julho de 2003, que estabelece procedimentos a serem seguidos nos recursos ao colegiado de decisões dos superintendentes da CVM.

Com instalação feita pelos superintendentes da CVM o PAS é um processo que deverá ser realizado priorizando as infrações de natureza grave em conformidade com o parágrafo único do artigo 3º da ICVM 607:

“Art. 3º Caberá às superintendências a investigação de infrações administrativas, a instrução processual e a instauração de processo

administrativo sancionador destinados a apurar atos ilegais e práticas não equitativas de administradores, membros do conselho fiscal, os integrantes de comitê estatutário e acionistas de companhias abertas, dos intermediários e dos demais participantes do mercado.

Parágrafo único. Na apuração das infrações, a CVM deverá priorizar aquelas de natureza grave, cuja cominação de penalidade proporcione maior efeito educativo e preventivo para os participantes do mercado.” (Brasil, 2019)

Após a apuração de informações nas investigações administrativas, as superintendências poderão lavrar termo de acusação, propor inquérito administrativo destinado a aprofundar a coleta de elementos adicionais à verificação da autoria e da materialidade da infração, ou até mesmo deixar de lavrar termo de acusação caso concluir pela inexistência de irregularidades, pela extinção da punibilidade ou ficar demonstrada pouca relevância da conduta, a baixa expressividade da ameaça ou da lesão ao bem jurídico tutelado. Em relação à opção de deixar de lavrar o termo de acusação, se faz necessário destacar que a avaliação sobre a relevância da conduta ou da expressividade da ameaça ou lesão ao bem jurídico; é baseada em aspectos subjetivos, conforme previsto no parágrafo 1º do art. 4º da ICVM 607:

“[...]

§ 1º Na avaliação da relevância da conduta ou da expressividade da ameaça ou lesão ao bem

jurídico, poderão ser utilizados os seguintes parâmetros, dentre outros:

- I – o grau de reprovabilidade ou da repercussão da conduta;
- II – a expressividade de valores relacionados à conduta;
- III – a expressividade de prejuízos causados a investidores e demais participantes do mercado;
- IV – o impacto da conduta na credibilidade do mercado de capitais;
- V – os antecedentes das pessoas envolvidas;
- VI – a boa-fé das pessoas envolvidas;
- VII – a regularização da suposta infração pelo administrado; e
- VIII – o ressarcimento dos investidores lesados.” (Brasil, 2019)

Entendemos que em se tratando da infração de *insider trading* tais aspectos subjetivos deveriam ser usados como direcionadores para uma hierarquização de PASs e não para decisão sobre a lavratura ou não de termos de acusação, assim, tais aspectos guiarão a decisão sobre quais casos seriam investigados primeiro. Trazemos tal entendimento, pois, como será indicado mais à frente neste trabalho, a infração de *insider trading* é de extrema complexidade probatória, fato que resulta em um conjunto probatório formado por indícios, ainda, como veremos, uma infração ou crime, quando não sofre a devida repressão, possui a capacidade de gerar novas infrações o que, em se tratando da infração de *insider trading*, em larga escala ameaça o ponto central que garante a existência do mercado de capitais, como já demonstrado neste trabalho. Sendo assim, o uso de conceitos como "expressividade

da ameaça", "repercussão da conduta" e "expressividade de prejuízos causados", para instauração ou não dos PASs, está em desacordo com o objetivo de proteção ao bem jurídico tutelado, pois como a referida proteção tem como pilar a prevenção ao crime de *insider trading*, por óbvio quanto maior o número de investigados, maior o número de repressões à conduta e, conseqüentemente, maior a prevenção contra esta.

Após a análise dos pontos expostos acima, caso seja decidido pelo lavramento do termo de acusação, previamente à formulação da acusação o investigado deverá esclarecer os fatos que serão imputados a ele, conforme art. 5º da ICVM 607, seja por depoimento pessoal, manifestação voluntária ou caso tenha sido oficiado à prestar esclarecimentos. Decidindo as superintendências pela existência de autoria e materialidade da irregularidade constatada, será lavrado o termo de acusação em conformidade com o art. 6º da ICVM 607, para que posteriormente, antes da citação dos acusados para apresentação da defesa, a Procuradoria Federal Especializada ("PFE") emita um parecer visando analisar os seguintes pontos destacados no art. 7º da instrução citada:

"Art. 7º [...]

I – exame do cumprimento do art. 5º;

II – análise objetiva da observância dos requisitos do art. 6º; e

III – exame da adequação do rito adotado para o processo administrativo sancionador." (Brasil, 2019)

Considerando o parecer da PFE, de acordo com o parágrafo 1º do art. 7º da ICVM 607, a superintendência poderá tomar as providências cabíveis, inclusive arquivar o processo, adequar o rito processual ou realizar eventuais ajustes no termo de acusação, sendo que, o superintendente deverá justificar a não adoção de eventuais providências recomendados pelo parecer, nos ditames do parágrafo 2º do referido artigo.

Decidida pela instauração do inquérito, as superintendências irão apresentar a proposta do inquérito administrativo à Superintendência Geral, que poderá, segundo art.8º da ICVM 607:

"Art.8º [...]

I – aprovar a instauração de inquérito administrativo para apurar os indícios de infração às normas do mercado de valores mobiliários; ou

II – devolver o processo administrativo às superintendências, quando entender não haver justa causa para a instauração do inquérito.

Parágrafo único. Considera-se instaurado o inquérito administrativo na data da Portaria do Superintendente Geral que dispuser sobre sua instauração." (Brasil, 2019)

Em seguida, com base nos artigos 9º, 10º e 11º da referida instrução, o inquérito será conduzido pela Superintendência de Processos Sancionadores (“SPS”), sendo que, as investigações deverão ser concluídas à priori em 120 dias e ao fim das investigações, caso seja apurados indícios suficientes à autoria e à materialidade da infração, a SPS elaborará a peça de acusação. Esta fase investigativa é de extrema importância para o presente trabalho, tendo em vista que nela serão coletadas informações que poderão ser utilizadas no processo penal. Sobre esse assunto, importante ressaltar que a CVM deverá informar o MPF, quando verificada a existência de indícios de crimes definidos em lei como de ação pública, conforme inciso I do art. 13 da ICVM 607, sendo que, tal comunicação independe do momento em que se verifica a existência de tais indícios.

Tendo em vista o direcionamento penal do presente trabalho, não cabe passarmos por todas as fases do processo administrativo, sendo que, o importante para nós era demonstrar como seria feita a instauração do processo administrativo até o momento investigação, incluindo o fato da obrigação da CVM em comunicar ao MPF sobre indícios de crimes encontrados durante todo este processo e que servirão para que este proponha a ação penal, todavia, se faz necessário apresentarmos as penalidades que poderão ser impostas pela CVM.

Segundo o art. 60 da ICVM 607, a CVM poderá impor as seguintes penalidades: (i) advertência; (ii) multa; (iii) inabilitação temporária, até o máximo de 20 (vinte) anos, para o exercício de cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários; (iv) suspensão da autorização ou registro para o exercício das atividades de que trata a Lei nº 6.385, de 1976; (v) inabilitação temporária, até o máximo de 20 (vinte) anos, para o exercício das atividades de que trata a Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976; (vi) proibição temporária, até o máximo de 20 (vinte) anos, de praticar determinadas atividades ou operações, para os integrantes do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na CVM; e (vii) proibição temporária, até o máximo de 10 (dez) anos, de atuar, direta ou indiretamente, em uma ou mais modalidades de operação no mercado de valores mobiliários.

Sobre as penalidades, a priori, dois pontos são importantes, sendo o primeiro o fato de que caso seja aplicada uma pena de multa, está seguirá as limitações impostas no artigo 61 da ICVM 607:

“Art. 61. A penalidade de multa não deverá exceder o maior dos seguintes valores:

I – R\$ 50.000.000,00 (cinquenta milhões de reais);

II – o dobro do valor da emissão ou da operação irregular;

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

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

§ 1º Nas hipóteses de reincidência, poderá ser aplicada multa de até o triplo dos valores fixados nos incisos I a IV do caput” (Brasil, 2019)

Ainda, como segundo ponto, a apesar da CVM possuir a possibilidade de aplicar apenas uma advertência como pena, esta não é possível em casos de *insider trading* tendo em vista o previsto no parágrafo 2º do artigo supramencionado:

“§ 2º Nas hipóteses em que a infração administrativa também for capitulada em tese como crime no âmbito da Lei nº 6.385, de 1976, a condenação dos acusados não poderá resultar somente em pena de advertência.” (Brasil, 2019)

Adicionalmente ao disposto no art. 11 da Lei nº 6.385/1976, a ICVM nº 607 nos apresenta critérios objetivos para a aplicação das penas. Primeiramente o colegiado deverá fixar uma pena-base com uma aplicação posterior de agravantes, atenuantes e causas de redução de pena. Segundo o Anexo 63 da referida instrução, teremos cinco grupos de infrações com penas-base que vão de R\$ 300.000,00 (trezentos mil reais) a R\$ 20.000.000,00 (vinte milhões de reais), sendo que, a utilização de informação relevante ainda não divulgada ao mercado está presente no grupo V do referido anexo e terá a pena-base com valor máximo de R\$ 20.000.000,00 (vinte milhões de reais). Quando a penalidade for de inabilitação temporária, suspensão de autorização ou registro para exercício das atividades ou de proibição temporária de praticar determinadas atividades ou operações, a pena-base não será superior que 10 (dez) anos; em conformidade com o parágrafo 3º do art. 63 da ICVM nº 607. Já quando falarmos de pena de proibição temporária de atuar, direta ou indiretamente, em uma ou mais modalidades de operação no mercado, com base no parágrafo 4º do referido artigo, a pena-base não poderá ser superior a 5 (cinco) anos.

Chegamos ao final deste item então com o entendimento de como se dá a estrutura do PAS, importante instrumento para a repressão da conduta de *insider trading*. Com base no exposto, nos parece que o PAS possui alta capacidade punitiva, possuindo diversos artefatos como a multa que pode chegar à valores consideráveis de até três vezes a vantagem auferida pelo agente, porém, como indicamos, caberia uma revisão dos aspectos definitivos para lavratura dos Termos

de Acusação, pois, da maneira como se encontram, dificultam as investigações e diminuem ainda mais o número de casos investigados de *insider trading*, que já são poucos pela complexidade na identificação. Iremos então tratar do termo de cooperação celebrado entre a CVM e o Ministério Público Federal, o qual tem o objetivo de facilitar a troca de conhecimentos e informações entre as duas instituições; e conseqüentemente fortalecer a repressão aos crimes contra o mercado financeiro.

3.6 TERMO DE COOPERAÇÃO

Em 2008 a CVM celebrou com o MPF um termo de cooperação técnica, posteriormente prorrogado em 2018 pelo período de 5 anos, visando o intercâmbio e a cooperação técnica e operacional relacionados ao mercado de capitais.

Segundo próprio termo de cooperação, uma atuação articulada entre a CVM e o MPF proporcionaria maior agilidade e efetividade na prevenção, apuração e repressão às práticas lesivas ao mercado de capitais. Sendo que, o referido termo expõe que constitui objeto do acordo:

“[...]”

V) As comunicações da CVM ao MPF para que este adote as medidas legais cabíveis em defesa dos interesses do mercado de valores mobiliários e dos seus respectivos investidores, nas esferas administrativa, civil ou criminal.” (Brasil, 2008)

A existência de tal termo é de extrema importância para prevenção e punição de crimes contra o mercado de capitais. Com ênfase ao processo penal que visa esses tipos de condutas, tal termo se faz imprescindível, pois a CVM como órgão regulador do Mercado de Capitais possui expertise em áreas específicas do mercado financeiro e consegue chegar à resultados e levantar informações que o Ministério Público não conseguiria mesmo fazendo uso de perícias. A participação conjunta de ambos os órgãos traz a noção de que teríamos um processo penal com mais provas técnicas e conseqüentemente mais indícios para a fundamentação de uma ação penal, sendo que, a CVM ficaria obrigada à encaminhar ao Ministério Público tudo que for obtido em seus procedimentos e apurações administrativas que possa ser usado para fins de ação penal. Nesse sentido dispõe o Termo de Cooperação:

“2.1) Observados os termos da legislação aplicável e as esferas de atribuições das Partes, a CVM enviará ao MPF as informações, os documentos e os elementos probatórios que forem obtidos no âmbito das apurações administrativas que realizar e dos procedimentos administrativos

que instaurar relativamente a possíveis condutas lesivas ao mercado de capitais, devendo ser adotada, em cada situação, a forma mutuamente acordada pelas Partes.

2.2) A CVM, quando solicitada, enviará ao MPF estudos técnicos que realizar relativamente à regulação e à fiscalização do mercado de valores mobiliários ou às práticas lesivas a tal mercado.” (Brasil, 2008)

A importância de tal cooperação ficou clara após a declaração, feita em 2008, do então procurador-geral, Antônio Fernando de Souza, que admitiu, à época da assinatura do primeiro termo, que sem as informações da CVM existe uma dificuldade para os integrantes do Ministério Público em punir condutas ilegais de investidores, bem como que o termo permitiria a realização consistente e um intercâmbio de informações e documentos que potencializaria a capacidade das instituições em cumprir com suas funções.

Fica então clara a existência de meios jurídicos para a persecução penal do crime de *insider trading*, a questão que se faz agora é se existe uma utilização efetiva destes meios em prol da punição penal aos agentes do referido crime, sendo que, apresentaremos casos para que estes possam contribuir à tal aferição.

4 OCORRÊNCIA HISTÓRICA E PUNIÇÃO AO CRIME DE *INSIDER TRADING* NO BRASIL

4.1 CASO SADIA-PERDIGÃO

O processo de nº 0005123-26.2009.403.6181 (2009.61.81.005123-4), transitado em julgado em primeira instância em 16 de novembro de 2011, pela 6ª Vara Federal Especializada em Crimes contra o Sistema Financeiro Nacional e Lavagem de Valores de São Paulo ou caso Sadia-Perdigão como é mais conhecido; foi o primeiro caso de *insider trading* à ser julgado em esfera criminal.

Tal fato começou em 2006, quando a Sadia S.A. (“Sadia”), com intuito de obter controle acionário da Companhia Perdigão S.A. (“Perdigão”), sua maior corrente, tentou efetuar uma Oferta Pública de Aquisição de Ações (“OPA”) visando adquirir 50% da respectiva Companhia, porém, a operação foi descontinuada pois foi vista como um *hostile takeover*.

“O processo de *takeover* hostil ocorre quando uma companhia ou investidor com interesse em adquirir outra companhia faz uma oferta, não solicitada pela companhia alvo, de uma parte ou de todas as ações em circulação a um preço declarado. Ocorre o sucesso no takeover quando o adquirente obtém mais de 50% das ações com direito a voto, assumindo assim o controle efetivo da companhia.” (ANDRADE e ROSSETTI, 2006)

Ainda, por questões de balizamento de conhecimento, se faz necessária a conceituação de oferta pública de aquisição de ações:

“OPA: a Oferta Pública de Aquisições de Ações ocorre quando um dos atuais acionistas pretende comprar uma participação ou todas as ações de uma companhia listada na bolsa de valores. O objetivo pode ser ter algum controle sobre o negócio ou pode ocorrer quando a companhia quer fechar o capital. Assim, o acionista majoritário deve fazer uma proposta de compra das ações minoritárias.” (Moreira, 2020)

Posteriormente em 2009 a operação foi concretizada por meio de uma fusão, entre as duas companhias, ocasionada por uma grande perda no mercado financeiro pela Sadia.

A questão é que lá em 2006, antes da OPA ser descontinuada, ocorreram diversas negociações que acarretaram nos fatos que fizeram este caso estar presente neste trabalho. Em 16 de julho de 2006, a Sadia lançou sua primeira tentativa de OPA à um preço de R\$ 27,88, por ação, sendo esta proposta rejeitada por acionistas representando 55,38% das ações da Perdigão, ainda, em 20 de julho

de 2006 a Sadia efetuou nova oferta no valor de R\$ 29,00 por ação, sendo esta também recusada pela maioria dos acionistas da Perdigão. Com suas duas ofertas rejeitadas a Sadia então optou por retirar sua OPA no dia 21 de julho de 2006, o que foi divulgado como fato relevante resultando na queda do valor das ações da Perdigão.

Ao decorrer de todo o processo acima exposto, a Gerência de Acompanhamento de Mercado – 2 ("GMA-2") da CVM, constatou que, nas datas das referidas operações, ocorreram grandes variações no preço das ações da Perdigão na Bolsa de Valores de São Paulo ("BOVESPA").

Suspeitando da existência de *insider trading* e tendo em vista o fato das ações da Perdigão também serem negociadas na NYSE (bolsa de valores de Nova York), a CVM solicitou à *Securities Exchange Commission* ("SEC") que encaminhasse informações referente às negociações das referidas ações.

Após investigação feita pela CVM, concluiu-se, com bases nas provas obtidas e no estudo encaminhado pelo SEC, que, fazendo uso das informações sobre a OPA citada acima e sabendo que tal fato seria relevante e que este tinha capacidade de gerar valorização nas ações da Perdigão, Luiz Gonzada Murat Júnior (Diretor de Finanças e de Relação com Investidores da Sadia) ("Murat"), Romano Ancelmo Fontana Filho (Conselheiro da Sadia) ("Fontana") e Alexandre Ponzio de Azevedo (Superintendente Executivo de empréstimos estruturados e gestão de portfólio do Banco ABN AMRO REAL S.A., que foi contratado para auxiliar na OPA) ("Ponzio") realizaram operações de compra das ações da Perdigão da forma explicitada abaixo.

Ponzio, em 20 de junho de 2006, comprou 14.000 (quatorze mil) *American Depositary Receipts* ("ADRs") (papel negociado em bolsas estrangeiras e que possuem preços correlacionados com as ações da respectiva empresa negociadas no Brasil) da Perdigão na NYSE, por meio da corretora CHARLES SCHWAB & CO, pelo valor de USD 269.919,95 (duzentos e sessenta e nove mil, novecentos e dezenove dólares e noventa e cinco *cents*) sendo que, em 17 de julho de 2006, o mesmo vendeu 10.500 (dez mil e quinhentas) de suas ADRs e, em 18 de outubro de 2006, o restante, resultando em um lucro de USD 66.683,94 (sessenta e seis mil, seiscentos e oitenta e três dólares e noventa e quatro *cents*)

Fontana por sua vez efetuou, em 12 de julho de 2006, a compra de 18.000

(dezoito mil) ADRs da Perdigão na NYSE por um valor de USD 341.100,30 (trezentos e quarenta e um mil e cem dólares e trinta *cents*), em seu próprio nome e por meio da corretora HSBC Republic Bank Suisse, porém, em 21 de julho de 2006, sabendo da revogação da OPA, Fontana zerou sua posição antes da divulgação da revogação conseguindo um lucro de USD 139.114,50 (cento e trinta e nove mil, cento e quatorze dólares e cinquenta *cents*).

Murat efetuou duas operações, a primeira operação foi efetuada na mesma data em que participou de uma reunião na qual se tratou a viabilidade da OPA (07 de abril de 2006), na qual, em nome de uma empresa Offshore BRACKHILL INVESTMENTS INC, registrada nas ilhas Virgens Britânicas, por meio da corretora MERRYLL LINC; comprou 5.100 ADRs (cinco mil e cem) que representavam ações da Perdigão na NYSE, por USD 350.907,00 (trezentos e cinquenta mil, novecentos e sete dólares) resultando em um investimento de USD 69,20 (sessenta e nove dólares e vinte *cents*) por ação. A segunda operação foi efetuada em 29 de junho de 2006 pelos mesmos meios, mas desta vez foram adquiridas 30.600 (trinta mil e seiscentas) ADRs da Perdigão por um valor de USD 586.801,00 (quinhentos e oitenta e seis, oitocentos e um dólares). Em 21 de julho de 2006 o referido Diretor vendeu sua posição sem lucro, pois a Sadia havia revogado a OPA.

A CVM então consolidou as investigações e elaborou Termos de Acusação nos quais Murat e Fontana foram indicados como tendo infringido o previsto art.155, § 1 e § 4, da Lei nº 6.404/76.

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

§ 2º O administrador deve zelar para que a violação do disposto no § 1º não possa ocorrer através de subordinados ou terceiros de sua confiança.”
(Brasil, 1976)

Posteriormente, os referidos Termos de Acusação resultaram no PAS CVM nº SP2007/0117 e PAS CVM nº SP2007/0118. Ponzio, por sua vez, também foi indiciado em Termo de Acusação pelas mesmas infrações citadas acima resultando no PAS CVM nº SP2007/0119, porém, com base no instituído no item VII, do parágrafo 1º, da ICVM 607, este apresentou proposta de termo de compromisso.

Importante se faz conceituar que, segundo o disposto no art. 81 da referida

instrução, o termo de compromisso não importará confissão quanto à matéria de fato, nem em reconhecimento de ilicitude da conduta analisada, sendo a aceitação ou não de tal instrumento apenas uma discricionariedade da CVM que deverá analisar a proposta com base na oportunidade e conveniência, bem como com base no parecer da PFE sobre sua legalidade.

No caso de Ponzio então, tendo em vista que este já haveria sido retirado de seu cargo, entendeu-se que haveria possibilidade da aceitação de sua proposta, sendo então firmado o termo de compromisso no qual se definiu a obrigação de pagamento de indenização no valor de R\$ 238.000,00 (duzentos e trinta e oito mil reais), que, após ser cumprido, resultou no arquivamento do referido PAS CVM nº SP2007/0119. Todavia, os PASs CVM nº SP2007/0117 e CVM nº SP2007/0118, prosseguiram em tramitação resultando ambos nas seguintes condenações:

“Tendo em vista os fatores acima, e com fundamento no art. 11, IV da Lei nº 6.385/76, proponho a inabilitação do Acusado para o exercício do cargo de administrador e conselheiro fiscal de companhia aberta brasileira pelo prazo de 5 anos.” (CVM nº SP2007/0118, Brasil, 2008)

“Eu também acompanho as conclusões do voto do diretor-relator, com as ressalvas feitas pelos diretores Marcos Pinto e Sergio Weguelin e proclamo o resultado do julgamento, com a aplicação da penalidade de inabilitação temporária pelo prazo de cinco anos para o exercício do cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta ao acusado Romano Ancelmo Fontana Filho, por infração ao art. 155, § 1º, da Lei nº 6.404/76.” (CVM nº SP2007/0117, Brasil, 2008)

Ainda, vale ressaltar que os três acusados foram processados pela SEC, em relação às mesmas operações aqui destacadas, pela violação das regras, § 10 (b), regra 10b-5 e regra 14-e do *Securities Exchange Act*, de 1934. Tais processos resultaram na execução de um “*Consent Decree*” por cada acusado, que não seria uma penalidade, mas sim um acordo homologado em juízo, no qual as partes homologadas pelo acordo admitem a solução ali apresentada como justa. Conforme definição do *Black's Law Dictionary*:

“não se trata de uma sentença propriamente dita, mas é da natureza de um contrato ou acordo solene das partes, feito sob a sanção do tribunal, e na verdade uma admissão por elas de que o decreto é uma determinação justa dos seus direitos sobre os fatos reais do caso, se tais fatos tivessem sido provados. Ele vincula apenas as partes que consentiram, e não vincula o tribunal” (Minnessota, 1979)

Com a execução do *Consent Decree*, em troca da não persecução penal, Murat e Fontana foram proibidos permanentemente de violar as disposições legais americanas expostas mais acima. Ainda, Murat ficou proibido de atuar como diretor

ou administrador de qualquer companhia aberta registrada nos Estados Unidos e subordinada ao SEC, bem como foi obrigado à pagar USD 184.028,02 (cento e oitenta e quatro mil, vinte e oito dólares e dois *cents*) por sanções administrativas e USD 180.404,00 (cento e oitenta mil, quatrocentos e quatro dólares) por sanções de natureza civil. Já Fontana ficou inabilitado de exercer cargo de administrador de companhia aberta com ações negociadas no mercado norte americano por 5 anos, bem como foi obrigado à pagar indenização equivalente à quantia ganha no valor de USD 142.848,95 (cento e quarenta e dois mil, oitocentos e quarenta e oito dólares e noventa e cinco *cents*) e penalidade civil de 1,25 vezes o valor ganho no valor de USD 173.893,13 (cento e setenta e três mil, oitocentos e noventa e três dólares e treze *cents*) . Ponzio também executou um *Consent Decree* no qual se obrigou a não violar as disposições legais americanas expostas acima, bem como ao pagamento de USD 68.215,45 (sessenta e oito mil, duzentos e quinze dólares e quarenta e cinco *cents*) como indenização pelo ganho e USD 67.165,00 (sessenta e sete mil, cento e sessenta e cinco dólares) como penalidade civil, ainda, ficou proibido de se associar a qualquer *broker* ou *dealer* com atuação no mercado americano por um período de 3 anos.

Por conseguinte, em razão do exposto, entendendo a CVM que as ações descritas acima se enquadrariam no crime de *insider trading* previsto no art. 27-D da Lei 6.385/76, já conceituado neste trabalho, esta comunicou o Ministério Público, conforme exemplos abaixo retirados PAS CVM N° SP2007/0119 e PAS CVM N° SP2007/0117, respectivamente:

“22. Em razão da existência de indícios de infração ao disposto no artigo 27-D da Lei nº 6.385/76, passível de ação penal pública, foi encaminhada cópia dos autos ao Ministério Público. (fl. 881)” (PAS CVM N° SP2007/0119, Brasil, 2008)

“Em face da existência de indícios da prática de crime de ação penal pública tipificado no art. 27-D da Lei nº 6.385/76 2 , Uso Indevido de Informação Privilegiada, foi expedida comunicação ao Ministério Público, OFÍCIO/CVM/SGE/N° 514/07, de 02/07/07, após manifestação da área jurídica da CVM (fls.206/209), nos termos da Lei Complementar nº 105/01.” (PAS CVM N° SP2007/0117, Brasil, 2008)

Recebida a comunicação o Ministério Público procedeu com os procedimentos judiciais dando início à propositura da ação penal que resultou na condenação, conforme sentença do Juiz Marcelo Costenato Cavali, de Murat e Fontana pelo crime de *insider trading*, de tal modo que Murat ficou obrigado a pagar multa no valor de R\$ 349.711,38 (trezentos e quarenta e nove mil, setecentos e onze reais e trinta e oito centavos) e foi condenado à pena privativa de liberdade de 1 ano

e 9 meses de reclusão, em regime inicial aberto; ainda, Fontana ficou obrigado à pagar multa no valor de R\$ 374.940,52 (trezentos e setenta e quatro mil, novecentos e quarenta reais e cinquenta e dois centavos) e foi condenado à pena privativa de liberdade de 1 ano e 5 meses e 9 dias de reclusão, em regime inicial aberto. Sendo que, ambas as referidas condenações foram substituídas de penas privativa de liberdade por restritivas de direitos nas quais os acusados deveriam prestar serviços à comunidade ou à entidades públicas, definidos pelo Juízo da Execução Penal, e proibição do exercício do cargo de administrador e/ou conselho fiscal de companhia aberta, pelo prazo de cumprimento da respectiva pena.

Posteriormente, após apelação dos acusados, o Tribunal Regional Federal da 3ª Região, por meio de decisão proferida pelo desembargador Luiz de Lima Stefanini na Apelação Criminal Nº 0005123-26.2009.4.03.6181/SP (2009.61.81.005123-4/SP), afastou a preliminar acerca da incompetência absoluta da Justiça Federal, arguida na apelação, bem como negou provimento à apelação defensiva dando provimento parcial à apelação ministerial fato que resultou na majoração da pena de Murat para 2 (dois) anos, 06 (seis) meses e 10 (dez) dias de reclusão e a de Fontana para 02 (dois) anos e 01 (um) mês de reclusão, em regime aberto. Por fim, o Tribunal ainda decidiu que ambos às réus teriam cometido dano moral coletivo, fato pelo qual Murat foi obrigado à pagar o valor de R\$ 254.335,66 (duzentos e cinquenta e quatro mil, trezentos e trinta e cinco reais, e sessenta e seis centavos) e Fontana foi obrigado à pagar o valor de R\$ 305.036,36 (trezentos e cinco mil, trinta e seis reais, e trinta e seis centavos).

Importante apontar que houve suspensão condicional do processo em relação à Ponzio, esta que foi pleiteada pelo próprio Ministério Público após o recebimento das folhas de antecedentes e certidões criminais, com base no artigo 89, caput, da Lei nº 9.099/1995, conforme incluído na sentença da referida Apelação Criminal:

"Art. 89. Nos crimes em que a pena mínima cominada for igual ou inferior a um ano, abrangidas ou não por esta Lei, o Ministério Público, ao oferecer a denúncia, poderá propor a suspensão do processo, por dois a quatro anos, desde que o acusado não esteja sendo processado ou não tenha sido condenado por outro crime, presentes os demais requisitos que autorizariam a suspensão condicional da pena (art. 77 do Código Penal)." (Brasil, 1995)" (Brasil, 2013)

A proposta de suspensão condicional do processo foi aceita por Ponzio em 20 de abril de 2010, resultando no desmembramento do processo em relação a ele.

Discorrido todos os fatos sobre o caso, vale apontar que, tem em vista o foco

em uma análise mais ampla dos âmbitos nos quais o *insider trading* é julgado, não nos cabe fazer uma análise jurídica individual do caso adentrando em toda argumentação que levou à condenação, mas sim analisar se a condenação em si cumpriu com sua proposta no sentido de repreensão ao delito, bem como se, adicionada aos resultados dos demais casos, esta cumpre seu papel de prevenção contra infrações futuras. Tais análises serão feitas mais para frente, sendo que, o intuito agora é trazer mais casos e seus resultados jurídicos.

4.2 CASO JBS

O caso se trata da prática de *insider trading*, durante o período de 02 de março de 2017 à 17 de março de 2017, mediante negociação das ações da JBS S.A. ("JBS"), por Joesley Mendonça Batista então diretor-presidente da J&F Investimentos S.A. e Presidente da FB participações S.A. ("FB"), Controladora da JBS ("Joesley"); e Wesley Mendonça Batista, então diretor-presidente da JBS; fato que resultou na ação penal de nº 0006423-26.2017.403.6181 ("Ação Penal JBS").

Em 2017 Wesley e Joesley estavam sendo investigados em ao menos seis operações policiais, sendo que, por este motivo buscaram a Procuradoria Geral da República ("PGR") no intuito de firmarem acordo de colaboração premiada sendo este celebrado no dia 03 de maio de 2017 com a PGR, homologado pelo Supremo Tribunal Federal ("STF") em 11 de maio de 2017 e seu sigilo instituído em 18 de maio de 2017.

Como consequência do referido acordo, Joesley entregou à PGR diversas provas de práticas de crimes cometidos por autoridade públicas, especificamente integrantes do mais alto escalão da política nacional incluindo o então presidente Michel Miguel Elias Temer Lulia.

Já analisamos o conceito de informação privilegiada neste trabalho e não resta dúvida que, devido a gravidade das informações apresentadas e da profundidade com relação ao número de relacionados e sua respectiva importância para política brasileira, era privilegiada a informação sobre a entrega de tais provas e sua possível divulgação, pois esta teria plena capacidade de movimentar o mercado e de gerar vantagem.

Tal capacidade ficou comprovada quando, em 17 de maio de 2017, houve o

vazamento de alguns conteúdos entregues por Joesley, de tal forma que, segundo a Perícia Criminal Financeira acionada durante a investigação da Ação Penal JBS, o mercado foi afetado da seguinte forma:

“Em resumo, o vazamento da delação e de conteúdo de gravações na noite de 17/05 causaram no dia 18, dentre outros efeitos extremos, quedas do Ibovespa (8,8% - maior queda em 1 dia desde 2008) e da JBSS3 próxima a 10%, Petr4 de 15%, EWZ próximo a 16% e o dólar à vista teve alta de cerca de 9%, a maior em um dia desde a máxidesvalorização cambial de janeiro de 1999.” (Brasil, 2017)

Imagem 4 — Queda no preço das ações JBSS3 entre a abertura de mercado no dia 17 e o fechamento do dia 18 de maio de 2017



Fonte: <https://br.tradingview.com/chart/MPA4MPuu/>

Com base no exposto acima, sabendo do possível vazamento e das consequências deste, Joesley, em 31 de março de 2017, três dias após a assinatura do referido acordo, haveria determinado a venda de 200.000.000 (duzentas milhões) de ações da JBS por sua controladora FB, no valor total aproximado de dois bilhões

de reais. Posteriormente, Wesley teria determinado a recompra das ações pela JBS sendo as operações executadas nos dias 24, 25, 26 e 27 de abril de 2017, nessa linha a Ação Penal JBS traz a seguinte citação:

“Às vésperas do vazamento da delação pelo jornal O Globo, Joesley determinou a venda pela FB Participações – empresa pertencente aos irmãos e detentora de cerca de 40% da JBS — de 42 milhões de ações da JBS a 372 milhões de reais. A própria JBS, que tinha Wesley na presidência, passou então a recomprar esses papéis, de modo a amortizar as perdas com a inevitável desvalorização das ações no momento em que a delação fosse divulgada. (PAIVA, 2018b, p.1).” (Brasil, 2017)

Segundo a CVM, as operações de venda das ações da JBS pela FB, no mesmo período em que a própria JBS efetuava a recompra de suas ações expressaria uma combinação de operações resultando em condições artificiais de mercado, pois tal mix de operações teria como fim impedir uma queda significativa no valor das ações negociadas, sendo que, a JBS ao recomprar suas próprias ações aumentou a demanda e influenciou na cotação do preço dos papéis. Sobre o tema podemos trazer o relatório 10/2017/CVM/SMI/GMA-2, introduzido na Ação Penal JBS:

“A FB vendeu 42.266.100 ações, por R\$ 373.943.610,00, reduzindo sua participação na JBS de 44,35% para 42,80%. A despeito da manutenção de elevada participação na companhia o desinvestimento de 1,5% foi realizado em momento extremamente oportuno. Isso porque, considerando-se a desvalorização de até 37% na cotação do papel já mencionada neste relatório (parágrafo 13 acima), tem-se que os controladores da JBS, por intermédio da FB, evitaram uma potencial perda patrimonial da ordem de R\$ 138.359.135,70.” (Brasil, 2017)

Com base no exposto, os acusados teriam praticado o crime de *insider trading* por usarem informação privilegiada para executar negociações que evitaram uma perda financeira de quase R\$ 140.000.000,00 (cento e quarenta milhões de reais). Por conseguinte, as operações combinadas efetuadas pela JBS e a FB evidenciam também a ocorrência do crime de manipulação de mercado previsto no art. 27-C da Lei nº 6.385/76, já comentado neste trabalho.

Ainda, entre os dias 28 de abril de 2017 e 17 de maio de 2017, Wesley teria determinado a compra pela JBS de contratos futuros de dólar e contratos a termo de dólar totalizando uma posição comprada de USD 2.814.000.000 (dois bilhões e oitocentos e catorze milhões de dólares), fazendo uso de todos limites de crédito de que a empresa possuía junto à instituições financeiras e solicitando que seus funcionários solicitassem, em 17 de maio de 2017, um aumento dos limites de crédito existentes. Sobre o tema no decorrer do processo foi apresentado um laudo

da Perícia Criminal Financeira nº 421/17, citado na Ação Penal JBS, que traz o seguinte:

“Como cada contrato de dólar futuro representa uma operação de US\$ 50 mil (valor nacional), a empresa elevou sua posição comprada de US\$ 92,5 milhões em 16/05 (1.850 contratos) para US\$ 474 milhões (9.480 contratos) no dia seguinte, um acréscimo de 412%.

Portanto, apenas em 17/05 a empresa adicionou US\$ 381,5 milhões em sua posição de dólar futuro, comprando contratos por cerca R\$ 311 por dólar, para vencimento em 15 dias. (fls. 120).

Paralelamente a atuação nos contratos futuros de dólar em Bolsa acima descritos, a empresa também realizou operações, dentro de sua estratégia, no mercado de balcão organizado de contratos a termo de dólar sem entrega física, denominados NDFs (Non deliverable forwards). [...]

Em 17/05 foi registrada uma compra de NDF pela JBS no valor de US\$ 370 milhões com vencimento em 01/06/17 (a mesma data dos contratos futuros adquiridos em Bolsa) com taxa futura ajustada de R\$3,134. (fls. 120)

Ou seja, apenas no dia 17/05/17, horas antes do vazamento da colaboração premiada, a empresa elevou sua posição comprada via derivativos cambiais em US\$ 751,5 milhões, sendo US\$ 370 milhões via contrato de balcão organizado e US\$ 381,5 milhões em derivativos de Bolsa”. (fls. 120)

*A estratégia de hedge cambial utilizada pela JBS no mês de maio de 2017 foi bastante superior àquela observada a partir de maio de 2016, uma vez que desde então a companhia nunca havia mantido posição líquida, comprada ou vendida, superior a US\$50 milhões”. (fls. 124)” (Brasil, 2017)

Imagem 5 — Gap de abertura com supervalorização do contrato de dólar futuro, entre o dia 17 de maio de 2017 e o dia 18 de maio de 2017



Fonte: <https://br.tradingview.com/chart/MPA4MPuu/>

Tal operação realizada com dólar teria gerado um lucro de R\$ 99.791.694,00 (noventa e nove milhões, setecentos e noventa e um mil, seiscentos e noventa e quatro reais) por causa da valorização do dólar no dia 18 de maio de 2017. Sobre o tema trazemos a citação de Paiva, incluída na fundamentação da Ação Penal JBS:

“Além disso, um dia antes da publicação da notícia, em 17 de maio, a JBS negociou a compra de 474 milhões de dólares. No dia seguinte, a moeda americana disparou. De acordo com o Ministério Público Federal (MPF), essas operações geraram ganhos expressivos para os irmãos Batista, além de evitar que perdessem 100 milhões de dólares com a desvalorização cambial (PAIVA, 2018b, p.1)” (Brasil, 2017)

Por conta do exposto acima, a CVM instaurou três procedimentos administrativos sancionadores o PAS 5390/2017, PAS 5388/2017 e PAS 1225/2018 os quais traz a responsabilização de Wesley e Joesley conforme abaixo.

No PAS 5390/2017 a CVM propôs a responsabilização da J&F Investimentos S.A. (sucessora da FB) (“J&F”) por: (i) negociar ações da JBS munida de informação privilegiada, o que feriria o dever de lealdade do controlador infringindo o art. 116, § único, da Lei 6.404 e o art. 13, caput, da instrução CVM 358/02 (“ICVM 358”); (ii) negociar ações da JBS em período que estava vedada para negociação usando-se do programa de recompra de ações para tal, fato que feriria o dever de lealdade do controlador infringindo o art. 116, § único, da Lei 6.404/76 e o art. 13, §3º, II, da ICVM 358; (iii) abusar do poder de controle vendendo valores mobiliários da JBS beneficiando a si próprio como acionista e ferindo o art. 117, caput, da Lei 6.404/76 c/c o art. 1º, XIII, da Instrução CVM 323/00; e (iv) manipular os preços mantendo de forma dolosa a cotação das ações da JBS ferindo então o item I, na forma da letra “b”, item II, da Instrução CVM 8/79 (“ICVM 8”). Por conseguinte, foi proposta a responsabilização individual de Wesley, como membro do conselho de administração da FB, por: (i) concorrer na manipulação de preços que manteve de forma dolosa a cotação das ações da JBS infringindo o item I, na forma da letra “b”, item II, da ICVM 8; (ii) violar o dever de lealdade participando da referida manipulação de preços das ações da JBS beneficiando sua controladora, a qual é acionista, assim ferindo o §1º do art. 155 da Lei 6.404/76; e (iii) violar o previsto no art. 13 da ICVM 358 comprando ações da JBS em nome desta, em posse de informação privilegiada. Por fim, o PAS em pauta propôs a responsabilização de Joesley por: (i) comandar a venda das ações da JBS pela FB, em posse de informação privilegiada fato que feriria o art. 155, §1º, da Lei 6.404/76, e o art. 13, caput, da ICVM 358; e (ii) concorrer na manipulação de preços que manteve de forma dolosa a cotação das ações da JBS infringindo o item I, na forma da letra “b”, item II, da ICVM 8.

O referido processo está sem tramitação desde 27 de setembro de 2018 e se encontra no Comitê de Termo de Compromisso sob a responsabilidade do Diretor Henrique Machado:

Figura 1 — Print - Site CVM Informações sobre o PAS nº 5390/2017

PROC. SANCIONADOR CVM Nº 19957.005390/2017-00 (5390/2017) - EM ANDAMENTO			
DADOS DAS ÚLTIMAS MOVIMENTAÇÕES DO PROCESSO			
DATA	SUBFASE	LOCAL	
27/09/2018		Diretor Henrique Machado	
25/09/2018	Com Relator para apreciação de defesas		
19/06/2018	No Comitê de Termo de Compromisso		
FASE ATUAL	SUBFASE ATUAL	DATA DA ÚLTIMA MUDANÇA DE FASE/SUBFASE	
EM ANDAMENTO	Com Relator para apreciação de defesas	27/09/2018 14:00:00	
LOCAL ATUAL	DATA DA ÚLTIMA MOVIMENTAÇÃO DE LOCAL		
Diretor Henrique Machado	27/09/2018 14:33:04		
INFORMAÇÕES DO PROCESSO			
Numero	19957.005390/2017-00 (5390/2017)		
Assunto/Objeto	Apuração de eventual uso de informação privilegiada em negócios da FB Participações S.A. com ações de emissão da JBS S.A. e de aquisição de ações de sua emissão, pela própria companhia, entre fevereiro e maio de 2017		
Data de abertura	30/05/2017		
Data do Rel. Com. Inquérito			
Encarregado da Instrução do Processo	GPS-3		
ACUSADOS NO PROCESSO			
ACUSADO(S)	SITUAÇÃO DO ACUSADO NO PROCESSO	DATA	
FB PARTICIPAÇÕES S.A.	Apresentou proposta de TC	03/05/2018	
JOESLEY MENDONÇA BATISTA	Apresentou proposta de TC	03/05/2018	
WESLEY MENDONÇA BATISTA	Apresentou proposta de TC	03/05/2018	
Total de acusado(s) encontrado(s): 3			

Fonte: https://sistemas.cvm.gov.br/asp/cvmwww/inqueritos/DetPasAndamento.asp?sg_uf=IA&Ano=2017&NumProc=5390

No PAS 5388/2017, a CVM propôs a responsabilização da JBS, Eldorado Celulose S.A. ("Eldorado") e Seara Alimentos Ltda. ("Seara") por terem se beneficiado das operações não equitativas de uso de informação privilegiada e manipulação de mercado, assim, violando a ICVM 8, item II, letra "d". Ainda, o referido PAS visa responsabilizar Wesley por ter ordenado a compra, pela Seara, JBS e Eldorado, de derivativos de dólar munido de informações privilegiadas, infringindo assim à ICVM 8, item II, letra "d".

Assim como o PAS 5390/2017, o PAS 5388/2017 também está sem tramitação desde 27 de setembro de 2018 e se encontra no Comitê de Termo de Compromisso sob a responsabilidade do Diretor Henrique Machado:

Figura 2 — Print - Site CVM Informações sobre o PAS nº 5388/2017

PROC. SANCIONADOR CVM Nº 19957.005388/2017-11 (5388/2017) - EM ANDAMENTO			
DADOS DAS ÚLTIMAS MOVIMENTAÇÕES DO PROCESSO			
DATA	SUBFASE	LOCAL	
27/09/2018		Diretor Henrique Machado	
25/09/2018	Com Relator para apreciação de defesas		
19/06/2018	No Comitê de Termo de Compromisso		
FASE ATUAL	SUBFASE ATUAL	DATA DA ÚLTIMA MUDANÇA DE FASE/SUBFASE	
EM ANDAMENTO	Com Relator para apreciação de defesas	25/09/2018 14:00:00	
LOCAL ATUAL	DATA DA ÚLTIMA MOVIMENTAÇÃO DE LOCAL		
Diretor Henrique Machado	27/09/2018 14:31:41		
INFORMAÇÕES DO PROCESSO			
Numero	19957.005388/2017-11 (5388/2017)		
Assunto/Objeto	Apuração de eventual uso de informação privilegiada por parte da JBS S.A. em negócios com contratos de dólar futuro, nos mercados de bolsa e balcão regulados pela CVM, em abril e maio de 2017. Foi anexado ao presente processo o Inquérito Administrativo 19957.005689/2017-01, aberto para analisar a atuação da Eldorado Brasil Celulose S.A. e da Seara Alimentos Ltda. em negociações com contratos de derivativos cambiais em mercados de bolsa e balcão organizado regulados pela CVM, em maio de 2017.		
Data de abertura	30/05/2017		
Data do Rel. Com. Inquérito			
Encarregado da Instrução do Processo	GPS-3		
ACUSADOS NO PROCESSO			
ACUSADO(S)	SITUAÇÃO DO ACUSADO NO PROCESSO	DATA	
ELDORADO BRASIL CELULOSE S.A.	Apresentou proposta de TC	24/05/2018	
JBS SA	Apresentou proposta de TC	24/05/2018	
SEARA ALIMENTOS LTDA.	Apresentou proposta de TC	24/05/2018	
WESLEY MENDONÇA BATISTA	Apresentou proposta de TC	24/05/2018	
Total de acusado(s) encontrado(s): 4			

Fonte: https://sistemas.cvm.gov.br/asp/cvmwww/inqueritos/DetPasAndamento.asp?sg_uf=IA&Ano=2017&NumProc=5388

Segundo a CVM, os acusados indicados acima apresentaram então uma

proposta de termo de compromisso que estaria vinculada à ambos os processos, sendo que, em tal proposta trazia o comprometimento de pagamento de R\$ 184.540.011,00 (cento e oitenta e quatro milhões, quinhentos e quarenta mil e onze reais) dividido da seguinte maneira, conforme site da CVM:

- “(i) Eldorado - pagamento de R\$ 84.900.000,00 (oitenta e quatro milhões e novecentos mil reais) referente ao PAS 5388/2017;
- (ii) JBS - pagamento de R\$ 29.939.355,00 (vinte e nove milhões, novecentos e trinta e nove mil, trezentos e cinquenta e cinco reais) referente ao PAS 5388/2017;
- (iii) Seara - pagamento de R\$ 5.197.890,00 (cinco milhões, cento e noventa e sete mil, oitocentos e noventa reais) referente ao PAS 5388/2017;
- (iv) J&F Investimentos S.A. - pagamento de R\$ 46.802.766,00 (quarenta e seis milhões, oitocentos e dois mil, setecentos e sessenta e seis reais) referente ao PAS 5390/2017;
- (v) Wesley Mendonça Batista - pagamento no valor total de R\$ 10.300.000,00 (dez milhões e trezentos mil reais), sendo o valor individual de R\$ 5.000.000,00 (cinco milhões de reais) referente aos PAS 5388/2017 e 5390/2017, e R\$ 300.000,00 (trezentos mil reais) referente ao IA 1225/2018;
- (vi) Joesley Mendonça Batista - pagamento no valor total de R\$ 5.300.000,00 (cinco milhões e trezentos mil reais), sendo R\$ 5.000.000,00 (cinco milhões de reais) referente ao PAS 5390/2017, e R\$ 300.000,00 (trezentos mil reais) referente ao IA 1225/2018; e
- (vii) José Batista Sobrinho, Humberto Junqueira de Farias, Marcus Vinicius Pratini de Moraes, Carlos Alberto Caser, João Carlos Ferraz, Marcio Percival Alves Pinto e Tarek Mohamed Noshy Nasr Mohamed Farahat - pagamento no valor individual de R\$ 300.000,00 (trezentos mil reais), totalizando R\$ 2.100.000,00 (dois milhões e cem mil reais), referentes ao IA 1225/2018.” (CVM, 2018)

Como já indicado anteriormente, qualquer proposta de Termo de Compromisso deve ser apreciada pela PFE e esta conclui que seria impossível celebrar o termo pelo:

“não cumprimento do requisito previsto no art. 7º, II, da Deliberação CVM n.º 390/01, haja vista que as propostas formuladas se encontram em dissonância com os valores apontados no Relatório n.º 1/2017-CVM/SPS/GPS-3 e Relatório n.º 2/2017-CVM/SPS/GPS-3 obtidos a título de vantagem econômica ou perda evitada em decorrência do ilícito, sendo certo que a discussão das premissas adotadas pela acusação constitui matéria de defesa, a ser deduzida em fase processual pertinente”. (CVM, 2018)

Ainda, a PFE declarou que a proposta estava abaixo do usual, de três vezes o valor da vantagem ilícita, para crimes de *insider trading*, bem como que as práticas ilícitas eram de extrema gravidade, havendo indícios de crime previstos no art. 27-C e 27-D da Lei 6.385/76, de tal forma que caberia uma análise pelo Comitê de Termo de Compromisso (“Comitê”) sobre a conveniência e oportunidade de tal acordo.

Encaminhada proposta ao Comitê, este decidiu pela recomendação de

rejeição da proposta pelo colegiado pelo entendimento que o caso não se enquadraria na possibilidade de celebração de Termo de Compromisso e com base os seguintes argumentos, conforme site da CVM:

"(i) "da gravidade das condutas irregulares que teriam sido adotadas pelos proponentes e do dolo a elas inerente"; e (ii) "dos impactos proporcionados pelos casos em tela, que transcenderam o âmbito do mercado de capitais." (CVM, 2018)

Por fim, o Colegiado decidiu pela rejeição do Termo de Compromisso sendo tal decisão, conforme indicado acima, a ultima tramitação e estando os processos parados desde então. Apesar da acertada decisão da CVM, em negar o Termo de Compromisso proposto, demonstrar a preocupação do órgão em manter a rigidez em suas decisões e prezar pela punição adequada ao delito; é um tanto quanto preocupante a demora no encerramento do processo. O mercado de capitais evolui rapidamente e novos casos surgem, sendo assim, a celeridade é uma obrigação à CVM, não podendo manter um processo sem tramitação por 3 anos e seus acusados sem a devida condenação.

No âmbito penal, os fatos resultaram na denúncia pelo MPF, originando os autos da Ação Penal JBS, no qual esta faz o pedido de prisão preventiva dos acusados. Com a aceitação do pedido de prisão preventiva, o mandado de prisão foi expedido em setembro de 2017 e foi conduzido em operação que prendeu apenas Wesley, pois Joesley já estava preso por conta da operação Lava-Jato. Em fevereiro de 2018, após análise do Habeas Corpus nº 422.113 e nº 422.122, a Sexta Turma do STJ decidiu pela substituição da prisão preventiva por medidas cautelares previstas no art. 319 do Código de Processo Penal, sendo determinado que ambos estariam:

- a) obrigados à comparecer em Juízo, para todos os atos designados pelo Juízo competente, e de manter atualizado o endereço no qual poderá receber intimações;
- b) proibidos de se aproximar e manter contato pessoal, telefônico ou por meio eletrônico ou virtual com os outros réus, testemunhas arroladas pela defesa e pela acusação, ou pessoas que possam interferir na produção probatória da referida ação penal;
- c) proibidos de participar, diretamente ou por interposta pessoa, de operações no mercado financeiro, e de ocupar cargos ou funções nas pessoas jurídicas que compõem o grupo de empresas envolvidas nas ilicitudes objeto da referida ação penal;
- d) proibidos de ausentar-se do Brasil, salvo autorização expressa do juízo competente; e e) monitoração eletrônica.

Em 10 de maio de 2019 o Juiz Federal Substituto, Diego Paes Moreira, da Sexta Vara Criminal Federal Especializada em Crimes contra o Sistema Financeiro

Nacional e em Lavagem de Valores aceitou denúncia do MPF contra Wesley. Tal denúncia também trazia acusação de prática de *insider trading* indicando que Wesley, se valendo da informação sobre as provas apresentadas por conta do acordo de delação tratado mais acima, teria determinado a compra, em 10 e 16 de maio de 2017, de USD 25.000.000,00 (vinte e cinco milhões de dólares) pela empresa Seara, da qual era diretor, obtendo um lucro de aproximadamente R\$ 4.716.800,00 (quatro milhões, setecentos e dezesseis mil e oitocentos reais); bem como a compra, em 09 e 16 de maio de 2017, de USD 280.000,00 (duzentos e oitenta milhões de dólares americanos) pela Eldorado, da qual também era diretor, obtendo um lucro de aproximadamente R\$ 64.692.160,00 (sessenta e quatro milhões, seiscentos e noventa e dois mil, cento e sessenta reais). Ambas as compras foram efetuadas posteriormente à celebração do acordo de delação premiada, mas anteriormente ao vazamento das informações relevantes.

Em 27 de março de 2020, o STJ, ao analisar o HC nº 120.261 afastou uma das cautelares instituídas no HC nº 422.113 podendo então Joesley participar, diretamente ou por interposta pessoa, de operações no mercado financeiro, e de ocupar cargos ou funções nas pessoas jurídicas que compõem o grupo de empresas envolvidas nas ilicitudes objeto da ação penal à que ele responde, ainda, os efeitos de tal decisão foram estendidos à Wesley, sendo assim, ambos os irmãos puderam voltar à comandar suas empresas.

Todos os referidos processos ainda estão em andamento, sendo que não houve nenhuma condenação criminal a respeito das suspeitas da ocorrência do uso de informações privilegiadas. Importante se faz salientar que o crime de *insider trading* possui uma pena abstrata de no máximo cinco anos, fato que nos faz concluir que o prazo prescricional do respectivo crime seria de 12 anos, conforme art. 109 do Código Penal, assim, tendo em vista que já se passaram 4 anos, com a celeridade de nosso judiciário não é difícil prever uma possível prescrição.

4.3 OUTROS CASOS

Ainda, para gerar mais embasamento teórico à nosso trabalho, se faz necessário um breve relato de outros casos ocorridos no Brasil e seus resultados.

4.3.1 CASO EIKE BATISTA

O caso se trata da condenação, por crime de *insider trading* e de manipulação

de mercado, de Eike Fuhrken Batista ("Eike") na condição de acionista controlador da OSX Construção Naval S.A. ("OSX") e da OGX Petróleo e Gás Participações S.A. ("OGX")

O MPF ofereceu a denúncia, que originou o processo 0042650-05.2014.4.02.5101, contra Eike apontando que este, como presidente do Conselho de Administração da OSX, havia participado de uma reunião realizada em 15 de abril de 2013 que tratou sobre o novo plano de negócios da companhia, sendo este um fato relevante, e que posteriormente, em 19 abril de 2013, Eike teria vendido mais de 9.910.000 (nove milhões, novecentos e onze mil) ações da OSX a um preço de R\$ 3,40 (três reais e quarenta centavos) cada. O fato relevante foi divulgado apenas em 20 de maio de 2013, fazendo com que o preço das ações da OSX fosse para R\$ 2,50 (dois reais e cinquenta centavos), ou seja, com a referida operação Eike teria evitado uma perda de R\$ 10.506.614,00 (dez milhões, quinhentos e seis mil e seiscentos e quatorze reais), configurando o crime de *insider trading*. Ainda, o novo plano de negócios citado definiu que a plataforma FPSO OSX-2, que seria destinada à produção de petróleo em quatro campos, não viria para o Brasil, pois não haveria viabilidade econômica para exploração dos referidos campos, sendo que, mesmo Eike sabendo desta informação, continuou lançando perspectivas otimistas ao mercado enquanto vendias suas ações da OGX (entre 24 de maio de 2013 a 10 de junho de 2013) e da OSX (em 19 de abril de 2013), fato este que configuraria uma clara tentativa de manipulação de mercado.

Pelos fatos expostos, Eike foi condenado pela juíza Rosália Monteiro Figueira da 3ª Vara Federal Criminal do Rio de Janeiro, à 8 anos e 7 meses de reclusão, iniciando-se em regime fechado, bem como ao pagamento de multa de R\$ 82.829.345,52 ("oitenta e dois milhões, oitocentos e vinte e nove mil, trezentos e quarenta e cinco reais e cinquenta e dois centavos) à título de reparação de danos. Em 20 de fevereiro de 2020, foi dada entrada ao recurso de apelação que remeteu o processo ao Tribunal Regional Federal da 2ª Região, sendo assim, ainda não foi iniciada o cumprimento da pena, pois esta só deve iniciar após trânsito em julgado em 2ª instância.

Por conseguinte, a CVM instaurou o PAS nº RJ2013/13172 no qual Eike foi condenado a pagar uma multa no valor de R\$ 21.013.228,00 (vinte e um milhões, treze mil e duzentos e vinte e oito reais) por infringir o art. 155, §1º, da Lei nº 6.404/76, combinado com o art. 13 da Instrução CVM nº 358/2002.

4.3.2 CASO MUNDIAL S.A.

De 06 de abril 2011 até 08 de julho de 2011, as ações da Mundial S.A. (“Mundial”) subiram aproximadamente 3.000% para caírem aproximadamente 87% entre 20 de julho de 2011 e 22 de julho de 2011. Salomão levanta a pressuposição de que tal fato se deu através de um esforço de marketing da empresa com promessas de melhorias, parcerias com investidores internacionais, migração para o Novo Mercado etc.. Ainda, o referido relata:

“Um detalhe que o gráfico acima não mostra mas eu lembro muito bem no fatídico dia 22 de julho (dia que a ação caiu 76%) é o desespero de quem estava comprado e não conseguia vender os papéis. Por causa da enxurrada de vendedores querendo se livrar de MNDL3, a bolsa congelou os negócios com o papel e eles só foram negociados em “três instantes” diferentes do dia – um durante a manhã, outro de tarde e outro no fechamento. A ação não conseguiu ficar 1 minuto inteiro sendo negociada naquele dia, era “abriu, despencou, congelou”. Mesmo quem queria vender ou tinha um “stop loss” na operação não conseguiu evitar o pior.” (Salomão, 2021, p.1)

Figura 3 — Crescimento e queda nos preços das ações MNDL3, de 06 de abril de 2011 a 22 de julho de 2011



Fonte: <https://br.tradingview.com/chart/MPA4MPuu/>

Em 04 de dezembro de 2012, 7ª Vara Federal de Porto Alegre recebeu a denúncia do MPF, que levou ao julgamento, pelo juiz federal Guilherme Beltrame, da ação penal nº 5067096.18.2012.4.04.7100/RS ("Ação Penal Mundial"), pauta deste caso; na qual este acusava Rafael Ferri ("Rafael") e Michael Lenn Ceitlin ("Michael") de supostamente terem utilizados, entre 13 de dezembro de 2010 e 26 de julho de 2011, informações privilegiadas para obter vantagem indevida mediante a

negociação de valores mobiliários; bem como estes dois e mais oito pessoas, executivos da Mundial e investidores, de terem negociado visando a manipulação de mercado.

Se baseando nos dados obtidos pela CVM no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2012/11.002 (“PAS nº RJ2012/11.002”), a denúncia do MPF indicava que as ações da Mundial historicamente sempre tiveram um padrão de liquidez baixo, porém, a partir de 30 de maio de 2011, a liquidez começou a aumentar de maneira atípica colocando o preço das ações em uma super espiral de alta. Questionados pela CMV, os executivos da empresa informaram que tal espiral se daria possivelmente pelo anúncio de que a empresa migraria para o Novo Mercado. Ainda, a denúncia apontou que segundo Informação Técnica nº 043/2012-SETEC/SR/DPF/RS, o patrimônio líquido da Mundial havia triplicado em menos de oito meses, chegando à R\$ 1,7 bilhão em 19 de julho de 2011; sendo que o ponto central da acusação seria que Rafael, como assessor de investimentos, haveria indicado para seus clientes mais próximos a compra das ações da Mundial visando o aumento de liquidez e, conseqüentemente, do preço. Foi apontado que Rafael teria movimentado, entre 10 de maio de 2010 a 30 de março de 2011, 140.508.500 (cento e quarenta milhões, quinhentas e oito mil e quinhentas) ações preferências da Mundial, número este que representaria 102% do total de ações desta espécie emitidas pela empresa, ainda, entre 30 de maio de 2011 e 26 de julho de 2011, Rafael teria realizado 135.107 (cento e trinta e cinco mil, cento e sete) negócios com ações da Mundial, resultando em uma média de 3 mil negócios por pregão. A acusação também indicou que em 20 de dezembro de 2010, Rafael teria adquirido a termo 18 milhões de ações preferenciais da Mundial, fazendo com que o preço da ação fosse de R\$ 1,68 (um real e sessenta e oito centavos) para R\$ 1,80 (um real e oitenta centavos), usando posteriormente os recursos de seus clientes para barrar operações que atuassem na ponta vendedora e pudessem diminuir o preço das ações. Interessante se faz incluir uma citação ao que foi dito por uma testemunha no andamento da Ação Penal Mundial, na qual esta indica que “era público e notório que FERRI divulgava no meio social ser o "dono" do papel, e que não deixaria a cotação cair.” (Brasil, 2016)

Se valendo das informações obtidas no Termo de Acusação do PAS indicado acima, o MPF apresentou que a estratégia de compra de Rafael seria a compra de lotes pequenos de ações, sempre alternando entre compras em seu nome e de seus clientes. Em continuação, em 31 de maio de 2011, após outra assessora de investimentos, Lissandra Montanari, recomendar a vendas das ações da Mundial,

Rafael teria alterado sua estratégia e passou a compra superlotes de ações no intuito de impedir a queda dos preços das ações da Mundial. Posteriormente, em 09 de junho de 2011, começou o último ciclo de alta das ações da Mundial, tendo Rafael registrado, em 10 de junho de 2011, 13.830 (treze mil, oitocentas e trinta) operações, número este que correspondeu à 50,3% das operações do dia. Pela baixa liquidez da ação e baixo volume de negócios, um repentino aumento nas negociações e na liquidez das ações da Mundial associados a fatores como aumento da exposição da companhia na mídia, chamam atenção. Interessante trazer à citação à outro testemunho, incluído na Ação Penal Mundial, o qual trata das consequências das operações relatadas:

“Nesse sentido o testemunho de Fernando Pisa, em Juízo, que disse que ativos de baixa liquidez, quando passam a ter maior número de transações de compra e venda, chamam a atenção do mercado, pois vários "players" operam avaliando volume de negócios. Conforme a testemunha, o simples movimento especulativo pode chamar a atenção e gerar a alta (e. 835, VIDEO6 e 7).” (Brasil, 2016)

Ainda, em seus memoriais, incluídos e citados na referida ação penal, a CVM trouxe que:

"a negociação com lotes mínimos, por si só, não é ilícita. Contudo, é inegável que, em algumas situações, tal como a que se constatou no caso da Mundial, ela sem dúvidas favorece a ocorrência de manipulação, notadamente quando levada a efeito da forma como Rafael Ferri realizava, inclusive em conjunto com outras estratégias manipulativas." "Como está comprovado nos autos, Rafael Ferri e sua equipe realizaram diversas operações day trade, muitas delas de pequenos lotes e com preços progressivamente superiores, além de transações nos mercados à vista e a termo (...)." (e. 1054, fl. 23, grifos no original)." (Brasil, 2016)

Adicionalmente, as ações preferências da Mundial subiram 27% apenas no dia 11 de julho de 2011, supostamente como resultado das negociações agressivas de day trade realizadas por Rafael, que no referido dia teria realizado 7.773 (sete mil, setecentas e setenta e três) operações de compra, o que representou 13% de todas as operações do dia. Foi exposto que a partir de 20 de julho de 2011, as ações da Mundial começaram a sofrer grande queda, tentando Rafael supostamente atuar na compra com o intuito de segurar os preços, porém, ao perceber que seria impossível, este começou a também atuar na venda e zerou todas as posições em 25 de julho de 2011. Segundo o Termo de Acusação do PAS nº RJ-2012/11.002, citado na Ação Penal Mundial, a CVM concluiu que a junção da disseminação de informações favoráveis ao mercado, a sonegação de informações estratégicas e a realização de operações combinadas caracterizariam uma manipulação de mercado chamada de *pump and dump*:

“Segundo o Termo de Acusação, o *"pump and dump"* caracteriza-se como a prática em que são realizadas inúmeras operações de compra de um mesmo ativo para fazer subir o preço, normalmente em conjunto com a disseminação de informações positivas acerca da sociedade emissora, com a intenção de aumentar o efeito dos negócios de compra do papel, gerando assim maior interesse dos demais investidores e agentes do mercado. Quando o ativo atinge determinado patamar de valorização, ocorre a alienação em bloco que, associada à interrupção da manipulação, faz o preço despencar.” (Brasil, 2016)

Resumindo então o exposto acima, com base no disposto na referida ação penal, a partir de 2010 os acusados começaram a comprar ações da Mundial em uma quantidade que os permitiria realizar negociações artificiais. A partir de janeiro de 2011, como resultado de notícias de imprensa, fatos relevantes e contatos com corretoras e instituições financeiras, propiciados pelo contato entre Michael e a jornalista Ana Borges (contato supostamente providenciado por Rafael), bem como pelo alto número de negociações de compra executadas por Rafael; as ações da Mundial saltaram de preço, visando os acusados, então, a entrada da referida ação no IBOVESPA, fato que faria os preços estourarem. Posteriormente, após o mercado perceber que as informações divulgadas não condiziam com a realidade, os preços das ações despencaram e os acusados zeraram suas posições.

Ainda, o MPF acusou Rafael e Michael de *insider trading*, pois Michael teria informado Rafael sobre o estado das demonstrações financeiras da Mundial e sobre a redução de dívidas fiscais da companhia, antes que tais fatos relevantes fossem divulgados. Rafael, em posse desta informação, teria então realizado operações de aquisição de ações a termo a partir de 13 de dezembro de 2010, sendo que, as demonstrações financeiras apenas foram divulgadas em 17 de dezembro de 2010 e o fato relevante sobre a diminuição de dívidas fiscais em 14 fevereiro de 2011. O MPF apresentou um diálogo ocorrido em 02 de dezembro de 2010, no qual Rafael expõe que já sabia da informação, bem como que tinha ciência de que esta apenas seria divulgada posteriormente.

Em primeira instância Rafael foi condenado, pelos crimes de manipulação de mercado e *insider trading*, à prestação de serviços à comunidade ou a entidades públicas e por prestação pecuniária de 50 salários mínimos; ainda, Rafael foi condenado a pagar uma multa no valor de R\$ 1.550.000 (um milhão, quinhentos e cinquenta mil reais), referentes ao crime de *insider trading*, e outra no valor de R\$ 2.328.382,00 (dois milhões, trezentos e vinte e oito mil, trezentos e oitenta e dois reais), referente ao crime de manipulação de mercado. Já Michael foi condenado, pelos mesmos crimes que Rafael, à prestação de serviços à comunidade ou a

entidades públicas e por prestação pecuniária de 50 salários mínimos; ainda, Michael foi condenado à pagar multa no valor de R\$ 4.250.000 (quatro milhões, duzentos e cinquenta mil reais) pelo crime de manipulação de mercado e outra no valor de R\$ 1.550.000 (um milhão, quinhentos e cinquenta mil reais), referentes ao crime de *insider trading*.

Em 17 de dezembro de 2019, a 7ª Turma Regional Federal da 4ª Região decidiu pela absolvição de ambos os réus pelo crime de *insider trading* considerando que:

“não foi comprovada, acima de dúvida razoável, a relação de proximidade entre os réus, na qual se baseou a acusação, já que os poucos contatos havidos entre ambos não revelaram indicativos da existência de uma ligação mais estreita, tampouco denotaram qualquer ajuste destinado à consecução do fim criminoso. Não há prova de que se comunicavam por telefone. Não foram noticiadas reuniões frequentes e os e-mails constantes nos autos são de teor conciso e conteúdo sumário, sem qualquer sinal de intimidade ou de acordo de vontades entre os réus.” (Brasil, 2019)

Por fim, apenas Michael foi absolvido pelo crime de manipulação de mercado, sendo cindido o feito em relação à Rafael e remetido à origem para exame de eventual proposta de suspensão criminal do processo.

5 DA INEFETIVIDADE DA SANÇÃO PENAL E A NECESSIDADE DE SUA EXISTÊNCIA.

5.1 DADOS E ESTATÍSTICAS SOBRE OS CRIMES DE INSIDER TRADING E SEUS RESULTADOS PENAIS.

5.1.1 DADOS DE CONDENAÇÕES POR VIAS ADMINISTRATIVAS

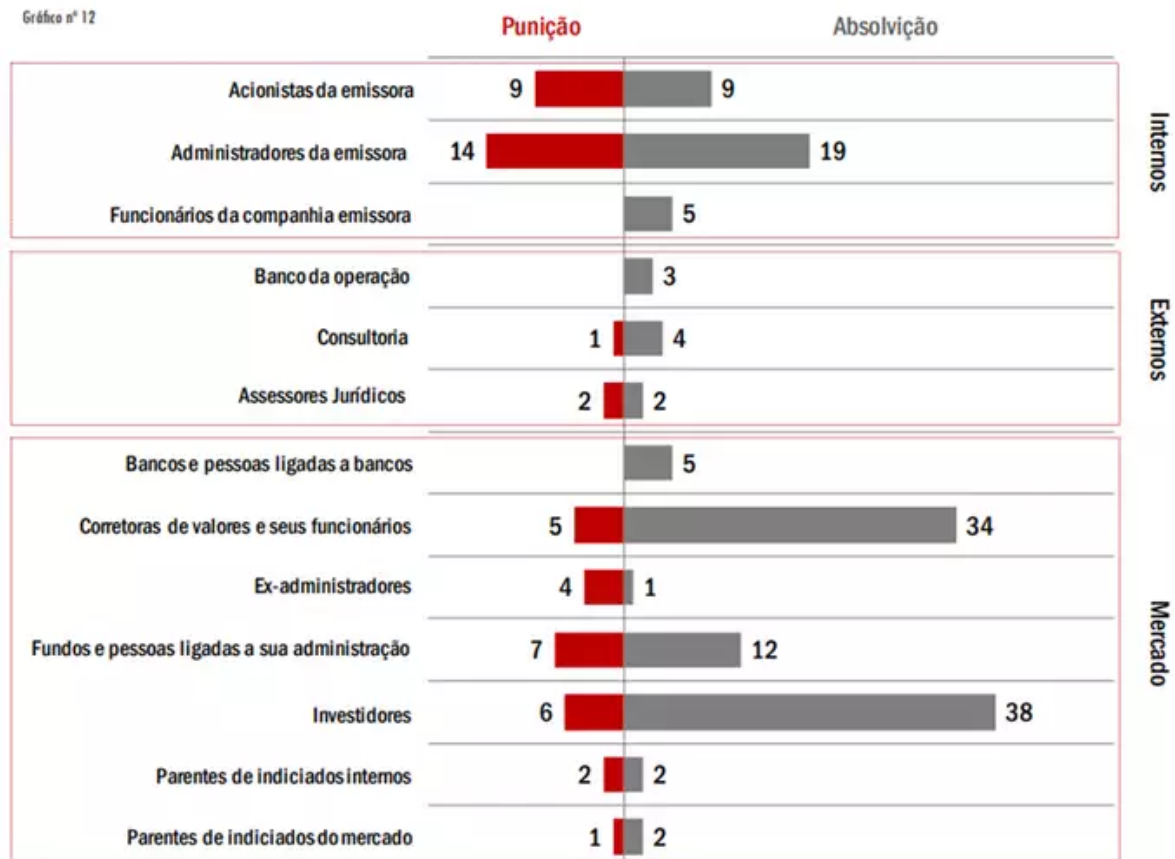
Os dados apresentados abaixo foram retirados do estudo “Radiografia de *insider trading* na CVM (2002-2014) feito, em fevereiro de 2015, por Viviane Muller Prado, coordenadora do Núcleo de Estudos em Mercados e Investimentos da FGV, e Renato Vilela. Importante ressaltar a relevância de se entender o como tem se dado as punições em âmbito administrativo, pois tais informações são pilares para o entendimento sobre a necessidade de uma punição penal ao crime.

Segundo o estudo, entre 2002 e 2014, 187 pessoas foram indiciadas pelo crime de *insider trading*, sendo que destas 51 foram punidas e 136 absolvidas. Ainda é apontado que a CVM tem o padrão investigativo de incluir vários indiciados no polo passivo de cada processo, sendo que, ao longo dos anos foram 40 processos administrativos dos quais, 17 resultaram na absolvição de todos os indiciados, 9 resultaram em indiciados punidos e absolvidos; e 14 resultaram na condenação de todos os indiciados. Este último dado nos permite concluir que mais da metade dos processos abertos terminam em condenação de alguma forma, sendo que, isso demonstra que não há pouca efetividade na persecução das investigações e condenações para com os processos que são abertos.

Importante trazeremos que o referido trabalho distingue os indiciados em: (i) internos, aqueles que possuem vínculo direto com a companhia, ou seja, seriam seus acionistas, administradores e funcionários; (ii) externos, pessoas sem vínculo direto com a companhia, mas que prestam serviços relacionados à fatos que resultam em informações privilegiadas, sendo um exemplo um advogado que auxilia na compra de uma empresa; e (iii) mercado, todos aqueles que não são externos ou internos mas obtêm a informação privilegiada e negociam com ela no mercado. A importância de apresentar tal distinção se dá, pois, segundo o estudo, pessoas que se enquadrariam na categoria de mercado foram as mais indiciadas (119 indiciados), porém, também foram a segunda mais absolvidas, perdendo apenas para os externos no quesito de absolvição. Os mais punidos são os internos com 14 condenações, porém, estes estão em segundo em termos de indiciados com 56

indiciados. A grande quantidade de absolvição de indiciados que se enquadram na definição de "mercado" pode se dar pela dificuldade na prova de autoria pela CVM, uma vez que, sendo estes *insiders* secundários, deve existir a comprovação do dolo específico de obter vantagem indevida, o que dificulta muito mais a formação do conjunto probatório.

Imagem 6 — Relação punição e absolvição de agente infratores pela CVM



Fonte: “Radiografia de insider trading na CVM (2002-2014)”

Ainda, ao analisar o estudo chegamos ao entendimento que o valor médio aplicado em multa pela CVM supri o fim punitivo que uma multa deveria atingir, optando o órgão na maioria das vezes em uma multa no valor de 2 ou 3 vezes maior que o ganho obtido ou prejuízo evitado com a infração.

Por fim, em outro estudo publicado em 2020, pela *Mississippi College Law*, escrito por Viviane Muller Prado, foi demonstrado que das condenações realizadas pela CVM por *insider trading* até 2018, somando um total de 181 condenações, 151 foram mantidas e 28 foram revisadas pelo Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (“CRSFN”) (órgão de segunda instância administrativa). Das decisões revisadas, 11 delas tiveram a pena aumentada e 17 foram revertidas

absolvendo o acusado ou diminuindo a pena. Tais dados demonstram que o *enforcement* das condenações da CVM permanece mesmo quando são levadas para segunda instância, sendo que apenas 9% do total de condenações tem suas penalidades afrouxadas na instância superior.

Adicionalmente, em relação ao último estudo citado, este aponta que, de 2008 a 2018, 57 casos envolvendo 112 pessoas foram considerados pela CVM como aceitáveis para a efetuação de um termo de compromisso, sendo que, o órgão aprovou o acordo para 50 pessoas e negou à 62. Com base em tal dado podemos observar uma rigorosidade não tão grande da CVM com relação à concessão de acordos, de tal maneira que quase metade dos casos que se enquadravam para celebrar o acordo, tiveram este celebrado, sendo assim, se faz necessária a reflexão se tal índice de concessão atende a finalidade de repressão à infração, tendo em vista que dos 50 casos para os quais foram concedidos acordos, menos da metade tinha como proposta o pagamento de multa com o valor de 2 ou 3 vezes o valor do lucro obtido ou prejuízo evitado.

Apesar dos dados apresentados nos estudos não serem tão atuais, já conseguimos ter uma ideia de como se dá a punição administrativa da CVM em relação ao crime de *insider trading*.

5.1.2 DADOS DE CONDENAÇÕES POR VIAS PENAIIS

Conforme artigo já citado, publicado em 2020 pela *Mississippi College Law* e escrito por Viviane Muller Prado, de 2008 à 2018 apenas 2 casos tiveram decisões finais na esfera penal, sendo que, um dos casos é o Sadia-Perdigão, tratado neste trabalho, e outro se referia ao da empresa Randon S.A., o qual foi suspenso em 2012 pelo fato da procuradoria ter aceitado um acordo para que os envolvidos pagassem multas à CVM pelas infrações cometidas. Como o referido estudo se limita á dados obtidos até o ano de 2018, importante se faz trazermos uma atualização com base nos casos analisados neste trabalho. Sendo assim, dos quatro casos explanados neste trabalho, apenas o caso Sadia-Perdigão teve uma sentença definitiva condenando, em segunda instância, os acusados à multa e privação de liberdade que foi transformada em prestação de serviços à comunidade. Os casos da JBS e do empresário Eike Batista ainda estão em tramitação, sem nenhum tipo de punição, sendo que apenas este último teve condenação em primeira instância. Por fim, todos os envolvidos no último caso explorado foram absolvidos em relação ao crime de *insider trading* não tendo que cumprir nenhum tipo de pena.

O entendimento que se chega é de que da pequena quantidade de casos que chegaram à esfera criminal, poucos tiveram condenação definitiva, sendo que, entre os que trouxemos ao presente trabalho, dos três que tiveram condenação definitiva, dois resultaram em absolvição e o único dos casos no qual os investigados foram considerados culpados teve as penas de reclusão transformadas em restritivas de direitos.

5.1.3 DO VALOR INTRÍNSECO DE OBEDIÊNCIA ÀS LEIS.

Antes de adentrarmos no tema deste tópico, precisamos trazer à luz o fato de que para este trabalho, dentre as três principais teorias sobre a finalidade da sanção penal estatal, escolhemos nos basear na teoria mista que aduz que a sanção penal tem como ponto focal não só a retribuição pela infração penal, mas também a prevenção no sentido de mostrar à sociedade que tal ato não deve ser cometido e que há consequências para quem cometer.

"Desde a origem até hoje, porém, a pena sempre teve o caráter predominantemente de retribuição, de castigo, acrescentando-se a ela uma finalidade de prevenção e ressocialização do criminoso. A retribuição e a prevenção são faces da mesma moeda, e como acentua Everardo da Cunha Luna, " a retribuição, sem a prevenção, é vingança, a prevenção sem retribuição, é desonra". Enquanto se proclama na exposição de motivos da Lei de Execução Penal o princípio de que as penas e as medidas de segurança devem realizar a proteção dos bens jurídicos e a reincorporação do autor à comunidade, a realidade demonstra que a pena continua a ser necessária, como medida de justiça, reparadora e impostergável, mas as suas finalidades adicionais, tais como prevenir a prática de novos delitos e promover a reinserção social do condenado, não são satisfatoriamente cumpridas" (MIRABETE, 2009, p. 232).

Para nós, tal teoria é a mais assertiva, pois uma sanção sem fim de prevenção criaria um sentido de aplicação de castigo, teríamos apenas a retribuição como fim dela mesma resultando assim em uma sociedade regida pela lei do talião, porém, uma sanção sem o fim de retribuição é extremamente contraproducente, pois a noção de que o infrator está sendo punido é ponto crucial para noção de prevenção. Importante aqui se faz ressaltar que nada adianta a existência de uma sanção penal quando não há a efetiva identificação de crimes, ou seja, podemos ter sanções penais super repressivas as quais sua aplicação geraria uma grande noção de que tal ato não deve ser efetuado, porém, se, em sua maioria, as pessoas que cometem o crime não são pegadas para que tal sanção penal seja aplicada, a noção de prevenção e retribuição deixam de existir. Ainda, não se alcançará nenhuma das finalidades expostas se, descoberto um ato típico, punível e culpável,

o infrator não tenha a sanção penal aplicada a ele, caso comprovada sua autoria.

Seguindo para o tema central do tópico, segundo Robert D. Cooter em seu estudo “O Valor Intrínseco de Obediência às Leis: Análise Econômica do Ponto de Vista Interno”, realizado pela Universidade da Califórnia; uma pessoa que queira obedecer a uma lei estaria disposta à abrir mão de algo para tal, sendo que, a escolha de obediência é intrínseca e não teria relação com a obtenção de alguma vantagem, porém, uma pessoa indiferente à uma obrigação legal apenas iria obedecê-la quando dela fosse auferir alguma vantagem.

Ainda, segundo Cooter, a obediência de uma lei pressupõe o sacrifício de tempo, esforço, recursos ou oportunidade. Sendo assim, a pessoa considerada indiferente apenas obedecerá a uma lei se o custo da desobediência for maior que o custo da obediência. No entanto, as pessoas que tenham um ponto de vista interno e queiram obedecer a lei, o fariam por razões etéreas como moral, ética, valores, religião etc.

Destes conceitos podemos aferir que a desobediência das leis por uma questão lógica se daria majoritariamente por pessoas indiferentes, pois o único obstáculo à estas seria o alto custo da desobediência. Consequentemente, problemas com a efetividade de um tipo penal ocorreriam quando não houvesse punição para tal ato, isto porque o custo de tal prática então seria mínimo com relação ao resultado, caso o infrator não seja pego, ainda, tal fato seria o ponto disseminador na sociedade do pensamento “infringir tal lei vale a pena”.

Importante trazer um dos argumentos do estudo no qual se aponta que com o aumento no número de punições à desobediência das leis e o agravamento destas, o custo da desobediência aumentaria e menos indiferentes ousariam descumprir as leis. O resultado deste fato seria que o próprio cumprimento das leis por um número alto de pessoas se tornaria um conceito etéreo (na linha do que já apontamos acima) e, consequentemente, o número de indiferentes iria diminuir drasticamente, porém, agora, não pelo custo da desobediência estar alto, mas sim pelo fato do alto índice de cumprimento das leis ter se tornado um valor. Podemos então tirar de tal argumento que o contrário seria verdade, sendo assim, a não punição à desobediência de uma lei ou uma punição muito branda, poderia levar o custo de desobediência à um nível tão baixo que o cálculo para ver se “vale a pena” não seria mais o precursor da desobediência, mas sim a grande quantidade de infrações não punidas, aumentando assim o número de indiferentes à lei até um ponto onde a

população comece a pensar que tal infração não deveria mais ser considerada crime, pois todos à cometem de forma livre.

Sendo assim, nos amparando na tese acima a qual o sentido nos parece bastante assertivo, chega-se ao entendimento que, em se tratando do crime de *insider trading*, infração com punições administrativas e penais; o fato de não existir quase nenhum caso julgado em esfera penal e, dos que existem, apenas um possuir condenação não absolutória, faz com que a existência do tipo penal vá em sentido contrário aos pressupostos pelos quais foi criado, isso se dá, pois um tipo penal o qual sua infração não gera condenação, auxilia ao cometimento de mais crimes deste mesmo tipo, pois cria o sentimento de que se tanto faz cumprir ou não tal dispositivo, na realidade, o melhor seria não cumprir, assim, não se abriria mão de nenhum valor etéreo como “oportunidade”; por consequência, com o aumento das infrações há um aumento no número de indiferentes e o resultado é a lei penal ser contraproducente ao trabalho da CVM, que traz diversas condenações administrativas em prol da prevenção da referida infração e da saúde do mercado de capitais.

5.1.4 PRINCÍPIO DA *ULTIMA RATIO*

O princípio da *ultima ratio*, adotado por nosso ordenamento jurídico, dividido entre a fragmentariedade e a subsidiariedade; aduz que o Direito Penal apenas deverá intervir quando todos os demais ramos do direito houverem falhado, bem como deverá se ater apenas aos bens jurídicos mais imprescindíveis à sociedade como ultimo guardião ao bem jurídico tutelado. Sobre o tema podemos trazer os ensinamentos de Regis Prado:

“O princípio da intervenção mínima ou da subsidiariedade estabelece que o Direito Penal só deve atuar na defesa dos bens jurídicos imprescindíveis à coexistência pacífica dos homens e que não podem ser eficazmente protegidos de forma menos gravosa. Desse modo, a lei penal só deverá intervir quando for absolutamente necessário para a sobrevivência da comunidade, como *ultima ratio*. E de preferência, só deverá fazê-lo na medida em que for capaz de ter eficácia. Aparece ele como uma orientação políticocriminal restritiva do jus puniendi e deriva da própria natureza do Direito Penal e da concepção material de Estado de Direito democrático.” (Regis Prado, 2015, p.84)

Dos ensinamentos acima podemos extrair então que, segundo o princípio em pauta, o Direito Penal deve ser o refúgio apenas quando as demais vias, tidas como menos gravosas, não forem eficazes na proteção do bem jurídico, então, no mesmo sentido, caso outras vias fossem mais eficazes que o Direito Penal, na linha de

proteger determinado bem jurídico, este último não deveria intervir. Ainda Regis Prado nos revela que "O uso excessivo da sanção criminal (inflação legislativa) não garante uma maior proteção de bens, ao contrário, condena o sistema penal a uma função meramente simbólica e negativa." (REGIS PRADO, 2000). Interessante apontar como tal ensinamento se relaciona com as conclusões sobre os argumentos de Cooter, trazidas neste trabalho, nas quais apontamos que a ineficiência na punição de uma infração à norma penal seria contraproducente ao seu próprio propósito de existir, pois o resultado de tal ineficiência seria justamente o incentivo à infração do respectivo tipo penal.

O princípio da *ultima ratio* traz a fragmentariedade como um de seus aspectos pois, tendo caráter subsidiário, o Direito Penal deve escolher com cautela os bens jurídicos à serem tutelados, devendo tocar apenas naqueles considerados intoleráveis.

"Já pelo postulado da fragmentariedade, corolário do primeiro, tem-se que a função maior de proteção de bens jurídicos atribuída à lei penal não é absoluta. O que faz com que só devem eles ser defendidos penalmente frente a certas formas de agressão, consideradas socialmente intoleráveis. Isso quer dizer que apenas as ações ou omissões mais graves endereçadas contra bens valiosos podem ser objeto de criminalização. Desse modo, opera-se uma tutela seletiva do bem jurídico, limitada àquela tipologia agressiva que se revela dotada de indiscutível relevância quanto à gravidade e intensidade da ofensa. Esse princípio impõe que o Direito Penal continue a ser um arquipélago de pequenas ilhas no grande mar do penalmente indiferente." (Prado, 2015, p.84)

Fica claro então que a intervenção do Direito Penal na infração de *insider trading* não se enquadra no princípio da *ultima ratio*, isso se dá, pois, conforme dados apresentados neste trabalho, a CVM executa um serviço muito mais efetivo no que tange à investigação e punição da infração, de tal maneira que a subsidiariedade do Direito Penal não é necessária e a existência de tal intervenção apenas atrapalha a proteção ao bem jurídico tutelado trabalhando contra a noção de que tal infração não deve ser cometida.

5.1.5 DA DIFICULDADE NA IDENTIFICAÇÃO E COMPROVAÇÃO DA INFRAÇÃO DE INSIDER TRADING.

A infração de *insider trading* é de extrema complexidade de identificação e comprovação, pois, como já vimos, a infração tem como fato constitutivo a negociação de valores mobiliários, que muitas vezes são mascaradas por meio de robôs HFTs (*High frequency Trading*) (robôs que efetuam centenas de operações por minuto no intuito de diminuir a percepção de que um grande lote de ações está

sendo comprado ou vendido) e podem envolver papéis de extrema complexidade como derivativos; bem como por causa do uso de informação privilegiada, que torna extremamente difícil a comprovação de autoria, tendo em vista que deve-se comprovar a posse de tal informação e, conseqüentemente, a transmissão desta, que pode se dar de milhares de maneiras, muitas delas não identificáveis.

Neste sentido, a CVM expõe a necessidade dos participantes na fiscalização, investigação e punição de tal feito possuírem um alto grau de conhecimento na área:

“Em que pese contar com o auxílio da CVM, o grau de conhecimento dos membros do Poder Judiciário, do MPF e da Polícia Federal¹⁵ tem um papel muito importante na investigação e punição (*enforcement*) do uso indevido de informações privilegiadas.

A complexidade dos esquemas envolvendo o ilícito, que pode envolver o uso de produtos financeiros sofisticados, como derivativos, ou técnicas avançadas de investimento, como venda a descoberto, faz com que possa ser difícil para profissionais de outras áreas compreender como os investigados obtiveram lucro ou evitaram perdas na operação.” (CVM, 2016, p.39)

É justamente pela infração possuir alta complexidade probatória que a CVM em seus processos administrativos se volta para indícios em suas comprovações e condenações, não sendo então necessária uma prova explícita de autoria. Ainda, o Colegiado do órgão já considerou que não há necessidade em se demonstrar como o *insider* secundário teve acesso à informação privilegiada, bem como não seria necessária a comprovação da cadeia pela qual se negociou com a informação privilegiada, bastando a existência de indícios fortes e convergentes do uso de tal informação, ou seja, a origem da informação deixa de ser necessária para uma condenação. (CVM, 2016, p.39).

Tais artifícios visam aumentar o peso das provas obtidas pela CVM, que muitas vezes se constituem em e-mails, gravações telefônicas e outras provas que não teriam tanto poder de comprovação explícita de autoria; ainda, visam possibilitar a constituição de um conjunto probatório amenizado, permitindo assim que hajam condenações pelo simples uso de informação privilegiada para negociação de valores mobiliários. Todavia, em esfera penal não caberia um conjunto probatório amenizado, mesmo que composto por indícios, pois caso a autoria ou a materialidade sejam minimamente duvidosas, o princípio do *in dúbio pro reo* deve ser acionado. Trazemos então o ensinamento da doutrina sobre o tema:

“Os indícios, que constituem modalidade de prova indireta, devem ser apreciados com muita cautela pela autoridade julgadora, posto que as

decisões que não resultam de provas diretas são normalmente fontes de inúmeros equívocos. A prova indiciária somente é suficiente para permitir a condenação do acusado quando existente uma cadeia de indícios que relacione a atuação do acusado à infração supostamente praticada e quando não existam 'contra-indícios' que lancem dúvidas sobre a efetiva responsabilidade do indiciado." Eizirik, Gaal, Parente e Henriques (2012, p. 320)

O ponto central então é que a infração de *insider trading* tem como essência probatória o uso de indícios, sendo que, estes estão cada dia mais difíceis de serem identificados, pois as operações financeiras evoluem de complexidade diariamente, bem como os meios de transmissão de informação. Diferentemente da esfera administrativa, na esfera penal se faz necessário que chegue à uma conclusão robusta e que se consiga fundamentar, de maneira clara e concreta, que houve crime e que o acusado é o autor, não há como a esfera penal se valer de práticas como da CVM e deixar de lado a origem da informação por exemplo, pois isso traria incerteza à uma decisão que é fundamentada em provas indiretas.

O resultado lógico dos fatos apresentados é um baixo número de denúncias pelo Ministério Público por este entender que o conjunto probatório, usado para condenação na esfera administrativa, não é suficiente para que o juiz consiga fundamentar a condenação ou até mesmo receba a denúncia. Corroborando com tal entendimento, podemos trazer os dados de uma pesquisa da Faculdade de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, citada em matéria do jornal Jota, a qual indica que, de 2002 a 2015, apenas 8% dos casos de *insider trading* foram levados à esfera penal. Ainda, outro resultado é que, das denúncias recebidas, poucas teriam decisão não absolviória pela necessidade de um alto número de provas para a comprovação de autoria e por não bastar que existam suposições separadas devendo ser necessário comprovar toda a linha de cometimento do crime (a inexistência ou a fraca ligação entre dois indícios já tornariam a decisão duvidosa). Então, com base em tais apontamentos, conseguimos compreender o porquê de o crime de *insider trading* possuir apenas uma condenação penal definitiva nos últimos 20 anos.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O mercado de capitais brasileiro evoluiu com o passar dos anos e tornou-se cada vez mais importante para o desenvolvimento econômico do país. Com o aumento de tal importância, o Estado percebeu a necessidade de sua intervenção e para isso criou órgãos e mecanismos objetivando a proteção do mercado de capitais contra eventuais transgressões, como o *insider trading*, que pode colocar em risco a existência e saúde do referido mercado.

A relevância do presente trabalho se dá pelo reconhecimento da complexidade da infração de *insider trading*, dificultando assim sua investigação e punição; e pela simplicidade de sua disseminação, devido seu pilar principal ser a transmissão de algo intangível como "informação", fato que, caso não receba a devida repressão, pode colocar em risco a existência do mercado de capitais, entidade primordial para a economia.

Primeiramente confirmamos a indispensabilidade do mercado de capitais para saúde de um país, a capacidade destrutiva que uma informação relevante pode ter no preço de uma ação e como facilmente essa capacidade pode ser usada para gerar vantagens ilícitas; bem como a importância da proteção à informação por conta do princípio do *full disclosure* que visa manter estabilizada a confiança no mercado de capitais, algo imprescindível para existência deste.

Posteriormente aferiu-se que o bem jurídico tutelado pelo tipo penal seria a confiança do investidor, uma vez que este é o gerador de demanda; que o tipo penal apenas se enquadra ao mercado de capitais, que para sua caracterização deve haver a efetiva negociação de valores mobiliários e que a informação usada deve possuir capacidade de produzir vantagem indevida. Ademais, foi identificado que tanto *insiders* primários como secundários podem ser enquadrados no tipo penal, que a vítima primária do crime seria o sistema financeiro; e que o crime de *insider trading* seria formal, não cabendo a modalidade culposa, porém, tendo em vista que a consumação se daria com o término da negociação do valor mobiliário, caberia sua forma tentada. Em complemento, analisou-se o Processo Administrativo Sancionador usado pela Comissão de Valores Mobiliários, para investigação e punição da infração, e seu Termo de Cooperação com o Ministério Público Federal, concluindo-se pela existência de meios jurídicos para persecução penal do crime de *insider trading*.

Após apresentação de casos práticos e o levantamento de diversos dados sobre investigações e punições administrativas e penais, relacionados ao *insider trading*, aferiu-se que em âmbito administrativo há certa efetividade, apesar de haver espaço para grande melhora no que tange à identificação técnica da infração, na repressão ao *insider trading*, tal conclusão se dá pela capacidade da adequação do processo administrativo à complexidade, intrínseca à tal infração, na junção de provas; pelo número de condenações comparado ao número de investigações abertas e pela aplicação de penas adequadas ao tamanho das infrações cometidas. Todavia, identificou-se que em âmbito penal essa efetividade é inexistente, possuindo este último pouquíssimos casos julgados e apenas uma condenação, sendo que, tal inefetividade seria resultado da necessidade intrínseca da infração em tema ser comprovada por meio de indícios, estes que, apesar de serem passíveis de uso em âmbito administrativo, não são suficientemente fortes para uma condenação segura em âmbito penal, tornando então quase impossível a possibilidade de uma condenação não absolutória por conta do princípio do *in dubio pro reo*, sendo assim, pelo princípio da *ultima ratio*, não faria sentido a repressão penal à tal infração uma vez que a inefetividade da aplicação da sanção geraria desconfiança, indo em direção contrária aos pressupostos de existência do próprio tipo penal.

Por fim, claramente não esgotamos o tema e entendemos ser primordial a existência outros estudos complementares. Um estudo fundamental seria aquele que visasse a análise dos métodos usados pela Comissão de Valores Mobiliários para investigação e identificação do *insider trading*. A importância de tal estudo se daria pois a quantidade de casos identificados ainda é baixa comparado ao tamanho de nosso mercado de capitais, sendo assim, uma análise focada não só no procedimento administrativo, mas também nos meios técnicos de identificação da infração, seria de enorme contribuição à todo arcabouço teórico desta linha temática.

REFERÊNCIAS

- . In: BLACK, Henry Campbell. **Black's Law Dictionary**. 4 ed. Minnesota: West Publishing. 1956 p. 499 p. Disponível em: <https://www.latestlaws.com/wp-content/uploads/2015/04/Blacks-Law-Dictionary.pdf>. Acesso em: 4 set. 2021.
- . 03ª Vara Federal Criminal do Rio de Janeiro. Aceitação de Denúncia n. 0029174-94.2014.4.02.5101 (2014.51.01.029174-7). Relator: Juiz Federal Substituto - FLAVIO ROBERTO DE SOUZA. Julgamento em 03 de outubro de 2014. **Diário Oficial da União**. Disponível em: <https://www.conjur.com.br/dl/juiz-aceita-denuncia-abre-acao-acao.pdf>. Acesso em: 18 set. 2021.
- . CVM. Colegiado. APRECIÇÃO DE PROPOSTAS DE TERMO DE COMPROMISSO – PAS SEI 19957.005390/2017-90, 19957.005388/2017-11 E 19957.001225/2018-40. Julgamento em 25 de setembro de 2018. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2018/20180925_R1/20180925_D1168.html. Acesso em: 18 set. 2021.
- . SEÇÃO JUDICIÁRIA DO RIO DE JANEIRO 3ª VARA FEDERAL CRIMINAL. Ação Penal n. 0042650-05.2014.4.02.5101 (2014.51.01.042650-1). Relator: Dra. Rosália Monteiro Figueira. Julgamento em 24 de setembro de 2019. **Diário Oficial da União**. Rio de Janeiro. Disponível em: <https://www.migalhas.com.br/arquivos/2019/9/art20190930-09.pdf>. Acesso em: 18 set. 2021.
- . Superior Tribunal de Justiça. **RECURSO EM HABEAS CORPUS. INSIDER TRADING. MEDIDAS CAUTELARES ALTERNATIVAS À PRISÃO. PROIBIÇÃO DE EXERCER CARGO OU FUNÇÃO NAS EMPRESAS INVESTIGADAS. REQUISITOS CAUTELARES. NOVO QUADRO FÁTICO. ENFRAQUECIMENTO DA NECESSIDADE DE MANUTENÇÃO DE UMA DAS CAUTELARES. PROPORCIONALIDADE. ADEQUAÇÃO. RECURSO EM HABEAS CORPUS PROVIDO**. RECURSO EM HABEAS CORPUS n. 120.261 - SP (2019/0335328-0). Ministério Público Federal. JOESLEY MENDONCA BATISTA . Relator: MINISTRO ROGERIO SCHIETTI CRUZ. Julgamento em 05 de junho de 2020. **Diário Oficial da União**. São Paulo. Disponível em: https://processo.stj.jus.br/processo/revista/documento/mediado/?componente=ITA&sequencial=1946299&num_registro=201903353280&data=20200605&peticao_numero=-1&formato=PDF. Acesso em: 4 set. 2021.
- ALONSO, Leonardo. **Crimes contra o mercado de capitais**. São Paulo, 2009. 163 p Tese (Mestrado Direito Penal) - Departamento de Direito Penal, Medicina Forense e Criminologia da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. Disponível em: https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2136/tde-07052010-075537/publico/Dissertacao_Completa_Leonardo_Alonso.pdf. Acesso em: 2 set. 2021.
- ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José Paschoal. **Governança corporativa**: fundamentos, desenvolvimento e tendências. São Paulo: Atlas, 2006. 584 p.
- BATISTA, Vera. **Eike Batista é condenado a 8 anos e 7 meses de prisão por**

crime contra mercado de capitais. Correio Braziliense. Brasília, 2019. Disponível em: <https://blogs.correiobraziliense.com.br/servidor/eike-batista-e-condenado-a-8-anos-e-7-meses-de-prisao-por-crime-contra-mercado-de-capitais/>. Acesso em: 4 set. 2021.

BRASIL. 6a VARA FEDERAL ESPECIALIZADA EM CRIMES CONTRA OSISTEMA FINANCEIRO NACIONAL ELAVAGEM DE VALORES. Ação Penal n. 0005123-26.2009.403.6181 (2009.61.81.005123-4) -. Ministério Público Federal. Luiz Gonzaga Murat Junior e Romano Ancelrno Fontana Filho. Relator: Marcelo Costenari Cavali. Julgamento em 16 de fevereiro de 2011. **Diário Oficial da União**. São Paulo. Disponível em: https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/173959/mod_resource/content/4/Caso%20-%20Sadia-Perdigao%20-%20Senten%C3%A7a_-_Insider_Trading.pdf. Acesso em: 4 set. 2021.

BRASIL. 6a VARA FEDERAL ESPECIALIZADA EM CRIMES CONTRA OSISTEMA FINANCEIRO NACIONAL ELAVAGEM DE VALORES. Ação Penal n. 0006243-26.2017.403.6181. Relator: João Batista Gonçalves. Julgamento em 16 de outubro de 2017. **Diário Oficial da União**. São Paulo. Disponível em: <https://www.jfsp.jus.br/documentos/administrativo/NUCS/decisooes/2017-10-16-batista.pdf>. Acesso em: 11 set. 2021.

BRASIL. 7ª Vara Federal de Porto Alegre. Ação Penal n. 5067096-18.2012.4.04.7100/RS. Relator: Juiz Federal - GUILHERME BELTRAMI. Julgamento em 07 de novembro de 2016. **Diário Oficial da União**. Porto Alegre. Disponível em: <https://pt.scribd.com/document/434290784/MUNDIAL-SENTENCA>. Acesso em: 3 set. 2021.

BRASIL. Congresso Nacional. Lei n. 13.506, de 12 de novembro de 2017. **Diário Oficial da União**, Brasília, 14 de novembro de 2017, ano 2017. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2017/lei/L13506.htm. Acesso em: 16 set. 2021.

BRASIL. Congresso Nacional. Lei n. 6.385, de 06 de dezembro de 1976. **Diário Oficial da União**, Brasília, 09 de dezembro de 1976, ano 1976. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm. Acesso em: 15 set. 2021.

BRASIL. Congresso Nacional. Lei n. 6.404, de 14 de dezembro de 1976. **Diário Oficial da União**, Brasília, 17 de dezembro de 1976, ano 1976. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm. Acesso em: 16 set. 2021.

BRASIL. CVM n. 426/78, de 20 de dezembro de 1978. Livro. Regulação de Mercado de Valores Mobiliários: Fundamentos e Princípios. Disponível em: <https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/galerias/arquivos-historias-interativas/RegulacaoDoMercadoDeValoresMobiliarios.pdf>. Acesso em: 8 set. 2021.

BRASIL. CVM. **Cumpra ao administrador de companhia aberta guardar sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, obtida em razão do cargo e capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários, sendo-lhe vedado valer-se**

de informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários. Inabilitação. . SESSÃO DE JULGAMENTO DO PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM

n. SP2007/0118. Procuradoria Federal Especializada da CVM.. Luiz Gonzaga Murat Junior. Julgamento em 26 de fevereiro de 2008. **Diário Oficial da União**. Disponível em:

http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2008/20080226_PAS_SP20070118.pdf. Acesso em: 6 set. 2021.

BRASIL. CVM. Instrução n. 358, de 02 de janeiro de 2002, Brasília, 28 de janeiro de 2002, ano 2002. Disponível em:

<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst358.html>. Acesso em: 11 ago. 2021.

BRASIL. CVM. O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios, sendo-lhe vedado a utilização de informação relevante ainda não divulgada. É vedado ao administrador valer-se da informação relevante para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários. Inabilitação temporária... SESSÃO DE JULGAMENTO DO PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR n. CVM Nº

SP2007/0117. Procuradoria Federal Especializada da CVM. Romano Ancelmo Fontana Filho. Julgamento em 26 de fevereiro de 2008. **Diário Oficial da União**. Disponível em:

http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2008/20080226_PAS_SP20070117.pdf. Acesso em: 4 set. 2021.

BRASIL. CVM. Pedido de produção de provas pericial e testemunhal; juntada de depoimentos; desconsideração de outros itens do Termo de Acusação, e que sejam riscados itens. . PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM

n. RJ2012/11002. Relator: Roberto Tadeu Antunes Fernandes. Julgamento em 22 de novembro de 2016. **Diário Oficial da União**. Rio de Janeiro. Disponível em:

<http://d1ao0r2iuz522v.cloudfront.net/b5f1ac675f12a1fa4ad1bfcc80514a05.pdf>. Acesso em: 11 set. 2021.

BRASIL. Justiça Federal. Recebimento de Denúncia n. 0004996-77.2019.403.6181.

Relator: Diego Paes Moreira. Julgamento em 10 de maio de 2019. São Paulo.

Disponível em:

<https://www.jfsp.jus.br/documentos/administrativo/NUCS/decisoes/2019/2019-05-16denunciawesleybatista.pdf>. Acesso em: 11 set. 2021.

BRASIL. Lei n. 10.303, de 30 de outubro de 2001. **Diário Oficial da União**,

Brasília, 01 de novembro de 2001, ano 2001. Disponível em:

http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/leis_2001/110303.htm. Acesso em: 16 set. 2021.

BRASIL. Ministério Público Federal. **Rescisão de Acordo de Delação**

Premiada. Petição n. 7003. Relator: Procuradora Geral da República - Raquel Elias Ferreira Dodge. **Diário Oficial da União**. Brasília, 17 de maio de 2018. Disponível

em: https://politica.estadao.com.br/blogs/fausto-macedo/wp-content/uploads/sites/41/2018/05/PET-7003_rescisao-do-acordo-WESLEY-e-FRANCISCO.pdf.

Acesso em: 7 set. 2021.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. **HABEAS CORPUS. CRIMES DE MANIPULAÇÃO DE MERCADO E DE USO DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA (INSIDER TRADING). ARTIGOS 27-c E 27-d DA LEI N. 6.386/1976. PRISÃO PREVENTIVA. PRESENÇA DE PROVA MÍNIMA DO CRIME E DE INDÍCIOS DE AUTORIA. PERICULUM LIBERTATIS. RISCOS À ORDEM PÚBLICA E ECONÔMICA E À INSTRUÇÃO CRIMINAL. EXCEPCIONALIDADE E SUBSIDIARIEDADE DA PRISÃO PREVENTIVA. SUBSTITUIÇÃO DA PRISÃO PREVENTIVA POR MEDIDAS CAUTELARES ALTERNATIVAS.**

PROPORCIONALIDADE. ORDEM PARCIALMENTE CONCEDIDA. . Habeas Corpus n. 0277862-16.2017.3.00.0-000 SP 2017/0277862-1. Relator: Ministro Dr. Pierpaolo Cruz Bottini. Julgamento em 26 de março de 2018. **Diário Oficial da União**. São Paulo. Disponível em:

<https://stj.jusbrasil.com.br/jurisprudencia/860081426/habeas-corpus-hc-422113-sp-2017-0277862-1/inteiro-teor-860081436>. Acesso em: 11 set. 2021.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. PET no RECURSO EM HABEAS CORPUS n. 120.261 - SP. Relator: MINISTRO ROGERIO SCHIETTI CRUZ. Julgamento em 27 de março de 2021. **Diário Oficial da União**. São Paulo. Disponível em:

https://processo.stj.jus.br/processo/revista/documento/mediado/?componente=MON&sequencial=108096754&tipo_documento=documento&num_registro=201903353280&data=20200331&formato=PDF. Acesso em: 4 set. 2021.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. **RECURSO EM HABEAS CORPUS. INSIDER TRADING. MEDIDAS CAUTELARES ALTERNATIVAS À PRISÃO. PROIBIÇÃO DE ECERVER CARGO OU FUNÇÃO NAS EMPRESAS INVESTIGADAS. REQUISITOS CAUTELARES. NOVO QUADRO FÁTICO. ENFRAQUECIMENTO DANECCESSIDADE DE MANUTENÇÃO DE UMA DAS CAUTELARES. PROPORCIONALIDADE. ADEQUAÇÃO. RECURSO EM HABEAS CORPUS PROVIDO.**

Recurso em Habeas Corpus n. 120.261-SP (2019/0335328-0). Relator: Ministro Rogério Schietti Cruz. Julgamento em 26 de maio de 2020. **Diário Oficial da União**. São Paulo. Disponível em:

<https://stj.jusbrasil.com.br/jurisprudencia/859495292/recurso-ordinario-em-habeas-corpus-rhc-120261-sp-2019-0335328-0/inteiro-teor-859495302?ref=serp>. Acesso em: 18 set. 2021.

BRASIL. TRIBUNAL REGIONAL FEDERAL DA 3ª REGIÃO. APELAÇÃO CRIMINAL n. 0005123-26.2009.4.03.6181/SP 2009.61.81.005123-4/SP. Relator:

Desembargador Federal LUIZ STEFANINI. Julgamento em 31 de janeiro de 2013. **Diário Oficial da União**. São Paulo, 15 de fevereiro de 2013. Disponível em: <http://web.trf3.jus.br/acordaos/Acordao/BuscarDocumentoGedpro/2520776>. Acesso em: 4 set. 2021.

BRASIL. TRIBUNAL REGIONAL FEDERAL DA 4ª REGIÃO. APELAÇÃO CRIMINAL n. 5067096-18.2012.4.04.7100/RS. Relator: DESEMBARGADORA FEDERAL CLAUDIA CRISTINA CRISTOFANI. Julgamento em 17 de dezembro de 2019. **Diário Oficial da União**. Porto Alegre. Disponível em:

<https://www.conjur.com.br/dl/presidente-mundial-absolvido-crime.pdf>. Acesso em: 11 set. 2021.

CAMARGOS, Marcos Antônio de ; BARBOSA, Francisco Vidal. Eficiência informacional do mercado de capitais brasileiro em anúncios de fusões e aquisições.

Production, v. 25, n. 3, p. 571-584, 2015. Disponível em:

https://www.scielo.br/scielo.php?pid=S0103-65132015005001486&script=sci_arttext. Acesso em: 10 set. 2021.

CAMARGOS, Marcos Antônio de; ROMERO, Julio Alfredo Racchumi; BARBOSA, Francisco Vidal. Análise empírica da prática de insider trading em processos de fusões e aquisições recentes na economia brasileira. **REGE Revista de Gestão**, v. 15, n. 4, 2008. Disponível em:

<https://www.revistas.usp.br/rege/article/view/36653>. Acesso em: 7 set. 2021.

CASTELLAR, João Carlos. **Insider trading e os novos crimes corporativos**: uso indevido de informação privilegiada, manipulação de mercado e exercício irregular de cargo, profissão, atividade ou função. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2008. 141 p.

COOTER, Robert D.. The Intrinsic Value of Obeying a Law: Economic Analysis of the Internal Viewpoint. **Berkeley Program in Law & Economics, Working Paper Series**, University of California, Berkeley, 2006. Disponível em:

<https://www.olibat.com.br/documentos/2%20valor%20intrinseco%20ingles.pdf>. Acesso em: 25 set. 2021.

CVM & MINISTÉRIO PÚBLICO FEDERAL. Termo de Cooperação Técnica. VISANDO AO INTERCÂMBIO E À COOPERAÇÃO TÉCNICA E OPERACIONAL RELACIONADOS AO MERCADO DE CAPITAIS.: Brasília, 8 mai. 2018. Disponível em:

http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/convenios/anexos/Ministerio_Publico_Federal.pdf. Acesso em: 3 set. 2021.

CVM. Caderno nº 11: Uso Indevido de Informação Privilegiada (Insider Trading). ., Rio de Janeiro, v. 1, 2016. Disponível em:

<https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/menu/atividades/CampanhaNaoAoInsiderTrading/CVM-Caderno-11.pdf>. Acesso em: 26 ago. 2021.

CVM. Deliberação nº 819, de 25 de junho de 2019. Disponível em:

<http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/deliberacoes/deli0800/deli819.html>. Acesso em: 25 set. 2021.

CVM. Instrução nº 607, de 17 de junho de 2019. Dispõe sobre o rito dos procedimentos relativos à atuação sancionadora no âmbito da Comissão de Valores Mobiliários. . Disponível em:

<http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst607.html>. Acesso em: 18 set. 2021.

CVM. Instrução nº 608, de 25 de julho de 2019. Dispõe sobre multas cominatórias e revoga a Instrução CVM nº 452, de 30 de abril de 2007. Disponível em:

<http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst608.html>. Acesso em: 24 set. 2021.

CVM. Instrução nº 609, de 25 de junho de 2019. Disponível em:

<http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst609.html>. Acesso em: 25 set. 2021.

DA SILVA, Marcos Antonio; PERLIN, Edson José. UMA PERSPECTIVA SOBRE O CRIME DE INSIDER TRADING NO BRASIL. **6º Simpósio de Sustentabilidade e Contemporaneidade nas Ciências Sociais**, 2018. Disponível em: <https://www.fag.edu.br/upload/contemporaneidade/anais/5b45edf22d91f.pdf>. Acesso em: 4 set. 2021.

EIZIRIK, Nelson Laks *et al.* **Mercado de capitais: regime jurídico**. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. 660 p.

EIZIRIK, Nelson Laks. Insider trading e responsabilidade de administrador de companhia aberta. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, v. 22, n. 50, p. 42-56, abr./jun. 1983.

EIZIRIK, Nelson Laks. **Mercado de capitais: regime jurídico**. 3 ed. São Paulo: Renovar, 2011. 660 p.

GUILHERME, Pimenta. **Apenas 8% dos casos de insider trading vão ao Judiciário**: Condenação permanece restrita à esfera administrativa, revelam pesquisadores da FGV. *Jornal Jota*. 2017. Disponível em: <https://www.jota.info/justica/mas-de-90-do-insider-trading-nao-vai-ao-judiciario-27032017>. Acesso em: 5 set. 2021.

MARTINS, Thiago Souza. **Insider Trading: Análise sobre o caso Sadia-Perdigão**. Jusbrasil. Disponível em: <https://tico080970.jusbrasil.com.br/artigos/706006035/insider-trading-analise-sobre-o-caso-sadia-perdigao>. Acesso em: 29 ago. 2021.

MIRABETE, Júlio Fabbrini. **Manual de direito penal**. 25 ed. São Paulo: Atlas, 2009. 188 p.

MOREIRA, Felipe. **OPA: entenda o que é uma Oferta Pública de Aquisição**. *Eu Quero Investir*. Disponível em: <https://www.euqueroinvestir.com/opa-entenda-o-que-e-uma-oferta-publica-de-aquisicao/>. Acesso em: 29 ago. 2021.

MUSSNICH, F.A.M. A utilização desleal de informações privilegiadas : insider trading no Brasil e nos Estados Unidos. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, v. 18, n. 34, p. 31-51, arb./jun. 1979.

NORONHA, Edgard Magalhães. **Direito penal**. 26 ed. São Paulo: Saraiva, 1989.

NRASIL. Ministério Público Federal. Denúncia n. 0500637-94.2015.4.02.5101. Relator: Procurador da República - José Maria Panoeiro. **Diário Oficial da União**. Rio de Janeiro, 15 de dezembro de 2015. Disponível em: http://www.prrj.mpf.mp.br/institucional/atuacao/atuacao-do-mpf-na-capital-e-nos-municipios/atuacao-capital/denuncias-criminais/manifestacao-denuncia-eike-batista-2/at_download/documento. Acesso em: 17 set. 2021.

OSÓRIO, Fábio Medina. **Direito administrativo sancionador**. 5 ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2015. 480 p.

PENA de executivos da Sadia sobe por insider trading. *Invest Exame*. 2013. Disponível

em:

<https://invest.exame.com/me/pena-de-executivos-da-sadia-sobe-por-insider-trading>. Acesso em: 1 set. 2021.

PRADO, Viviane Muller ; VILELA, Renato. **Radiografia de Insider Trading na CVM (2002-2014)**: (Insider Trading X-Ray in the Brazilian Securities Commission (CVM) (2002-2014)) . Núcleo de Estudos em Mercados e Investimentos, 28 de fevereiro de 2015, (Direito) - Fundação Getúlio Vargas. Disponível em: SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2600210>. Acesso em: 4 set. 2021.

PRADO, Viviane Muller *et al.* Insider Trading: Dados e Reflexões. **Cadernos FGV - Seminário 38**, v. 7, n. 6, novembro 2010. Disponível em: http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/8491/Caderno_DIREITO_GV_38.pdf?sequence=3&isAllowed=y. Acesso em: 11 set. 2021.

PRADO, Viviane Muller. **Enforcing Insider Trading Law**: : The Brazilian Experience. *Mississippi College Law Review*, v. 38 Iss 2, Article 2. Disponível em: <https://dc.law.mc.edu/lawreview/vol38/iss2/2>. Acesso em: 4 set. 2021.

PROENÇA, José Marcelo Martins. **Insider trading**: regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2005. 352 p.

REDAÇÃO. **Eike Batista é condenado a 8 anos e 7 meses de prisão por crime contra o mercado de capitais**. *Jornal Terceira Via*. Rio de Janeiro, 2019. Disponível em: <https://www.jornalterceiravia.com.br/2019/09/30/eike-batista-e-condenado-a-8-anos-e-7-meses-de-prisao-por-crime-contra-o-mercado-de-capitais/>. Acesso em: 17 set. 2021.

REGIS PRADO, Luiz. **Curso de direito penal brasileiro**: Parte Geral e Parte Especial. 14^a ed. rev. atual. e ampliada. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2015. 859 p.

ROSSETTI, José Paschoal. **Introdução à economia**. 19 ed. São Paulo: Atlas, 2002. 922 p.

SALOMÃO, Thiago. **A Bolha da Mundial: conheça uma das histórias mais trágicas da bolsa brasileira**. Infomoney. 2021. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/stock-pickers/a-bolha-da-mundial-conheca-uma-das-historias-mais-tragicas-da-bolsa-brasileira/>. Acesso em: 1 set. 2021.

SANTOS, Alexandre Pinheiro dos; OSÓRIO, Fábio Medina; WELLISCH, Julya Sotto Mayor. **Mercado de capitais**: regime sancionador. São Paulo: Saraiva, f. 148, 2012. 296 p.

TRINDADE, Marcelo. Processo Sancionador na CVM: limites e possibilidades. *In*: FILHO, Alberto Venancio *et al.* **Lei das S.A. em seus 40 anos**. Rio de Janeiro: Forense, f. 353, 2017. 706 p, p. 481-500.

VASCONCELOS, Vinícius Augusto Cavalcanti de. **A utilização de informação privilegiada no mercado de capitais (Insider Trading)**: O tratamento dado pelo ordenamento jurídico brasileiro. Florianópolis, 2018. 95 p Trabalho de Conclusão de Curso (Direito) - Universidade do Sul de Santa Catarina. Disponível em:

<https://dspace.doctum.edu.br/bitstream/123456789/2881/1/A%20APLICABILIDADE%20DA%20LEI%20PENAL%20NOS%20CRIMES%20DE%20INSIDER%20TRADING%20NO%20BRASIL.pdf>. Acesso em: 14 set. 2021.

YAZBEK, Otavio. **Regulação do mercado financeiro e de capitais**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.



TERMO DE AUTENTICIDADE DO TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO

Eu, Enzo Padovani Guerra

discente regularmente matriculado(a) na disciplina TCC II, da 10ª etapa do curso de Direito, matrícula nº 31764428, período Noturno, turma T, tendo realizado o TCC com o título: Análise da Repressão ao Insider Trading no Âmbito Administrativo e Penal.

sob a orientação do(a) Professor(a) Alexis Augusto Couto de Brito

declaro para os devidos fins que tenho pleno conhecimento das regras metodológicas para confecção do Trabalho de Conclusão de Curso (TCC), informando que o realizei sem plágio de obras literárias ou a utilização de qualquer meio irregular.

Declaro ainda que, estou ciente que caso sejam detectadas irregularidades referentes às citações das fontes e/ou desrespeito às normas técnicas próprias relativas aos direitos autorais de obras utilizadas na confecção do trabalho, serão aplicáveis as sanções legais de natureza civil, penal e administrativa, além da reprovação automática, impedindo a conclusão do curso.

São Paulo, 09 de Novembro de 2021.

Assinatura do discente