

UNIVERSIDADE PRESBITERIANA MACKENZIE

ENZO DE ALMEIDA

ASPECTOS JURÍDICOS DA PRÁTICA DE “*INSIDER TRADING*”

São Paulo

2022

ENZO DE ALMEIDA

ASPECTOS JURÍDICOS DA PRÁTICA DE “*INSIDER TRADING*”

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à Faculdade de Direito da Universidade Presbiteriana Mackenzie, campus Higienópolis, como requisito parcial à obtenção do grau de Bacharel em Direito.

ORIENTADOR: Prof. Mr. André Boiani e Azevedo

São Paulo

2022

ENZO DE ALMEIDA

ASPECTOS JURÍDICOS DA PRÁTICA DE “*INSIDER TRADING*”

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à Faculdade de Direito da Universidade Presbiteriana Mackenzie, campus Higienópolis, como requisito parcial à obtenção do grau de Bacharel em Direito.

Aprovado em

BANCA EXAMINADORA

Prof. Mr. André Boiani e Azevedo

Prof. Mr. Marcelo Luiz Barone

Prof^a. Dr^a. Ana Flávia Messa

AGRADECIMENTOS

A Deus, fonte de toda sabedoria, força e coragem concedida, permanecendo ao nosso lado em todo percurso da vida.

À minha namorada, Maria Teresa, pelo apoio em momentos difíceis e pelas realizações que juntos ainda estão por vir.

Á minha mãe, Neusa Pereira, pelo esforço, dedicação, luta e abdicção para conseguir formar seu filho.

RESUMO

O *insider trading* consiste na utilização de informações relevantes divulgadas internamente, com relevância dentro do mercado financeiro, antes da sua divulgação, para evitar a perda de patrimônio ou para auferir mais dinheiro com a comercialização de ações pelos *insiders*. Trata-se de uma conduta com elevador potencial danoso, não tendo efeito somente na vida dos transgressores, mas também no mercado financeiro como um todo, afeta a confiança dos investidores que acabam por buscar proteção daqueles que operam com informações privilegiadas. Imperioso analisar as medidas de repreensão aos infratores nas esferas administrativa, penal e civil, bem como tecer questionamentos acerca dos ajustes necessários para que sejam punidos os autores na medida da gravidade de suas condutas.

Palavras-chave: *insider trading*, informações relevantes, Comissão de Valores Mobiliários, mercado de capitais.

ABSTRACT

The *insider trading* consists in the use of relevant information disclosed internally, with relevance within the financial market, before its disclosure to the public, to avoid the loss of equity or to earn more money from the trading of shares by insiders. It is a conduct with a high potential for damage, not only having an effect on the lives of the offenders and the company, but also on the financial market as a whole, affecting the confidence of investors who end up seeking protection from those who operate with privileged information. It is imperative to analyze the measures of reprimand to offenders in the administrative, criminal and civil spheres, as well as to raise questions about the necessary adjustments so that the authors are punished according to the seriousness of their conduct.

Key-words: *insider trading*, relevant information, Comissão de Valores Mobiliários, financial market.

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	8
2	INFORMAÇÕES RELEVANTES	8
3	OS “<i>INSIDERS</i>” NA LEGISLAÇÃO BRASILEIRA	9
4	TIPIFICAÇÃO DO “INSIDER TRADING”	10
4.1	A penalização de crimes econômicos como ultima ratio	14
4.2	Insider Trading: White Collar Crime	15
4.3	Análise dos critérios de atuação da CVM em relação aos crimes de Insider Trading	16
4.4	Análise de caso: OSX	17
4.5	Análise de caso: Sadia	19
4.6	A interconexão entre os casos de Insider Trading	21
4.7	Realidade punitiva	22
5	CONCLUSÃO	22
	BIBLIOGRAFIA	25

1. INTRODUÇÃO

O uso indevido de informações relevantes é umas das condutas ilícitas mais perigosas no mercado de capitais, o que justifica o enfrentamento dos órgãos regulatórios internacionalmente para coibição da prática.

O *insider trading* consiste na negociação com base em informações relevantes ainda não divulgadas ao mercado, com intuito de obter vantagem em relação aos outros investidores que ainda não têm consciência do fato relevante, que muitas vezes incide diretamente no valor das cotas mobiliárias negociadas.

O grande empecilho em relação à responsabilização do *insider trading* é a comprovação da posse da informação privilegiada, e isso normalmente acontece por indícios, que devem ser robustos e contundentes e não mera adivinhação ou previsão.

A comprovação é o maior empecilho, visto que, os agentes detêm bastante conhecimento à cerca das operações realizadas, sendo essas realizadas com o intuito de esconder as operações ilícitas de possíveis investigações. As vezes os transgressores podem até ser indiciados, porém se a prova colhida pela Comissão de Inquéritos não for contundente e concreta, podem estes, muitas vezes, acabarem sendo absolvidos.

O presente trabalho discorrerá sobre prática tipificada no Código Penal Brasileiro, denominada “*insider trading*”, analisando suas consequências no âmbito penal, administrativo e regulatório, com enfoque no “*insider*” e nas informações relevante.

Cumprir analisar, também, se o órgão regulador, a Comissão de Valores Mobiliários, é eficaz o bastante para responsabilização e punição dos infratores e também para prevenção da conduta.

2. INFORMAÇÕES RELEVANTES

Como pontua Pyndik, a maior parte das empresas de grande porte são controladas por administradores. Os que não integram a administração da companhia, geralmente possuem uma pequena parte do capital acionário ou detêm capital insuficiente e vai além de seu poder demitir um administrador quando este entregar resultados insatisfatórios. O

monitoramento do desempenho é custoso e muito difícil, resultando na busca dos administradores por seus objetivos pessoais ao invés de focar no interesse acionário.¹

A utilização de informações relevantes foi um dos meios que os administradores recorreram para a realização de seus objetivos pessoais, locupletando ou evitando a deterioração patrimonial através de informações adquiridas em razão de seu cargo, e utilizadas sem paridade com o restante do mercado. Conforme ensinamentos de Rover e Murcia: “os usuários internos estão mais informados, uma vez que têm acesso privilegiado às informações da organização”².

Tais informações são de caráter relevante para qualquer investidor, seja ele um investidor de grandes números ou não. A disparidade de informações juntamente com as operações ilícitas que se utilizam do conteúdo contido nas informações, geram impactos enormes ao mercado de capitais como um todo. Como pontuam Rover e Murcia, os investidores:

“buscam uma proteção contra possíveis perdas resultantes de negociações com outros agentes mais bem informados, diminuindo o preço no qual estão dispostos a pagar por um título e/ou aumentando o preço exigido para vender seus títulos”³

Essa busca pela proteção contra agentes bem informados e contra o aumento de preço exagerado do papel, se dá pela desconfiança criada entre o investidor e companhia, passando-se a acreditar que o mercado inteiro é gerido de forma manipulada. Um mercado onde somente pessoas de grande influência e detentores dos cargos empresariais teriam acesso direto às informações com teor relevante, e somente estas poderiam usufruir desse setor para enriquecer.

Os Administradores, membros instituídos pelo estatuto ou contrato social da companhia, membros do Conselho Fiscal, acionistas controladores, subordinados dos administradores, que por via dos fatos tem acesso às informações relevantes, foram denominados popularmente como “*insiders*”, a serem tratados no próximo tópico.

3. OS “INSIDERS” NA LEGISLAÇÃO BRASILEIRA

¹ PYNDIK E RUBINFELD. 2013, pg. 638 e 639.

² ROVER E MURCIA . 2010, pg 3.

³ ROVER E MURCIA . 2010, pg 4.

Apesar de o *insider trading* ter se tornado uma conduta cada vez mais reiterada no mercado de capitais brasileiro, o *insider* não possui termo classificado de forma literal no ordenamento jurídico. Cunhado da língua inglesa, o termo *insider*, levando em conta apenas seu significado em relação à uma companhia, é toda pessoa que em virtude dos fatos tem acesso às informações relevantes relacionadas aos negócios da companhia.⁴

A legislação brasileira, nas Leis 6.404/76 e 6.385/76, tipificam e apresentam os *insiders*, quais são: (a) administradores – conselheiros e diretores da companhia (art. 145 da Lei nº 6.404/76); (b) membros de quaisquer órgãos, criados pelo estatuto da companhia, com funções técnicas ou destinadas a aconselhar os administradores (art. 160 da Lei nº 6.404/76); (c) membros do Conselho Fiscal (art. 165 da Lei nº 6404/76); (d) subordinados dos administradores (§ 2º do art. 155 da Lei nº 6.404/76); (e) terceiros de confiança dos administradores (§ 2º do art. 155 da Lei nº 6.404/76); e (f) acionistas controladores (art. 22, inciso V, da Lei nº 6.385/76).

Conforme o artigo 155, inciso I, da Lei nº 6.404/76, o administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre seus negócios, sendo-lhe vedado usar, em benefício próprio ou de outrem, com ou sem prejuízo para a companhia, as oportunidades comerciais de que tenha conhecimento em razão do exercício de seu cargo.

Nuno Peixoto do Amaral define que:

*Aquele – o insider – que, independentemente da função que desempenha e tendo em sua posse uma informação que se considera privilegiada, enquanto figura não publicitada e capaz de per se, influenciar de maneira sensível os preços nos mercados de valores mobiliários, se fizer, tentar ou fazer com que alguém dela se aproveite, é punido criminalmente.*⁵

Sendo assim, os *insiders* têm como função proteger de forma sigilosa as informações a eles confiadas, não somente pela ética em razão do vínculo com a companhia, mas também em atendimento à disposição legal.

4. TIPIFICAÇÃO DO “INSIDER TRADING”

⁴ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. 1978.

⁵ NUNO PEIXOTO AMARAL. 2006, pg. 1064.

Na intenção de proteger cada vez mais os investidores, fez-se premente a necessidade de reforma da legislação societária e de mercado de capitais, ato realizado na Lei 10.303/2001. O tema de mais relevância dentro das mudanças realizadas foi a criminalização do *insider trading* para aqueles que tinham o dever legal de manter sigilo da informação relevante ainda não divulgada, culminada, nestes casos, pena de privativa de liberdade de 1 a 5 anos e multa, conforme tipificação da Lei nº 6.385/76, que dispõe em seu artigo 27-D que:

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.

A conduta inerente ao tipo penal está diretamente relacionada com a forma de utilização das informações relevantes. As informações são adquiridas por meio de cargo (*insider*) ou dicas advindas de um *insider*, e consuma-se a infração penal quando o agente realizar a compra ou venda de cotas mobiliárias, a fim de locupletar ou evitar a desvalorização de seu patrimônio ou de outrem, sem que as informações fossem divulgadas ao público anteriormente ao início das operações⁶.

A informação relevante poderá ser utilizada pelo infrator de duas formas – a primeira, caso seja positiva, será a efetuação da compra de cotas mobiliárias antes da publicação da informação, para que o valor do ativo não sofra influência da informação privilegiada. E, então, após a publicação da informação e a valorização do ativo, o agente efetua a venda. A segunda se dá caso a informação seja negativa. Para evitar a desvalorização de seu patrimônio, o agente, ao tomar conhecimento da influência da informação negativa, vende suas cotas mobiliárias antes da publicação, protegendo suas cotas da desvalorização.

A reforma também deu destaque a obrigação legal da CVM de zelar pelos investidores com relação às informações relevantes que ainda não foram divulgadas, acrescentando a alínea C ao Artigo 4º, inciso IV da Lei. 6.385/76:

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

⁶ PRADO, RACHMAN E VILELA. 2016, pg. 40.

IV - Proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra:

c) o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários.

Além do destaque dado à obrigação da CVM, houve também uma alteração da Lei das Sociedades Anônimas – esta criminalizava não somente os *insiders* “primários”, mas qualquer pessoa que, ciente do fato relevante e anteriormente a sua respectiva publicação, incorresse na prática do *insider trading*, ou seja, utilizasse da informação privilegiada para obter vantagem no mercado de capitais.

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

§ 4o É vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001)

Em vistas da problemática, em 2002 a CVM, visando a ampliação da criminalização da conduta do *insider trading*, aprovou uma nova regulamentação, com dispositivos que fixavam proibições para as negociações dos *insiders*. Após sua aprovação, objetivava-se que os negócios passariam a ser realizados de forma idônea, somente após a divulgação das informações relevantes.

Conforme dispõe o Artigo 13 da Resolução CVM nº 44, de 23 de agosto de 2021:

Art. 13. É vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, mediante negociação de valores mobiliários.

Nítida foi a evolução intentada pelos legisladores e órgãos regulatórios em relação à tomada de medidas para combate à prática do *insider trading*, iniciadas em meados dos anos 2000. Primeiramente com a criminalização da conduta do uso inapropriado de informações privilegiadas para pessoas com o dever legal de manter o sigilo da mesma. Posteriormente, a CVM adquire competência e mandato legal para combater a conduta, estando diretamente ligada na atividade de regulamentação, monitoramento e punição do mercado de valores mobiliários. Amplia-se também as possibilidades de agentes se

tornarem sujeitos ativos na prática da conduta, passando a responder não somente os *insiders* “primários”, mas qualquer pessoa que utilizasse as informações em benefício próprio ou de outrem, denominados *insiders* “secundários”⁷.

Segundo instruções da CVM, os *insiders primários* são:

*(os) acionistas controladores ou administradores da companhia, ou ainda, exercem função, mesmo pública e ainda que temporária, que lhes permitam acesso direto a uma informação privilegiada. Essas pessoas recebem a informação privilegiada diretamente de sua fonte e têm conhecimento suficiente para saber que tal informação é relevante.*⁸

*E 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 (também) não estão autorizados a negociar com base nas informações privilegiadas obtidas.*⁹

4.1 A penalização de crimes econômicos como *ultima ratio*

A sociedade capitalista, juntamente com as novas políticas criminais e com o avanço tecnológico modificaram a maneira de se regular e controlar o mercado. Novos riscos surgiram, resultando em inseguranças e incertezas nunca antes experimentadas. Uma sociedade de risco que tende a expandir a criminalidade na esfera econômica, desencadeando a maior necessidade de o direito penal incidir sobre tais questões.¹⁰

Diante disto, surge o Direito Penal Econômico, substituindo os problemas individuais pelos conflitos supraindividuais, considerados bens jurídicos universais. Com a expansão da incidência do Direito Penal Econômico, passa-se a abordar não só questões

⁷ PRADO, RACHMAN E VILELA. 2016, pg. 41.

⁸ Uso Indevido de Informação Privilegiada (Insider Trading) / Comissão de Valores Mobiliários. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2016. 45p. (Cadernos CVM, 11), p. 21.

⁹ Uso Indevido de Informação Privilegiada (Insider Trading) / Comissão de Valores Mobiliários. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2016. 45p. (Cadernos CVM, 11), p. 22.

¹⁰ LUCIANO SANTOS LOPES E TICIANE MORAES FRANCO, pg. 2.

relacionadas somente ao indivíduo e sim ao desenvolvimento e segurança do indivíduo na sociedade pós-industrial.¹¹ Conforme ditames de José Francisco de Faria Costa:

*“ o direito penal encontra a sua razão de ser e o seu fundamento na dimensão onto-antropológica de cuidado-de-perigo. O que faz com que a ilicitude penal material se manifeste na perversão ou ruptura daquela precisa relação de cuidado-de-perigo.”*¹²

Insta ressaltar que o direito penal não protege apenas o dano em si, mas tutela a ameaça de dano. O artigo 5º da Constituição Federal discorre que a lei não excluirá da apreciação do poder judiciário lesão ou ameaça ao direito.

Art. 5º Todos são iguais perante a lei, sem distinção de qualquer natureza, garantindo-se aos brasileiros e aos estrangeiros residentes no País a inviolabilidade do direito à vida, à liberdade, à igualdade, à segurança e à propriedade, nos termos seguintes:

XXXV - a lei não excluirá da apreciação do Poder Judiciário lesão ou ameaça a direito.

Com isso é justificável a intervenção penal por se tratar de uma conduta altamente lesiva, podendo causar prejuízos além dos investidores e as companhias, resultando até mesmo na quebra total de um mercado financeiro. As constantes fraudes levam o mercado a um descrédito absoluto, destruindo os dois principais pilares dessa atividade: a confiança e boa-fé.

4.2 Insider Trading: *White Collar Crime*

O termo “crime do colarinho branco” foi cunhado por Edwin Sutherland, um renomado criminalista estadunidense, em um discurso à *American Sociological Association*. O termo é definido em decorrência do crime cometido por uma pessoa com relevante status econômico e social, em exercício de sua função, e na maioria das vezes,

¹¹ LUCIANO SANTOS LOPES E TICIANE MORAES FRANCO, pg. 2.

¹² JOSÉ FRANCISCO DE FARIA. 2005, pg. 255.

se dá pela quebra de confiança. Após definir a posição de relevância do infrator, conclui-se que o criminoso possui educação, poder e fundos monetários.¹³

Seu discurso comportava uma ideia inovadora no tocante a abordagem de crimes à época, em um contexto em que a maioria dos pesquisadores defendiam que a pobreza e desigualdade eram causas da criminalidade. Sutherland acreditava que concomitantemente, coexistiam os criminosos de considerável status social e que por serem portadores de grande influência política e social, não eram tidos como suspeitos de suas transgressões penais, de acordo com Renato Ribeiro Velloso:

*Muitos destes crimes são de difícil percepção, pois são preparados por criminosos sofisticados, que usam de todos os artifícios possíveis para tentarem esconder suas atividades com uma série de transações complexas.*¹⁴

O crime de *insider trading* se encaixa perfeitamente na definição do termo trazido pelo sociólogo, reiterando que a repressão do Estado se faz necessária, haja vista que, se de nada carece o infrator, a motivação é somente a sua ambição manifestamente demasiada em busca de poder e recursos. Além de o *insider trading* ser uma prática perigosíssima para a saúde do mercado financeiro, podendo até mesmo colapsá-lo, vale frisar que é um crime que se afasta de quaisquer narrativas de desigualdade social, corroborando para o merecimento de repulsa dos cidadãos e do Estado, e fazendo jus às tentativas de identificação e punição dos que incidem nesse tipo penal.

4.3 Análise dos critérios de atuação da CVM em relação aos crimes de *Insider Trading*

A reforma com a Lei 10.303/2001, como dito anteriormente, evidenciou o objetivo da CVM de fiscalizar, regular e normatizar o mercado de capitais brasileiros, tornando-se, portanto, competente para julgar tais processos administrativos.

Diante destas premissas, a CVM, em um de seus julgamentos, definiu quais são os requisitos imprescindíveis a serem comprovados para a possível condenação do

¹³ RENATO RIBEIRO VELLOSO. 2006, pg. 58.

¹⁴ RENATO RIBEIRO VELLOSO. 2006, pg. 58.

infrator, quais sejam: i) a utilização de informação relevante; ii) referida informação não ter sido ainda divulgada ao mercado; e iii) com a finalidade de auferir vantagem para si ou para outrem.¹⁵

Sendo necessária a comprovação dos fatos, busca a Comissão de Inquérito identificar os três apresentados acima, a fim de que haja motivação suficiente para comprovar eventual condenação.

Como já citado anteriormente, os *insiders* perfazem de exímias maneiras para maquiar as operações realizadas com base na informação relevante, tornando-as praticamente indecifráveis e indistinguíveis, de modo a dificultar a construção de provas contra o praticante.

No tocante ao primeiro requisito, acerca da utilização de informação relevante, cabe à Comissão de Inquérito comprovar a realização de operações mediante a utilização das mesmas, a posse das informações do investigado antes da operação sob investigação e, não obstante, demonstrar que a informação tem conteúdo de relevância para todos os investidores.

Em relação ao segundo critério, é necessária a comprovação de que a informação utilizada não teria sido ainda divulgada ao mercado, o que violaria o critério sigiloso e de privilégio da informação. Caso a operação fosse realizada após a divulgação, caracterizaria excludente de ilicitude, visto que a operação se deu com paridade informativa com os demais investidores.¹⁶

Por fim, o terceiro, que se desenvolve juntamente com os critérios discorridos, e torna-se função da Comissão de Inquérito comprovar que o acusado realizou a operação no intuito de obter vantagem pessoal ou para outrem. Vale ressaltar que esta é uma das fases mais difíceis, já que se trata de dolo do agente, ou seja, um critério subjetivo.¹⁷

Comentadas as fases de apuração de provas a serem conduzidas pela Comissão de Inquérito, fica ainda mais evidente a dificuldade de comprovação probatória do órgão regulador em relação ao acusado.

¹⁵ MILANEZI, 2015, PG 112

¹⁶ MILANEZI, 2015, PG 112

¹⁷ MILANEZI, 2015, PG 107

4.4 Análise de caso: OSX

Fundada por Eike Batista, a empresa OSX é integrante do grupo EBX. O processo administrativo RJ2013/13172 apurou que houve o uso de informações privilegiadas em operações realizadas por seu fundador, infringindo o art. 155, § 1º, da Lei nº 6.404, de 19765 e ao art. 13, caput, da Instrução CVM nº 358, de 2002.¹⁸

Eike, após tomar conhecimento da mudança do plano de negócios que sofrera a empresa, no dia 19 de abril de 2013, alienou 9.911.900 ações ordinárias da mesma que, no dia da operação, detinham o valor unitário médio de R\$ 3,40 por cota, resultando em um montante total de R\$ 33.700.460,00.

Segundo os autos, os investidores somente tomaram ciência da informação relevante no dia 17 de maio de 2013, quando foi dada a publicação de seu conteúdo, cientificando-os que o Conselho de Administração aprovara a alteração do Plano de Negócios da Companhia, bem como o exercício da opção de subscrição por Eike de novas cotas.

Em face do disposto, a CVM concluiu que Eike, na posse de informação privilegiada ao negociar as ações da OSX, evitou para si um prejuízo de R\$ 10.506.614,00, visto que após as informações virem à público, na abertura do pregão subsequente, o valor da cota era de R\$ 2,34.

O acusado, em sua defesa, alega que a operação realizada tinha como objetivo cumprir o prazo para enquadramento do *free float* da Companhia, ou seja, atingir o mínimo de 25% de ações em circulação, conforme exigência do Regulamento de Listagem do Novo Mercado da BM&FBovespa. Ainda, em se tratando de sua defesa, alegou que as alterações só foram tomadas após uma reunião realizada em 17 de maio de 2013, mesma data da divulgação do fato relevante e, sendo assim, não influenciou na decisão dos investidores acerca da compra e venda de ações da companhia.

Apesar da tese utilizada, seus argumentos não foram capazes de eximir sua responsabilidade no caso. Como já discorrido no presente trabalho, o administrador (*insider*) tem a obrigação legal de cumprir o sigilo em relação as informações relevantes e estão absolutamente vedados de valer-se da informação para obter vantagem, para si ou

¹⁸ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. RJ2013/13172.

para terceiros, com a compra ou venda de cotas mobiliárias, conforme ditames da Lei 6.404/76:

“Art. 155, §1º. Cumpre, ademais, ao administrador de companhia aberta, guardar sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, obtida em razão do cargo e capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários, sendo-lhe vedado valer-se da informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários. ”

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

Eike Batista, de acordo com a cronologia dos fatos, desde o dia 15 de abril de 2013 tinha acesso à informação privilegiada, dada sua publicidade somente no dia 17 de maio de 2013, um mês depois. Além disso, sua operação foi realizada 4 dias após a ciência da alteração do Plano de Negócios da empresa.

De acordo com o Processo Administrativo, as propostas que foram discutidas na supracitada reunião eram de efeitos imediatos, tais como – redução da mão de obra direta e indireta, paralisação de iniciativas junto a novos clientes, rescisão dos contratos de bens e serviços de bens não essenciais, conclusão das instalações mínimas do Cais Norte, venda de ativos sem utilização imediata, busca de novos sócios e continuidade dos estudos para o equacionamento econômico/financeiro da OSX.

Destarte, o empresário tinha completa ciência que os termos discutidos naquela reunião afetariam consideravelmente a confiança dos investidores nos resultados

prometidos, refletindo diretamente no preço da ação da empresa, previsão que se consumou na data das referidas publicações.

Por fim, foi condenado (i) à penalidade de multa pecuniária no valor de R\$ 21.013.228,00 (vinte e um milhões treze mil duzentos e vinte e oito reais), correspondente a duas vezes o montante da perda evitada, e (ii) à penalidade de inabilitação temporária pelo prazo de 5 (cinco) anos para o exercício do cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários.

4.5 Análise de caso: Sadia

O segundo caso a ser analisado se trata do processo instaurado para apurar o uso indevido de informação privilegiada em operações realizadas por sócios-investidores, anteriormente à divulgação, pela Sadia S.A, em uma oferta pública de aquisição do controle acionário da Perdigão S.A, ocorridos na BOVESPA

De acordo com a Sadia, no dia 7 de abril de 2006, ocorreu o primeiro contato para a possibilidade de uma oferta de compra. Desde então o assunto foi tratado de forma sigilosa em sucessivas reuniões com os administradores, assessores e funcionários da Sadia.

A oferta veio à público no dia 16 de julho de 2006, pela qual a Sadia S.A ofertava o valor de R\$ 27,88 por cota da companhia Perdigão S.A., porém, como publicado pela mesma, foi recusado por acionistas titulares que detinham 55,38% do capital.

Descontentes com a decisão, no dia 20 de julho de 2006, a Sadia aumenta o valor de sua oferta para R\$ 29,00 por cota. Novamente, os acionistas titulares, detentores dos mesmos 55,38% recusaram a oferta.

A Bovespa e a superintendência de relações com o mercado e intermediários visualizaram que na semana antecedente à oferta das ações da Perdigão S.A e da Sadia S.A apresentaram alta não convencional, visto que o Ibovespa estava em queda. A alta inesperada resultou em indícios do uso de informação privilegiada e motivaram uma investigação acerca dos principais participantes que operaram às vésperas da oferta e a eventual ligação com pessoas que tinham o possível conhecimento da oferta pública.

A Comissão de Inquéritos identificou que os investidores que operaram possuíam relações pessoais com indivíduos previamente conhecedores da oferta (*insiders*), tendo sido investigados dez comitentes. Ao fim da análise, a Comissão de Inquérito responsabilizou três comitentes por infração ao art. 155, parágrafo 4º, da lei 6.404, de 16 de dezembro de 1976, porém 2 foram absolvidos por insuficiência de provas.

Em se tratando do condenado, Flávio Fontana Mincaroni fazia parte do bloco de controle da Sadia e, de acordo com a companhia, teve conhecimento da realização da oferta pública no dia 13 de julho de 2006.

Seu pai, Jorge Alberto Mincaroni, que não possuía relação direta com a Sadia S.A, comprou oito mil cotas PRGA3 (Perdigão) durante os dias 12 a 14 de julho de 2006 e as vendeu logo após a publicação da oferta, em 18 e 21 de julho, faturando assim um lucro bruto de R\$ 42.773,00. Porém, o que causou mais estranheza é que Jorge nunca havia negociado antes ações da Perdigão e, além desse fato, Flávio era pessoa autorizada a emitir ordens em seu nome.

A CVM optou por não acusar Jorge Alberto Mincaroni, apesar dos negócios terem sido realizados em seu nome. A razão para isso é que os registros das ordens estavam em nome de Flávio Fontana Mincaroni, via conta conjunta compartilhada entre ambos.

O acusado alegou em sua defesa que a iniciativa e a transmissão da ordem couberam ao seu pai, argumento fático que foi completamente refutado, visto que os registros das ordens da própria corretora estavam diretamente ligados ao seu nome.

O magistrado, por fim, concluiu com o conjunto probatório que Flávio Fontana Mincaroni operou com base em informações privilegiadas, sendo sua conduta punida com a aplicação de multa no valor de R\$ 500.000,00.

4.6 A interconexão entre os casos de Insider Trading

Observando a narrativa dos dois casos no plano físico, percebe-se que ambos os infratores são *insiders* primários, administradores que devido ao cargo e ao acesso a informações relevantes sobre a companhia, utilizaram-na de forma imprópria afim de obter vantagem para si.

No primeiro caso, Eike utiliza das informações afim de evitar a desvalorização de seu patrimônio, vendendo suas cotas antecipadamente, no ponto em que a notícia ainda não publicada não havia surtido efeito na precificação das cotas.

Já no segundo, Flávio, trabalhou de forma oposta, ao ter ciência da notícia da possível compra da companhia concorrente, comprou as cotas, antes da publicação e após a divulgação, exerceu a venda das mesmas, aumentando o seu patrimônio.

Apesar do diferente uso da informação privilegiada, um para evitar a desvalorização e outro para auferir vantagem, vale ressaltar quem em ambos os casos a punição foi de multa que, mesmo que de valor significativo, não é o suficiente para surgir efeitos significativos em relação à eficiência punitiva.

4.7 Realidade punitiva

O crime de *insider trading* é incontestavelmente uma ameaça ao mercado financeiro, e nota-se que na maioria das vezes a CVM é incapaz de identificar e punir os envolvidos nas transgressões desse tipo penal. No período de 2002 a 2015, a Comissão de Valores Imobiliários disponibilizou dados de que julgou 764 processos administrativos e deste número, apenas 50 casos envolviam a atividade de *insider trading*, representando 7% do total.

A respeito dos números de indiciados, reporta-se que durante os anos de 2002 a 2015, de 223 indiciados, apenas 59 foram punidos, enquanto 164 restaram absolvidos. Em se tratando dos 50 processos que envolvem o uso ilícito de informações privilegiadas, 44% dos casos tiveram todos os seus indiciados absolvidos, 28% foram todos punidos e, por fim, 28% tiveram punidos e absolvidos.

Além da grande maioria dos casos e dos indiciados serem absolvidos nesse contexto, cabe ressaltar que dentre os condenados, em 88% dos casos estes são punidos meramente com multa.¹⁹ Nota-se que a comunicação entre os entes administrativos e a esfera penal é escassa, visto que a CVM não possui o condão de condenar os investigados. Desta forma, grande parte das ocorrências restam praticamente impunes, ao passo que a mera imposição de prestações pecuniárias por parte da agência regulador torna-se apenas

¹⁹ PRADO VIVIANE MULLER, 2016, PG 42.

uma inconveniência para aqueles que pretendem praticar tal transgressão, comum a pessoas com elevado prestígio social e poder aquisitivo.

Além do exposto, fica evidente que a capacidade do órgão regulador em comprovar os três requisitos ainda é subdesenvolvida, valendo ressaltar que esses números podem ser reflexo direto da complexidade das transações feitas pelos *insiders*, com o objetivo de camuflar ao máximo as transações e condutas ilícitas, obstando ainda mais o Estado no dever de proteção aos investidores e ao mercado de capitais.²⁰ Assim sendo, cabe uma observação em relação à visão da sociedade aos crimes de *insider trading* – por não se tratar de um crime de violência, acaba-se por relativizar a conduta. Além disto, coaduna o fato de que os indivíduos que violam a normativa penal pertencem à alta sociedade, acrescidos de grande influência social, política e educacional, meios que se utilizados de forma ardilosa diminuem a anuência punitiva do Estado, justificando a impunidade exacerbada.

5. CONCLUSÃO

É comum às sociedades um grau evolutivo transgressor, que visa encontrar lacunas e brechas na legislação, de forma a aprimorar as táticas de encobrimento das infrações pelas quais seriam punidos. Tais técnicas escusas são comuns aos crimes de cunho econômico, tipicamente utilizadas por pessoas de elevado poder aquisitivo e prestígio social, a fim de auferir vantagens e obter um enriquecimento desenfreado. Com a banalização de tais práticas, fez-se necessária a aplicação do Direito Penal Econômico para regulamentar as novas condutas que ferem bem jurídicos alheios.

O *insider trading* é justamente uma lacuna descoberta com a rápida evolução da sociedade e do mercado financeiro, consistindo na utilização de informações que possuem uma grande influência nas precificações das ações das empresas de sociedade anônima, a fim de alavancar ganhos pecuniários ou evitar a desvalorização dos próprios investimentos.

As informações são normalmente adquiridas por pessoas de alto cargo, os insiders, que, de acordo com a legislação vigente, são: (a) administradores – conselheiros e diretores da companhia (art. 145 da Lei nº 6.404/76); (b) membros de quaisquer órgãos,

²⁰ LUÍS FERNANDO CUNHA VILLAR. 2016.

criados pelo estatuto da companhia, com funções técnicas ou destinadas a aconselhar os administradores (art. 160 da Lei nº 6.404/76); (c) membros do Conselho Fiscal (art. 165 da Lei nº 6404/76); (d) subordinados dos administradores (§ 2º do art. 155 da Lei nº 6.404/76); (e) terceiros de confiança dos administradores (§ 2º do art. 155 da Lei nº 6.404/76); e (f) acionistas controladores (art. 22, inciso V, da Lei nº 6.385/76).

Estes utilizam da informação, para conseguir, de forma injusta com os outros investidores, vantagem para si ou para terceiros, chamados de insiders secundários. O insider trading é considerado um crime de colarinho branco, visto que, os insiders, em sua grande maioria das vezes são pessoas de bastante requinte social e financeiro e que em tese não teriam motivação para cometer crimes econômicos.

Apesar da legislação brasileira tipificar o *insider trading*, o que fica evidente é a dificuldade dos órgãos reguladores e investigativos no desenvolvimento provas acusatórias, dada a grande complexidade das operações, gerando na maioria dos casos absolvição por falta de provas e, não obstante, quando condenado, a punição recebida é comumente o pagamento de multa, que apesar de ser significativamente maior do que a vantagem conquistada, não se compara à gravidade e consequências que a conduta do *insider trading* pode gerar.

A aplicação de multa e prestação pecuniária aos transgressores configura mero contratempo para os *insiders*. Após a análise dos casos que, além de emblemáticos, são representativos de muitos outros que ocorrem abaixo dos radares, pode-se concluir que é comum aos principais envolvidos na conduta a prévia notoriedade social, o poderio, os vastos patrimônios e a ganância irrefreável. Tais agentes possuem meios de instruírem-se e arquitetarem transações praticamente indistinguíveis aos órgãos administrativos, reguladores e penais. Além da dificuldade de identificação, não lhes faltam formas de escusarem-se de quaisquer penalidades que eventualmente lhe forem aplicadas. Sendo assim, a atual formatação da legislação penal e regulatória traz aos criminosos a ideia de que a infração é mais vantajosa do que a mera possibilidade de responsabilização.

Conclui-se, portanto, a essencialidade da aplicação do Direito Penal aos casos de *insider trading*, na medida que esta deverá ser sempre revisada e incrementada, a fim de atingir uma efetiva atuação estatal, e não meramente regulatória, nos casos descritos. Resta incontestável a insuficiência da Comissão de Valores Mobiliários para, sozinha, reprimir o uso de informação privilegiada em transações no mercado financeiro. Em

respeito ao princípio da *ultima ratio*, vê-se que o Direito Penal é, atualmente, a única esfera cabível na repressão e prevenção do *insider trading*.

É necessária a introdução por meio da Comissão de Valores Mobiliários de incentivos para as companhias negociadoras de ações, a fim de que medidas internas de *compliance* sejam adotadas para prevenção e célere identificação de infrações penais em suas instalações. Assim, se ganham ambos os lados, restaurando a confiança do mercado em suas operações financeiras e combatendo de forma eficaz as práticas tipificadas dos *insiders*.

Adicionalmente, há que se questionar acerca de possíveis alterações legislativas ao tipo penal. O aumento da pena base de 1 para 5 anos e máxima de 5 para 8 anos, por exemplo, em muitos casos obstaría a substituição da pena por restritiva de direitos e, conseqüentemente, desencorajaria a comissão do crime por parte dos *insiders*, visto a ineficácia da aplicação de pena de multa nestes casos.

O *insider trading* deve ser visto pela sociedade como um crime equiparado ao de corrupção, dito que em ambos os agentes comumente têm condições financeiras, educacionais e status social, não se valendo de nenhuma motivação para cometer, a não ser sua própria ambição desmedida. Sendo assim, podemos considerar que essa conduta, além de ser extremamente danosa para o mercado financeiro, corroborar para o enriquecimento ilícito, destruir a confiança entre investidor e mercado deve ser tratada como um crime gravíssimo, não sendo passível de punição somente na esfera administrativa e sim também na penal, de modo a existir uma medida efetiva o suficiente para a proibição e punição daqueles que incorrem no tipo penal ou desejam atuar em afronta aos ditames da legislação.

BIBLIOGRAFIA

AMARAL, Nuno Peixoto. Insider trading ao serviço do terrorismo. In: COSTA, José de Faria; SILVA, Marco Antônio Marques da. Direito penal especial, processo penal e direitos fundamentais. Visão luso-brasileira. São Paulo: Quartier Latin, 2006, p. 1064.

BRASIL. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. RESOLUÇÃO CVM Nº 44, DE 23 DE AGOSTO DE 2021. Disponível em: <https://www.in.gov.br/web/dou/-/resolucao-cvm-n-44-de-23-de-agosto-de-2021-340157281>. Acesso em: 17 out 2022.

BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Diário Oficial da União: Seção 1, Suplemento, 17/12/1976, Página 1. PL 2559/1976.

BRASIL. Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Diário Oficial da União: Seção 1, 9/12/1976, Página 16037. PL 2600/1976.

BRASIL. Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001. Altera e acrescenta dispositivos na Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Diário Oficial da União, Seção 1, 1/11/2001, Página 4. PL 3115/1997.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2013/13172. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2017.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Uso Indevido de Informação Privilegiada (Insider Trading) Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2016.

COSTA, José Francisco de Faria. Ilícito-típico, resultado e hermenêutica (ou retorno à limpidez do essencial). Coimbra: RPCC, Ano 12, nº I, 2002.

LOPES, Luciano Santos; FRANCO, Ticiane Moraes. Administrativização do Direito Penal Econômico. In: <http://www.cpjm.uerj.br/wp-content/uploads/2021/01/ADMINISTRATIVIZACAO-DO-DIREITO-PENAL-ECONOMICO.pdf>. Acesso em: 22 out 2022.

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

PARENTE, Norma Jonssen. Aspectos Jurídicos do “Insider Trading”. Comissão de Valores Mobiliários. 1978. In: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/aceso_informacao/serieshistoricas/estudos/anexos/Aspectos-Juridicos-do-insider-trading-NJP.pdf. Acesso em: 17 out 2022.

PINDYCK, Robert S.; RUBINFELD, Daniel L. Microeconomia. 8ª edição. São Paulo: Pearson Education do Brasil, 2013.

PRADO, Viviane Muller; RACHMAN, Nora; VILELA, Renato. Insider Trading: Normas, Instituições e Mecanismos de Combate no Brasil. São Paulo: FGV Direito SP, 2016.

ROVER, Suliani; D. MURCIA, Fernando. "Influência do disclosure voluntário econômico e socioambiental no custo de capital próprio de empresas brasileiras." Natal: Encontro da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Ciências Contábeis - ANPCONT, IV, 2010.

VELLOSO, Renato Ribeiro. O crime do colarinho branco. Visão geral. Millenium-Journal of Education, Technologies, and Health, n. 32, p. 58-59, 2016.

VILLAR, Luís Fernando Cunha. O insider trading no Brasil: precedentes do Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários – São Paulo: Insper, 2016.

TERMO DE AUTENTICIDADE DO TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO

Eu, Enzo de Almeida

discente regularmente matriculado(a) na disciplina TCC II, da 10ª etapa do curso de Direito, matrícula nº 318.9252-3, período noturno, turma 10R, tendo realizado o TCC com o título:

ASPECTOS JURÍDICOS DA PRÁTICA DE “INSIDER TRADING”

sob a orientação do(a) Professor(a) André Boiani e Azevedo

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, 10 de novembro de 2022.



Assinatura do discente