



UNIVERSIDADE DO SUL DE SANTA CATARINA
TATIANE GHISI CADORIN

DIREITO ECONÔMICO:
A REPRESSÃO À PRÁTICA DO DELITO DE INSIDER TRADING E A
INEFETIVIDADE DA TUTELA PENAL

Araranguá-SC

2020

TATIANE GHISI CADORIN

**DIREITO ECONÔMICO:
A REPRESSÃO À PRÁTICA DO DELITO DE INSIDER TRADING E A
INEFETIVIDADE DA TUTELA PENAL**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Curso de Graduação em Direito da Universidade do Sul de Santa Catarina, como requisito parcial à obtenção do título de Bacharel em Direito.

Orientador: Prof. Laercio Machado Junior, MS.

Araranguá-SC

2020

TATIANE GHISI CADORIN

**DIREITO ECONÔMICO:
A REPRESSÃO À PRÁTICA DO DELITO DE INSIDER TRADING E A
INEFETIVIDADE DA TUTELA PENAL**

Este Trabalho de Conclusão de Curso foi julgado adequado à obtenção do título de Bacharel em Direito e aprovado em sua forma final pelo Curso de Graduação em Direito da Universidade do Sul de Santa Catarina.

Araranguá, 08 de julho de 2020.

Professor e orientador Laercio Machado Junior, MS.
Universidade do Sul de Santa Catarina

Prof. José Adilson Cândido, Esp.
Universidade do Sul de Santa Catarina

Prof. Renan Cioff de Sant'Ana, Esp.
Universidade do Sul de Santa Catarina

Aos meus pais, irmãos, meu companheiro e a toda minha família que, com muito carinho e apoio, não mediram esforços para que eu chegasse até esta etapa de minha vida.

AGRADECIMENTOS

Agradeço aos meus pais Adão e Maria e as minhas irmãs Daniele e Carine pelo amor, incentivo e apoio incondicional. Os seus ensinamentos sobre honestidade, caráter e esforço, fizeram com que eu pudesse chegar até aqui.

Agradeço aos meus avós, em especial à Delma e Antonio (*in memoriam*), que fizeram parte de minha infância, e contribuíram para construção do ser humano da qual sou hoje.

Agradeço ao meu companheiro Filipe, que sempre esteve ao meu lado durante o meu percurso acadêmico e não desistiu nenhum segundo de me apoiar. Mesmo diante de noites mal dormidas e dias de estresse intenso, esteve comigo não me deixando desistir.

Agradeço aos meus sogros Adenar e Maria, que abriram sua casa e sua família quando precisei, me proporcionando um segundo lar.

Agradeço ao Curso de Direito da UNISUL e às pessoas com quem convivi ao longo desses anos, os quais fizeram parte do meu crescimento profissional e acadêmico, e auxiliaram para que a experiência estudantil fosse mais leve e descontraída.

Agradeço a todos os meus professores por me proporcionarem o conhecimento não apenas racional, mas a manifestação do caráter e afetividade da educação no processo de formação profissional. Levarei seus ensinamentos para a toda a vida.

Agradeço ao meu professor orientador Laércio, por aceitar participar deste projeto de pesquisa e pelo empenho dedicado para que ele fosse redigido e finalizado.

Enfim, a todos os amigos e colegas que direta ou indiretamente participaram da minha formação, o meu muito eterno agradecimento.

“Talvez não tenha conseguido fazer o melhor, mas lutei para que o melhor fosse feito. Não sou o que deveria ser, mas Graças a Deus, não sou o que era antes” (Marthin Luther King).

RESUMO

Atualmente, existe um consenso de que o Estado deve interferir na economia, distribuindo riquezas e limitando os excessos da iniciativa privada. Partindo dessa visão, estudos sobre o comportamento de grandes empresas e sua relação com a economia descobriram a existência de diversos delitos, os quais foram denominados de “crimes de colarinho branco”. Nesse sentido, o direito penal econômico é uma reação frente à dificuldade em punir essas infrações. O Sistema Financeiro Nacional, da qual essas empresas fazem parte, é campo sensível e que merece proteção penal. Dentro desse sistema, podemos citar um importante nicho, o mercado de capitais, local onde ocorrem as negociações entre empresas de capital aberto, como as sociedades anônimas, e os indivíduos que possuem economias para investir, os poupadores. Para que as negociações entre empresas e investidores ocorram de forma organizada, o legislador criou a autarquia CVM, órgão que zela pelo desempenho dos mercados de bolsa e balcão, famosos ambientes de negociação. Nesses ambientes as empresas de capital aberto comercializam valores mobiliários, em especial as ações, debentures e bônus de subscrição. A sociedade anônima participante do mercado, deve possuir órgãos internos específicos, como o conselho de administração, a diretoria, o conselho fiscal e a assembleia geral. Esses órgãos devem se submeter à diversos deveres, como os de informar e de lealdade, cujo escopo é garantir o sigilo de fatos e atos relevantes para que não sejam usados na fraude de operações financeiras. Caso administradores da companhia, ou pessoas a eles relacionadas, usem de seu conhecimento maliciosamente para obter vantagem, através de uso de informação considerada relevante e que influencie na compra de ações, poderão ser enquadrados no delito de *insider trading*. A prática possui disposições no artigo 155 da Lei 6.404/1976, bem como, vedação criminal no artigo 27-D da Lei 6.385/1976, podendo o infrator ser penalizado nas esferas administrativa, civil e penal, essa última mais recente no Brasil. Apesar da previsão do tipo criminoso, menos de dez casos chegaram ao judiciário brasileiro em quase vinte anos de legislação, e apenas um processo teve condenação transitada em julgado, reforçando a reflexão de que não existe no Brasil efetiva repressão penal ao delito de uso de informação privilegiada (*insider trading*).

Palavras-chave: Direito Penal. Economia. Mercado de Capitais. Insider Trading.

ABSTRACT

Currently, there is a consensus that the State should interfere in the economy, distributing wealth and limiting the excesses of the private sector. Based on this view, studies on the behavior of large companies and their relationship with the economy discovered the existence of several crimes, which were called “white collar crimes”. In this sense, economic criminal law is a reaction to the difficulty in punishing these infractions. The National Financial System, of which these companies are part, is a sensitive field and deserves criminal protection. Within this system, we can mention an important niche, the capital market, where negotiations between publicly traded companies, such as public limited companies, and the individuals who have savings to invest, the savers, take place. In order for negotiations between companies and investors to take place in an organized manner, the legislator created the CVM autarchy, a body that watches over the performance of the stock and over-the-counter markets, famous trading environments. In these environments, publicly traded companies sell securities, especially shares, debentures and subscription bonuses. The public limited company participating in the market must have specific internal bodies, such as the board of directors, the executive board, the fiscal council and the general meeting. These bodies must submit to various duties, such as reporting and loyalty, whose scope is to ensure the secrecy of relevant facts and acts, so that they are not used in the fraud of financial transactions. If company administrators, or people related to them, use their knowledge maliciously to gain an advantage, through the use of information considered relevant and that influences the purchase of shares, they may be framed in the crime of insider trading. The practice has provisions in article 155 of Law 6.404/1976, as well as, criminal prohibition in article 27-D of Law 6.385/1976, the offender being able to be penalized in the administrative, civil and penal spheres, the latter most recent in Brazil. Despite the prediction of the criminal type, less than ten cases reached the Brazilian judiciary in almost twenty years of legislation, and only one case had a final sentence, reinforcing the reflection that there is no effective criminal repression in Brazil for the crime of using information. insider trading.

Keywords: Criminal Law. Economy. Capital Market. Insider Trading.

LISTA DE ABREVIATURAS

B3	Brasil, Bolsa e Balcão
BACEN	Banco Central do Brasil
CC	Código Civil
CDC	Código de Defesa do Consumidor
CIA	Companhia
CP	Código Penal
CPP	Código de Processo Penal
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
CMN	Conselho Monetário Nacional
CRSFN	Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional
HC	Habeas Corpus
LSA	Lei das Sociedades por Ações
MPF	Ministério Público Federal
OPA	Oferta Pública de Aquisição
PAS	Processo Administrativo Sancionador
PGR	Procuradoria-Geral da República
REsp	Recurso Especial
S.A.	Sociedade Anônima
SFN	Sistema Financeiro Nacional
STJ	Superior Tribunal de Justiça

STF	Supremo Tribunal Federal
TRF-2	Tribunal Regional da 2ª Região
TRF-3	Tribunal Regional da 3ª Região
TRF-4	Tribunal Regional da 4ª Região

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO.....	12
2	CONSIDERAÇÕES SOBRE O DIREITO PENAL ECONÔMICO E O MERCADO DE CAPITAIS	14
2.1	RELAÇÃO ENTRE DIREITO, ECONOMIA E A TUTELA PENAL	14
2.2	INTRODUÇÃO AO MERCADO DE CAPITAIS	16
2.3	COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS	19
2.4	BOLSA DE VALORES E MERCADO DE BALCÃO	21
2.5	VALORES MOBILIÁRIOS	23
2.5.1	Ações.....	24
2.5.2	Debêntures	24
2.5.3	Bônus de Subscrição	25
2.6	SOCIEDADES POR AÇÕES	26
2.6.1	Introdução à sociedade anônima	26
2.6.2	Órgãos Societários.....	28
2.6.2.1	Assembleia geral	29
2.6.2.2	Conselho de administração.....	29
2.6.2.3	Diretoria.....	30
2.6.2.4	Conselho Fiscal	32
2.6.3	Administração da sociedade e seus deveres	33
2.6.3.1	Dever de informar e o sigilo relacionado à lealdade	34
3	A INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA NO MERCADO DE CAPITAIS	38
3.1	BREVE INTRODUÇÃO HISTÓRICA.....	38
3.2	NOÇÕES CONCEITUAIS E LEGISLAÇÃO	41
3.3	ESPÉCIES DE REPRESSÕES À PRÁTICA DELITIVA	44
3.3.1	Repressão administrativa	45
3.3.2	Repressão cível.....	48
3.3.3	Repressão penal	49
4	REPRESSÃO PENAL: ANÁLISE DOS CASOS EXISTENTES NO BRASIL	56
4.1	AÇÕES CRIMINAIS.....	56
4.1.1	Sadia e Perdigão	56
4.1.2	Random S.A	58
4.1.3	Mundial S.A	59

4.1.4 Eike Fuhrken Batista	61
4.1.5 JBS e os irmãos Batista.....	62
4.2 A INEFETIVIDADE DA REPRESSÃO PENAL.....	64
5 CONCLUSÃO.....	68
REFERÊNCIAS	70

1 INTRODUÇÃO

Na série *Billions* (2016), o então procurador-geral Chuck Rhoades busca insistentemente provar que o gestor de fundos Bobby Axelroad utiliza informações privilegiadas. No filme *Wall Street* (1987), o investidor Gordon Gekko é preso, depois de conseguir informações privilegiadas com o filho de um funcionário da empresa, para negociar papéis de uma companhia aérea.

Tais acontecimentos não ocorrem apenas em filmes e novelas. O Brasil apresentou, nos últimos anos, um cenário de crise econômica e política resultado do funcionamento de uma elaborada rede de corrupção no governo, cujo desmembramento envolveu a investigação de políticos de expressão e grandes empresários.

Em uma realidade em que as sociedades empresariais são partes relevantes do Sistema Financeiro Nacional (SFN) e, em consequência, do mercado de capitais, a realização de operações de cunho investigativo tem reflexo direto na bolsa de valores, principalmente porque opera no mercado, um seleto grupo de indivíduos cuja posição lhes oferece acesso privilegiado às informações relevantes para os negócios realizados.

Sendo assim, fazer parte do mais alto escalão de uma companhia e ter ciência do que está, ou será investigado, bem como, estar ciente de todos os acontecimentos internos de uma empresa, é uma gigantesca vantagem para aqueles que desejam investir no mercado mobiliário.

Dentro dessa esfera, influenciados pelo direito penal econômico americano, no intuito de evitar o uso de informações privilegiadas e em prol da segurança jurídica dos investidores, foi criminalizado no ordenamento pátrio à figura do *insider trading*. O delito pode gerar consequências ao infrator nas esferas administrativa, civil e penal, sendo esta última mais recente e pouco utilizada no Brasil.

A apreciação do tema é de extrema importância, haja vista o uso de informações privilegiadas aviltar a confiança dos investidores, fazendo-se necessária uma intervenção governamental efetiva, sancionadora, fiscalizadora e punitiva.

Logo, o objetivo do presente trabalho é analisar, com base na legislação e na jurisprudência brasileira, a repressão ao delito de *insider trading*, em especial à tutela penal. À vista disso, a pergunta que norteará essa pesquisa será: Há a efetiva repressão penal ao crime de *insider trading* no Brasil?

Para tanto, inicialmente, será estudado o meio no qual está inserido o referido delito, sendo parte do direito econômico, ocorrendo no mercado de capitais, onde verificar-se-

á que se trata de um segmento do sistema financeiro. A abordagem abrangerá a funcionalidade da agência reguladora do mercado de capitais, a denominada Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Por conseguinte, analisar-se-á às definições de bolsa de valores e mercado de balcão, os tipos de valores mobiliários negociáveis, e ainda, para encerrar o primeiro capítulo, será estudado a sociedade por ações, seus órgãos, membros e deveres.

Compreendidas as noções preliminares, passar-se-á no segundo capítulo a discorrer sobre a evolução histórica do delito, sua tipificação no ordenamento jurídico brasileiro, em principal as disposições do artigo 27 – D da Lei nº 6.385/1976.

Em contínuo, abordar-se-á a conduta tipificada, estudando o objeto da tutela jurídica, requisitos para a sua incidência, sanções passíveis de aplicação, bem como, características e natureza do tipo penal.

Por fim, no terceiro capítulo, será analisado ações criminais existentes no ordenamento jurídico brasileiro, que são essenciais para o desenvolvimento do presente estudo, uma vez que discorrem sobre à aplicação da tutela penal, inserida pela Lei nº 10.303/01, antes debatida unicamente pela doutrina.

A pesquisa desenvolveu-se pelo método indutivo e da técnica da revisão bibliográfica e documental, sendo de cunho qualitativo. Utilizou-se como base referências doutrinárias, documentais e estudos de casos que já foram objeto de julgamento em nosso ordenamento jurídico, sendo compilados, analisados e sintetizados nesse relatório de pesquisa.

Neste trabalho acadêmico usou-se livros, revistas, jornais, artigos e fontes eletrônicas. Quanto à pesquisa documental usou-se legislações, jurisprudências, sentenças, documentos oficiais e jurídicos, em especial dados fornecidos pela Comissão de Valores Mobiliários, autarquia responsável por disciplinar e fiscalizar o mercado de capitais.

Através do estudo busca-se demonstrar que o Sistema Financeiro Nacional, e suas ramificações, são bens jurídicos relevantes para aplicação da tutela penal, sendo necessário compreender por qual razão em quase 20 (vinte) anos da criação da norma incriminadora existem pouquíssimas denúncias criminais de *insider trading*.

2 CONSIDERAÇÕES SOBRE O DIREITO PENAL ECONÔMICO E O MERCADO DE CAPITAIS

Este primeiro capítulo dedica-se a situar o crime de *insider trading* dentro do direito brasileiro, para isso, necessário constatar a relação entre direito e economia, em especial sua abordagem a par da dinâmica penal.

Após, diante do delito em comento apresentar peculiaridades dentro do Sistema Financeiro Nacional, necessário abordar breves nuances a respeito do mercado de capitais, local onde ocorre o crime, bem como, sobre os sujeitos ativos e sua relação com as sociedades por ações.

2.1 RELAÇÃO ENTRE DIREITO, ECONOMIA E A TUTELA PENAL

Apesar de serem ramos de ciência bastante diferentes, “direito” e “economia” visam regular relações econômicas. Quando citamos, por exemplo, situações de elaboração de contratos e solução de conflitos de cunho financeiro/negocial, estamos aplicando direito econômico, o qual possui papel de destaque na organização e desenvolvimento financeiro de um Estado.

Atualmente, existe um consenso de que o Estado deve interferir na economia, não só controlando e corrigindo os excessos praticados pela iniciativa privada, mas também redistribuindo as riquezas. Desse modo, ao captar patrimônio, o governo deve destiná-lo à realização de atividades de rentabilidade social, através de melhorias no transporte, saúde, educação, segurança, entre outros.

Por esse entendimento, a economia é um campo extremamente sensível, pois ataques contra ela causam diretamente prejuízos de caráter social. Nesse sentido, não é coincidência que a intervenção estatal na economia é constitucionalmente legitimada, se revelando juridicamente relevante para merecer proteção penal. Afonso da Silva (2000, p. 764) assinala:

A atuação do Estado, assim, não é nada menos do que uma tentativa de pôr ordem na vida econômica e social, de arrumar a desordem que provinha do liberalismo. Isso tem efeitos especiais, porque importa em impor condicionamentos à atividade econômica, do que derivam os direitos econômicos que consubstanciam o conteúdo da constituição econômica.

Partindo dessa visão, durante o século XX foram realizados estudos sobre o comportamento de grandes empresas e seu impacto na economia, na qual constatou-se que suas práticas fraudulentas podiam ser comparadas ao funcionamento de organizações

criminosas. Infelizmente, em virtude do status social dos grandes empresários, suas infrações recebiam pouca atenção do público e da imprensa, e passou-se a denominar seus delitos como “crimes de colarinho branco” (AMARAL, 2015, p. 3-5).

À vista disso, Amaral (2015, p. 3) conceitua que “O Direito Penal Econômico costuma ser definido com expressões como ‘crime de colarinho branco’ e ‘crime dos engravatados’, [...] entre outros, que agrupam os crimes relacionados às atividades das empresas”. O autor continua:

Atualmente, é mais adequado definir o Direito Penal Econômico como o ramo do Direito Penal voltado para uma categoria de crimes que ocorrem nas relações comerciais ou na atividade empresarial, praticados pelos administradores, diretores ou sócios, geralmente de forma não violenta e envolvendo fraude ou violação da relação de confiança (AMARAL, 2015, p. 5).

Segundo Maria Sobrinho (2017, p. 125-126), analisando o conceito com outro enfoque, delito econômico seria uma infração que lesiona ou coloca em perigo uma atividade diretora, reguladora ou interventora do Estado:

É dizer, são comportamentos descritos em lei que lesionam a confiança da ordem econômica vigente, ou, que lesione a confiança de alguma instituição em particular, portanto, que coloque em perigo a própria existência dessas formas de atividade nessa ordem econômica. Logo, o direito penal econômico em sentido estrito dedica-se ao estudo dos delitos que lesionam ou colocam em risco a atividade reguladora do Estado – *lato sensu* – na economia e as consequências jurídicas que a lei prevê para os infratores (MARIA SOBRINHO, 2017, p. 126).

Dessa forma, para que um Estado possa garantir o bem-estar de sua população, deverá promover as mais diversas atividades econômicas, entre elas o controle e alocação de recursos. Logo, o Sistema Financeiro Nacional faz parte de uma complexa cadeia de produção governamental. Por meio dele são obtidos recursos financeiros que poderão ser objeto de investimentos, visando o desenvolvimento do país, geração de empregos e renda, estando previsto no artigo 192 da Constituição Federal *in verbis*:

O sistema financeiro nacional, estruturado de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do País e a servir aos interesses da coletividade, em todas as partes que o compõem, abrangendo as cooperativas de crédito, será regulado por leis complementares que disporão, inclusive, sobre a participação do capital estrangeiro nas instituições que o integram (BRASIL, CFRB, 2020).

Com efeito, conforme consigna o artigo acima, esse sistema deverá servir aos interesses da coletividade, e não aos interesses do governante, responsável pela implementação de políticas de caráter econômico, ou das empresas que fazem parte do mercado financeiro.

O SFN deve ser visto como um poderoso instrumento de realização da almejada justiça social (artigo 170 da Constituição Federal), tanto que composto de forma a atender aos

interesses da sociedade e proporcionar o crescimento equilibrado do país. Assim sendo, pode-se afirmar que este sistema é patrimônio pertencente a toda coletividade, sendo bem jurídico a ser tutelado pela lei penal (MAZLOUM, 1999, p. 39).

Posto isso, depreende-se que direito e economia se inter-relacionam, ao passo em que necessitam de regulamento próprio para resguardar as relações advindas do mercado. Nessa acepção, o direito penal econômico nasce como reação do campo da teoria do direito penal, frente à dificuldade em criminalizar as infrações de colarinho branco, cujos delitos violam bens supraindividuais econômicos.

A preocupação com condutas que venham a violar a ordem econômica, tal qual ocorre em relação ao meio ambiente, passaram a integrar o direito repressivo há pouco tempo, constituindo-se em modernas formas de criminalidade. Suas peculiaridades diferem, sobremaneira, da denominada criminalidade clássica, já que transcende direitos consagrados no âmbito individual, para ocupar-se com a violação de bens jurídicos cuja ofensa afeta a coletividade, ainda que não se possa percebê-la diretamente. Possui, portanto, caráter 'supra-individual' (BIANCHINI, 2011, p. 1).

A despeito dessa interpretação, conforme se demonstrará a seguir, esse ramo do direito se entrelaça com o mercado de capitais e conseqüentemente com o direito empresarial. Trata-se de instituto jurídico responsável por regular ações ou omissões praticadas por agentes de mercado no exercício de suas funções e atribuições, estando suscetíveis a avaliações por entidades reguladoras, fiscalizadoras e pelo Ministério Público.

Por esse motivo, revisado o tema de direito penal econômico, segue-se a análise do mercado de capitais, segmento integrante do Sistema Financeiro Nacional, objeto de proteção pela tutela penal.

2.2 INTRODUÇÃO AO MERCADO DE CAPITAIS

O Sistema Financeiro Nacional, como bem explicado por Eizirik, Gaal, Parente e Henriques (2008, p. 07-08), divide-se em (i) mercado de crédito, (ii) mercado monetário, (iii) mercado cambial e (iv) mercado de capitais, esse último também conhecido como mercado de valores mobiliários.

Para entender o contexto onde o crime de *insider trading* ocorre, necessário compreender o funcionamento do mercado de capitais, dessa forma, trata-se do local onde:

[...] são efetuadas operações que não apresentam a natureza dos negócios creditícios, mas que visam, basicamente, a canalizar recursos para as entidades emissoras – principalmente sociedades anônimas abertas –, através de capital de risco, mediante a emissão pública de valores mobiliários. Enquanto nas operações bancárias típicas são realizadas operações de financiamento, de empréstimos, no mercado de capitais ocorrem principalmente negócios de participação, uma vez que o retorno do

investimento por parte do acionista está em regra relacionado à lucratividade da companhia emissora dos títulos (EIZIRIK; *et al*, 2008, p. 08).

É espécie de mercado “Integrado pelas bolsas de valores, sociedades corretoras e outras instituições financeiras autorizadas, [...] reconhecido por ser um dos principais impulsores da economia, sobretudo por seu papel de incrementar a eficácia do capital disponível” (GIACOMOLLI, 2018, p. 1).

O funcionamento dessa espécie de mercado pressupõe que as organizações empresariais necessitam recorrentemente de opções de financiamento para as suas atividades, em prol de crescer ou simplesmente manter na ativa suas instituições. Por essa razão, o sistema financeiro, é utilizado, via de regra, por empresas que possuem interesse em captar investimento de pessoas físicas ou jurídicas que tem recursos a oferecer.

Para isso, as companhias abertas, que serão objeto de estudo adiante, necessitam de capital para realizar investimentos produtivos como: construção de novos prédios; adquirir novos recursos tecnológicos; adquirir outras empresas ou alongar o prazo de suas dívidas. Suas opções podem ser resumidas da seguinte forma:

Uma empresa que esteja diante da necessidade de novos investimentos possui três possíveis fontes para captação de recursos. A escolha de uma das alternativas é uma decisão financeira e estratégica da empresa, que deverá avaliar os custos e benefícios de cada opção: - Utilização de recursos próprios, como os lucros acumulados pela companhia; - Contratação de financiamento bancário, através das linhas de crédito tradicionais ou linhas de financiamento governamentais, como o BNDES; - Utilização do mercado de capitais, por meio de emissão pública de títulos diretamente aos investidores (CVM, 2019, p. 35).

Pelo exposto, não havendo capital acumulado, restará à companhia a obtenção de investimento através do mercado de crédito ou do mercado de capitais. Nessas duas linhas estaremos diante de figuras como “poupadores” e “tomadores de recursos”.

Os poupadores são agentes superavitários que não utilizam totalmente a sua renda, possuindo, portando, recursos de forma excedente. Já os tomadores de recursos são os agentes deficitários, ou seja, indivíduos que necessitam de mais recursos do que possuem para desenvolverem certa atividade, são aqueles que necessitam do capital (EIZIRIK *et al*, 2008, p. 2).

Logo, verifica-se que os investidores são indivíduos com recursos financeiros sobressalentes (poupanças) que precisam ser aplicados de forma rentável para valorizar com o decorrer do tempo, contribuindo para o seu próprio aumento de capital. Em contrapartida, as empresas necessitam de investimento para continuar a crescer, aumentando seu patrimônio e gerando postos de trabalho.

Sendo assim, para compreender o assunto, imperiosa diferenciação do mercado de crédito e mercado de capitais, haja vista ambos utilizarem agentes superavitários e deficitários, senão vejamos:

No mercado de crédito, as instituições financeiras captam recursos dos poupadores e os emprestam aos tomadores, assumindo os riscos da operação. São remuneradas por uma diferença, conhecida como *spread*, entre as taxas de captação e de aplicação desses recursos. No mercado de capitais, por outro lado, os agentes superavitários emprestam seus recursos diretamente aos agentes deficitários. Porém, as operações ocorrem sempre com a intermediação de uma instituição financeira, que atuam principalmente como prestadoras de serviços, estruturando as operações, assessorando na formação de preços, oferecendo liquidez, captando clientes, distribuindo os valores mobiliários no mercado, entre outros. São remuneradas pelo serviço prestado (CVM, 2019, p. 33).

Pelo acima exposto, o mercado de capitais surgiu para atender uma demanda que o mercado de crédito não era mais capaz de suprir. Trata-se de uma alternativa às aplicações tradicionais oferecidas pelos bancos e pelo governo, com menor custo de financiamento para as companhias que não desejam pagar taxas e juros de alto custo.

Consequentemente, com maior acessibilidade ao capital por parte do público, os agentes superavitários têm a oportunidade de participar de empreendimentos que consideram vantajosos, desde que dispostos a assumir os riscos deles decorrentes.

Em suma, no mercado de crédito as instituições financeiras tornam-se devedoras dos depositantes de valores, os quais podem sacar seus recursos aplicados de forma corrigida. Através do valor depositado à instituição financeira torna-se credora das empresas que adquirem empréstimos, as quais por meio de contratação a prazo pagam taxas e juros incidentes sobre a transação.

O fator diferenciador entre os dois mercados é justamente o risco inerente à atividade do mercado de capitais, que não possui uma instituição financeira assumindo as transações. Os investidores não possuem garantias quanto ao retorno de seus investimentos, os quais dependerão dos resultados econômicos obtidos nos empreendimentos da companhia emissora (EIZIRIK *et al*, 2008, p. 8).

Partindo desse ponto de vista, Tomazzete (2012, p. 416) entende que o mercado de valores mobiliários, pode ser definido como um conjunto de instrumentos e entidades que viabiliza a transferência de recursos entre tomadores e aplicadores de recursos, de modo a conciliar seus objetivos. Mello (2007, p. 20) conceitua que:

A principal característica desse mercado é a de que os tomadores de capital são as companhias abertas e os ativos negociados são os emitidos por estas, portanto, tem o condão de transformá-lo no principal instrumento de alocação da poupança em investimento produtivo. Desta feita, as sociedades anônimas participantes do mercado em questão são chamadas de agentes financeiros, enquanto, do outro lado,

temos os investidores, estes podem ser pessoa física ou jurídica, atuando de maneira individual ou coletivamente através de, por exemplo, carteiras de ações ou clubes de investimento.

Em virtude do apresentado acima, é possível deduzir que a estrutura desse segmento está baseada na relação intuitiva do investidor, que ao adquirir títulos de uma companhia acredita que ela possa vir a crescer, de maneira que esse crescimento gerará, em determinado prazo, retorno financeiro superior ao que conseguiria se alocasse seu dinheiro em uma instituição financeira.

A relação estabelecida é de confiança, pois a partir de informações públicas o investidor analisará as condições e probabilidades de expansão de determinado negócio, acreditando que aquele valor empregado lhe produzirá lucro. Essa confiabilidade é uma condição primordial para que haja investidores, o que gera reflexos no crescimento econômico do país.

É a partir desse enfoque que abordar-se-á o presente tema, pois um mercado poderá ser classificado como justo, quando todos os agentes econômicos dispuserem dos mesmos mecanismos de dados para a tomada das decisões de maneira isonômica, sendo vedado o uso de informações privilegiadas.

Sendo assim, dispostas as nuances básicas sobre o mercado de capitais, passa-se ao estudo sobre a agência controladora do mercado, responsável pela regulamentação e fiscalização das negociações.

2.3 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

As diretrizes legislativas brasileiras coíbem a construção de um mercado paralelo para captar recursos dos investidores. Para que empresas possam arrecadar capital de poupanças populares, deverão se subordinar ao mercado de capitais, um sistema organizado e controlado por órgãos federais (COELHO, 2012, p. 94).

Nesse sentido, foi instituída pela Lei nº 6.385/1976 (Lei do Mercado de Capitais), a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), cujo o capítulo II, artigo 5º, assim dispõe:

É instituída a Comissão de Valores Mobiliários, entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária (BRASIL, Lei nº 6.385, 2020).

Através da redação em epígrafe, a independência legal da Comissão de Valores Mobiliários advém de cinco características: (i) personalidade jurídica e patrimônio próprio;

(ii) autoridade administrativa independente; (iii) ausência de subordinação hierárquica; (iv) mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes; e (v) autonomia financeira e orçamentária (PARENTE, 2016, p. 90).

Destarte, a Comissão de Valores Mobiliários pode ser compreendida como:

[...] entidade autárquica, em regime especial, criada com a finalidade de disciplinar, fiscalizar e desenvolver o mercado de valores mobiliários. [...] Com sede na cidade do Rio de Janeiro, é administrada por um Presidente e quatro Diretores, nomeados pelo Presidente da República, depois de aprovados pelo Senado Federal. O Presidente e a Diretoria constituem o Colegiado, que define políticas e estabelece práticas a serem implantadas e desenvolvidas pelo corpo de Superintendentes, que é a instância executiva da CVM (CVM, 2019, p. 58-59).

Sua função essencial é a vigilância e controle do mercado de capitais, devendo zelar pelo desempenho regular e eficiente dos mercados de bolsa e balcão. Sousa Silva (2008, p. 50-51) informa que:

Para consecução de suas funções tem poderes para pedir informações e esclarecimentos, examinar documentos e livros, requisitar documentos e informações de órgãos públicos, promover inquérito administrativo para apurar práticas não-equitativas de administrações de companhias abertas e dos demais participantes do mercado, suspender a negociação de títulos, colocar em recesso a Bolsa de Valores, orientar os participantes do mercado, cancelar ou suspender registros.

Desta feita, para que possa efetivamente defender o mercado, a CVM possui competências para apurar, julgar e punir irregularidades, cometidas pelos sujeitos da relação negocial, valendo-se, em especial, da competência de instaurar inquéritos administrativos.

Ao lado das atribuições, a Lei ofereceu à CVM os meios materiais e institucionais necessários ao cumprimento de sua missão, notadamente: o poder normativo, através do qual a CVM regula a atuação dos diversos agentes do mercado; e o poder punitivo, através do qual, assegurado o direito de ampla defesa, permite a penalização de quem descumpra as normas baixadas pelo órgão ou de quem pratica atos fraudulentos no mercado. As penalidades possíveis de serem aplicadas pelo Colegiado da CVM, após constatada, em inquérito administrativo, a prática de irregularidades, correspondem à advertência, multa, inabilitação temporária para o exercício de cargos, suspensão da autorização ou do registro, e inabilitação temporária para o exercício de atividades sujeitas à competência da Autarquia, além da proibição temporária, não só para a prática de atividades ou operações por parte dos integrantes do sistema de distribuição, como também para atuar como investidor, direta e indiretamente, no mercado (CVM, 2019, p. 60-61).

Tratando-se de uma autarquia especial e havendo competência de regulação, a CVM pertence à administração pública indireta e é dotada de autonomia, de forma a atuar como poder legiferante. Esclarece-se, que a agência não possui independência para agir fora dos parâmetros legais, mas sua autonomia garante o exercício de suas atividades com imparcialidade, mantendo o processo decisório afastado de influências político-partidárias.

Caso necessário, a CVM e o Ministério Público, poderão representar a classe de acionistas no intuito de receber pelos prejuízos sofridos, podendo fazê-lo através de uma Ação Civil Pública (VILELA; NOGUEIRA, 2018, p. 17). Sua competência permite a participação em processos das esferas cível, penal e fiscal, podendo atuar na função de assistente de acusação, fornecendo dados e relatórios específicos, senão vejamos:

Não se pode deixar de mencionar que a CVM tem a responsabilidade de denunciar ao Ministério Público a ocorrência de indícios de ilícito penal nos processos em que apura as irregularidades no mercado. Mecanismo semelhante permite o encaminhamento do processo à Secretaria da Receita Federal quando da ocorrência de indícios de ilícito fiscal. A lei assegura também à Autarquia o direito de participar de processos judiciais que envolvam matéria de interesse do mercado de valores mobiliários. Segundo a legislação, a Autarquia será sempre intimada a, em querendo, manifestar-se nesses processos, juntando parecer, ou oferecendo esclarecimentos (CVM, 2019, p. 61).

Ante o apresentado, cabe ao órgão promover o desenvolvimento do mercado de capitais, estimulando atividades que visem a sua divulgação, ampliação, estudos, seminários, debates e publicações.

Por fim, como a CVM possui entre suas atribuições o controle e fiscalização dos ambientes de negociação, deve zelar pelo funcionamento da bolsa de valores e mercado de balcão, segmentos a seguir estudados.

2.4 BOLSA DE VALORES E MERCADO DE BALCÃO

Assim como existem muitas opções para investir, há também vários ambientes de negociação, entre eles o mercado de balcão e a bolsa de valores. Sucintamente, Tomazzete (2012, p. 416) define mercado de balcão como:

[...] abrange toda a negociação de valores mobiliários feita fora das bolsas de valores, mas por meio dos outros distribuidores de valores mobiliários arrolados pelo artigo 15 da Lei 6.385/76, basicamente as negociações realizadas diretamente pelas instituições financeiras, sociedades corretoras e agentes autônomos de investimento.

O autor ainda define as bolsas de valores, sendo “[...] entidades privadas constituídas sob a forma de associações civis ou sociedades anônimas, que funcionam como provedores de sistemas de negociação, cumprindo as funções de disseminação de informações de transformação das ordens em negócios” (TOMAZZETE, 2012, p. 416).

Nesse sentido, a bolsa de valores seria um ambiente mais rígido quanto às regras, já o mercado de balcão é uma forma de as empresas acessarem à compra e venda de ações, sem que haja necessidade de cumprir com todas as exigências e custos da bolsa de valores.

Como consequência, a bolsa de valores pode ser considerada a principal estrutura para negociações no mercado de capitais.

Dessa forma, Amaral (2015, p. 84) ensina que “Atualmente, as bolsas brasileiras são empresas constituídas sob a forma de S.A. Seu objetivo é reunir as corretoras e proporcionar a negociação de títulos e valores mobiliários”. De igual forma, Mello (2007, p. 18) aborda o tema:

As Bolsas de Valores são pessoas jurídicas de direito privado, organizam-se em sociedades anônimas ou sociedades civis, com ou sem fito lucrativo. São autorizadas pela Comissão de Valores Mobiliários, entretanto, não são órgãos públicos, não fazendo parte da administração pública de nenhuma esfera. O objeto social das Bolsas é a manutenção de ambiente propício à alienação de valores mobiliários em mercado secundário. As Bolsas têm autonomia para exercer seus poderes de auto-regulamentação sobre seus associados, as corretoras de valores, dessa forma, seriam auxiliares da CVM.

Para melhor entendimento, necessária a diferenciação de mercado primário e mercado secundário.

O primeiro é o ambiente no qual se dão as emissões de papéis diretamente pela companhia para os investidores. A ligação é entre investidor e tomador. Ocorre, principalmente, quando as empresas necessitam de financiamento, recorrendo ao aumento do capital social por meio de oferta pública de ações, mais comumente referida pela sigla IPO (do inglês *Initial public offering*), ou quando uma empresa nova pretende formar o capital através da oferta pública – subscrição de companhia aberta. No mercado secundário negociam-se títulos anteriormente emitidos, a ligação é entre investidor e investidor, esse negócio é denominado compra e venda, aquisição ou alienação, em contraste com a denominação subscrição que é dada aos negócios feitos em mercado primário (MELLO, 2007, p. 21).

Em síntese, quando uma empresa abre seu capital para a venda, sua primeira relação será no mercado primário. Após à aquisição pelos investidores, estes poderão revender seus títulos ou adquirir de outros investidores mais valores mobiliários, estando diante do mercado secundário.

Pelo exposto, a existência dos ambientes de negociação é de suma importância, haja vista os investidores necessitarem de um lugar sólido e confiável para comprar ou se desfazer de seus investimentos.

Poucos investidores se interessariam em adquirir ações em uma oferta pública, se não existisse um mercado organizado em que pudessem se desfazer de seus investimentos a qualquer tempo. Evidentemente, cada investidor poderia negociar diretamente com outro, mas esse sistema seria ineficiente no que diz respeito ao encontro de propostas, à definição de preços, transparência e divulgação das informações, segurança na liquidação, entre outros. Os mercados de bolsa e balcão buscam justamente eliminar essa ineficiência. A principal função dos mercados de bolsa e de balcão é organizar, manter, controlar e garantir ambientes ou sistemas propícios para o encontro de ofertas e a realização de negócios com formação eficiente de preços, transparência e divulgação de informações e segurança na compensação e liquidação dos negócios. Essas funções aumentam a confiança dos investidores no mercado secundário, de maneira a fomentar o mercado primário e,

portanto, as captações públicas de recursos pelas companhias, função econômica principal do mercado de capitais (CVM, 2019, p. 229).

Tratando em específico da realidade brasileira, desde 2017 temos a B3 – Brasil, Bolsa e Balcão, principal corporação administradora de mercado para as negociações de títulos mobiliários. Sua trajetória é assim descrita:

Durante muitos anos CETIP, Bovespa e BM&F foram, respectivamente, os principais mercados de balcão organizado e bolsas de valores do país, cada uma com ampla atuação, mas notável destaque em segmentos específicos. A CETIP era o principal destino dos produtos de renda fixa, a Bovespa a principal bolsa de ações e a BM&F a principal bolsa de mercadorias e futuros. [...] Como consequência da sinergia e complementaridade das três companhias, nos anos seguintes aconteceram duas fusões. BM&F e Bovespa se fundiram em 2008, dando origem à BM&FBOVESPA e, em 2017, BM&FBOVESPA e CETIP se fundiram para criar a B3 – Brasil, Bolsa e Balcão. Uma das maiores bolsas do mundo (CVM, 2019, p. 234).

Dessa forma, apresentadas sínteses a respeito dos ambientes de negociação existentes no mercado de capitais, necessário compreender as espécies de títulos comercializados nestas instituições.

2.5 VALORES MOBILIÁRIOS

Valores mobiliários podem ser definidos como mecanismos de prospecção de recursos pelas empresas emissoras. Trata-se de espécie de investimento para quem as subscreve ou adquire (COELHO, 2012, p. 161).

Quando da criação da Lei nº 6.385/1976 o conceito de valor mobiliário foi abordado de maneira restritiva. Por essa razão, após diversas alterações legislativas, a Lei nº 10.303/2001 procurou definir valor mobiliário em uma acepção mais ampla, com o escopo de abarcar boa parte das modalidades de captação pública de recursos. Atualmente, o art. 2º da Lei nº 6.385/1976 assim dispõe:

Art. 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei:

- I - as ações, debêntures e bônus de subscrição;
- II - os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II;
- III - os certificados de depósito de valores mobiliários;
- IV - as cédulas de debêntures;
- V - as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos;
- VI - as notas comerciais;
- VII - os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários;
- VIII - outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e
- IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de

remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros (BRASIL, Lei nº 6.385, 2020).

Dos acima elencados, os títulos mais comuns emitidos pelas companhias são os descritos no inciso I (ações, debêntures e bônus de subscrição), os quais se tratará a seguir.

2.5.1 Ações

As ações são o principal valor mobiliário negociado e podem ser descritas como títulos de participação dos resultados de uma companhia, por consequência, de renda variável. Em síntese, são frações do capital social e podem ser livremente negociadas sem a concordância dos demais acionistas (PARENTE, 2016, p. 139).

A Comissão de Valores Mobiliários (2019, p. 71) descreve que: “Ação é a menor parcela do capital social das companhias ou sociedades por ações. É, portanto, um título patrimonial e, como tal, concede aos seus titulares, os acionistas, todos os direitos e deveres de um sócio, no limite das ações possuídas”.

Sua classificação pode ser dividida em dois grandes grupos, as ações ordinárias e as ações preferenciais (COELHO, 2012, p. 120):

[...] a) ordinárias: as que conferem direitos normalmente concedidos ao acionista comum. São também chamadas de comuns e outorgam direito a voto; b) preferenciais: as que proporcionam vantagens especiais, consistentes em prioridade na distribuição de dividendos fixos ou mínimos, prioridade no reembolso do capital, com prêmio ou sem ele, e acumulação de ambas as vantagens (NEGRÃO, 2012, p. 459).

Por fim, para se obter o valor econômico de uma ação é necessária uma avaliação complexa de critérios técnicos, realizada por profissionais especializados. Seu objetivo é calcular o preço que um negociador pagaria pela ação, caso ela fosse vendida (COELHO, 2012, p. 111).

Neste caso, é realizada uma análise minuciosa referente à quanto uma empresa está avaliada, quanto uma fração dessa empresa valeria, e quanto um investidor estaria disposto a pagar com base nas prospecções futuras para se tornar sócio/acionista da companhia.

2.5.2 Debêntures

Uma debênture pode ser descrita como valor mobiliário de renda fixa, que assegura participação nos lucros, juros e prêmio de reembolso (PARENTE, 2016, p. 184). “O

investidor que adquire debêntures (o debenturista), ao disponibilizar seus recursos para serem utilizados pela companhia, faz jus ao recebimento de uma remuneração, conforme condições pré-estabelecidas” (CVM, 2019, p. 74). A CVM assim explica:

[...] a debênture é um título de crédito privado de renda fixa em que os debenturistas são credores da empresa e esperam receber juros periódicos e o pagamento do principal - correspondente ao valor unitário da debênture - no vencimento do título ou mediante amortizações, conforme estipulado em um contrato específico chamado “Escritura de Emissão” [...] onde são especificados os direitos e deveres dos debenturistas e da emissora (CVM, 2019, p. 74)

Em outras palavras, ao comparar a emissão de ações com as debêntures, pode-se perceber que a primeira possui renda variável, já a segunda possui, em regra, renda fixa. Salienta-se ainda que,

Optando pelo mercado de capitais, a companhia se depara com vários mecanismos para obter recursos diretamente com o público, como por exemplo emitir ações. Quando a sociedade emite as ações, os prestadores do capital adquirem a condição de acionista, e todos os direitos inerentes a tal condição. Quando isso não for desejado, a sociedade pode lançar mão de um mero empréstimo público, de modo que os prestadores de capital não adquiram a condição de sócio, mas simplesmente de credores da sociedade. Neste caso mais aconselhável é a emissão das debêntures, que tem se tornado um mecanismo extremamente útil para o financiamento das companhias (TOMAZETTE, 2017, p. 596-597).

Pelo descrito, os debenturistas detêm apenas um direito de crédito contra a companhia, ou seja, não se tornam sócios, possuindo apenas um direito de crédito em face da empresa emissora.

No mais, as debêntures devem ter, obrigatoriamente, um valor nominal, que não poderá ser alterado dentro de uma mesma série. A extinção desses títulos ocorre em seu vencimento; através do resgate antecipado; ou da amortização integral dos títulos pelo emissor (PARENTE, 2016, p. 184).

2.5.3 Bônus de Subscrição

Os bônus de subscrição são valores mobiliários de renda variável que permitem aos seus titulares o direito de subscrever ações de emissão da companhia, desde que comprovem a propriedade do título e efetuem o pagamento do preço de emissão das ações. (PARENTE, 2016, p. 174). Consoante a CVM (2019, p. 77):

Bônus de subscrição são títulos negociáveis emitidos por sociedades por ações, que conferem aos seus titulares, nas condições constantes do certificado, o direito de subscrever ações do capital social da companhia, dentro do limite de capital autorizado no estatuto. Os bônus de subscrição podem ser atribuídos, como vantagem adicional sem custo, aos subscritores de emissões de ações e debêntures.

Resumidamente seria uma forma encontrada pela companhia para privilegiar seus acionistas. Funciona através da autorização de preferência para compra em novas ações quando da realização de oferta subsequente, isto é, quando a empresa abrir mais o seu capital na bolsa, aqueles que já possuem ações da companhia e detiverem os bônus, terão o direito de comprar os papéis antes de todo o mercado.

Finalmente, apresentados os principais valores mobiliários negociados no mercado, é fundamental entender mais sobre as empresas que abrem seu capital, bem como, o papel de seus administradores e acionistas para a valorização da companhia, transparência e confiabilidade dos investidores, o que se abordará no próximo tópico.

2.6 SOCIEDADES POR AÇÕES

Para que uma empresa participe do mercado de capitais e comercialize valores mobiliários é essencial possuir seu capital aberto, e essa abertura necessita que seu tipo empresarial seja de sociedade por ações, na modalidade sociedade anônima.

Sendo assim, passadas essas breves noções sobre o sistema financeiro, notadamente quanto ao mercado de capitais, importante um estudo sucinto sobre a sociedade anônima do direito brasileiro.

2.6.1 Introdução à sociedade anônima

O Código Civil prevê diversas espécies de sociedades empresárias personificadas, tais quais: simples (artigo 997 e seguintes, CC), nome coletivo (artigo 1.039 e seguintes, CC), comandita simples (artigo 1.045 e seguintes, CC), comandita por ações (artigo 1.090 e seguintes, CC), cooperativa (artigo 1.093 e seguintes, CC), anônima (artigo 1.088 e 1.089, CC), e limitada (artigo 1.052 e seguintes, CC) (BRASIL, CC, 2020).

Em que pese a existência de variados tipos societários, podem ser consideradas de maior envergadura as limitadas e anônimas, isso porque possuem maior fluxo de capital. Nessa linha, a sociedade anônima, descrita por Cateb e Albergaria Neto (2015, p. 339), seria peça fundamental para a economia:

[...] sob a perspectiva da análise econômica do direito, pode-se compreender facilmente o caráter econômico emprestado pelo legislador a este tipo societário. Concebida como forma de atração e captação de recursos de investidores para o financiamento de um empreendedorismo, as sociedades anônimas têm na sua origem histórica o melhor exemplo de um modelo societário que permite reduzir custos de transação para os investidores e, ao mesmo tempo, garantir o máximo de resultado econômico para as partes interessadas (não apenas os acionistas) na companhia.

Duas das principais características das Companhias estão definidas no início da Lei nº 6.404/1976 (Lei das Sociedades por Ações, S.A. ou LSA), que descreve em seu artigo 1º: “A companhia ou sociedade anônima terá o capital dividido em ações, e a responsabilidade dos sócios ou acionistas será limitada ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas” (CVM, 2019, p. 122).

Nessa toada, Carvalhosa (2016, p. 84-85) define sociedade por ações como: “Pessoa jurídica livremente constituída em que o capital está dividido em ações e a responsabilidade dos sócios é limitada à integralização das ações que ele subscreve, não respondendo, portanto, ainda que subsidiariamente, pelas dívidas sociais”.

A sociedade por ações encontra-se regulamentada, fundamentalmente, pela Lei nº 6.404/1976 e suas alterações, contidas na Lei nº 9.457/1997 e na Lei nº 10.303/2001 e caracteriza-se em três fundamentos: (i) capital divisível em ações; (ii) sócios com responsabilidade limitada ao valor de suas respectivas subscrições e a (ii) negociabilidade livre das ações (BRASIL, LSA, 2020).

Bruscato (2011, p. 297) define-a como:

[...] tipo societário, essencialmente empresarial, em que o capital é dividido em pequenas partes, representadas por títulos (ações), que tem modo de constituição próprio, cuja responsabilidade dos sócios se limita ao preço de emissão das ações adquiridas, tendo seu funcionamento condicionado a normas legais e estatutárias. Normalmente utilizada para realização de grandes empreendimentos, que necessitam de consideráveis quantias de capital, facilitando a captação de recursos, pulverizado em pequenas partes equacionando os riscos da atividade econômica entre vários investidores.

Como principais características, Rocha Filho e Rocha (2015, p. 316) citam:

(a) capital dividido em ações, que são unidades representativas do capital social; (b) responsabilidade dos sócios ou acionistas limitada ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas, evidenciando que – diferentemente do que acontece na sociedade limitada, em que todos os sócios respondem pela total integralização do capital social [...] – na sociedade anônima cada sócio ou acionista é responsável apenas pela integralização das ações que tiver subscrito; (c) pode ter por objeto qualquer empresa (atividade) de fim lucrativo, não contrário à lei, à ordem pública e aos bons costumes; (d) qualquer que seja seu objeto, será sempre empresária; e (e) só pode adotar como nome empresarial uma denominação social.

Esse capital social dividido em ações poderá ser aberto ou fechado, possuindo como diferença à existência ou não de autorização para negociar os títulos existentes no mercado de capitais (NOBREGA, 2018, p. 86). É o que dispõe o artigo 4º da Lei das Sociedades Anônimas, em que capital aberto admite a negociação dos valores mobiliários em bolsa de valores ou mercado de balcão, já o fechado não emite títulos negociáveis nesses mercados (BRASIL, LSA, 2020).

De acordo com o artigo 3º da referida lei, a sociedade terá sua denominação acompanhada das expressões "companhia" (Cia.) ou "sociedade anônima" (S.A.), escritas por extenso ou abreviadamente, porém é proibida a utilização da primeira ao final (BRASIL, LSA, 2020).

Outrossim, pode-se atribuir a importância da sociedade por ações perante a economia, pelas seguintes razões:

A sociedade anônima, com efeito, tornou-se eficaz instrumento do capitalismo precisamente porque permite à poupança popular participar dos grandes empreendimentos, sem que o investidor, modesto ou poderoso, se vincule à responsabilidade além da soma investida, e pela possibilidade de a qualquer momento, sem dar conta de seu ato a ninguém, negociar livremente os títulos, obtendo novamente a liquidez monetária desejada. Graças a tão simples mecanismo, a poupança privada pôde ingressar comodamente no mundo dos negócios, tornando-se a sociedade anônima o instrumento popular do capitalismo, fundamental para o seu predomínio, sem o qual não se poderia conceber sua expansão (REQUIÃO, 2005, p. 7).

Ressalta-se que as sociedades anônimas quando abertas se submetem à jurisdição da CVM, possuindo obrigação de prestar esclarecimentos trimestrais e informar a agência sobre fatos considerados relevantes. No aspecto estrutural, essas sociedades devem possuir órgãos específicos, como conselho de administração (CARVALHOSA, 2016, p. 134).

Sendo assim, conhecendo-se a formulação da abertura de capital pelas sociedades anônimas, essencial à análise da organização dessa espécie de pessoa jurídica e seu impacto na confiabilidade dos investidores.

2.6.2 Órgãos Societários

Administrar pode ser entendido como dirigir ou organizar a gestão de uma empresa. Sendo assim, ao se falar sobre a sociedade anônima, importante esclarecer seu funcionamento e forma de controle organizacional.

Nesse sentido, os órgãos que são previstos na legislação para esse tipo empresarial são: o conselho de administração, a diretoria, conselho fiscal e a assembleia geral (COELHO, 2012, p. 220). Consoante Guiotto (2016, p. 1):

Esse desdobramento tem por finalidade atender objetivos administrativos e jurídicos. Administrativos no sentido de uma organização que atenda à divisão de trabalho, o fluxo de informações, economia de custos, etc. No tocante ao jurídico, o desmembramento da pessoa jurídica tem relevância para o atendimento de formalidades ligadas à eficácia de atos da sociedade, dos acionistas, etc.

Para melhor compreensão, a legislação dispõe uma certa ordem de importância dos órgãos societários, situados a partir do topo da hierarquia estrutural da sociedade, quais

sejam: (i) assembleia geral, (ii) o conselho de administração, (iii) a diretoria e (iv) o conselho fiscal. Portanto, passa-se à análise sucinta de cada um dos órgãos da estrutura da sociedade anônima.

2.6.2.1 Assembleia geral

Conforme expõe Tomazette (2017, p. 661): “O órgão responsável pela expressão da vontade de uma sociedade é a assembleia geral, que pode ser conceituada como a reunião dos acionistas para deliberar sobre matérias de interesse da sociedade”.

Nesse mesmo sentido, Coelho (2011, p. 231) informa que “A assembleia geral é o órgão máximo da sociedade anônima, de caráter exclusivamente deliberativo, que reúne todos os acionistas com ou sem direito a voto”.

Suas principais disposições são encontradas no capítulo VI da Lei nº 6.404/1976, do artigo 121 até 137, sendo que existem dois tipos de assembleia: as (i) ordinárias, que tem por objeto as matérias previstas no artigo 132 da referida legislação, e (ii) extraordinárias nos demais casos (BRASIL, LSA, 2020).

Dessa forma, “A assembleia geral tem competência para apreciar qualquer assunto do interesse social, mesmo os relacionados à gestão de negócios específicos” (GUIOTTO 2016, p. 1). Acrescenta-se que:

A lei exige a realização de uma assembleia geral nos quatro meses imediatamente seguintes ao término do exercício social, para fins de apreciação de um conjunto de matérias específicas. Esta é a assembleia geral ordinária que se realiza anualmente. Sua competência está restrita aos temas elencados no art. 132 da LSA, a saber: *a*) tomar as contas dos administradores, examinar, discutir e votar as demonstrações financeiras; *b*) deliberar sobre a destinação do lucro líquido e a distribuição de dividendos; *c*) eleger os administradores e fiscais, se for o caso. Qualquer outro tema não poderá ser objeto de deliberação da assembleia geral ordinária, fazendo-se indispensável a convocação de uma assembleia extraordinária (COELHO, 2011, p. 232).

Quanto ao quórum de aprovação das deliberações seus regramentos estão previstos nos artigos 125 e 135 da Lei nº 6.404/1976. Salienta-se que consoante artigo 286 do mesmo diploma, prescreve em 2 (dois) anos, contados da deliberação, o direito de ação para anular as decisões tomadas em assembleia (BRASIL, LSA, 2020).

2.6.2.2 Conselho de administração

Trata-se de órgão colegiado a quem é atribuído competência decisória, sendo organismo necessário nas companhias abertas (CARVALHOSA, 2016, p. 814). É de natureza

deliberativa, cuja função é agilizar o processo decisivo no interior da empresa, devendo ser composto por pelo menos três membros, eleitos pela assembleia geral, onde só podem participar pessoas naturais (COELHO, 2012, p. 243).

O Conselho poderá resolver sobre quaisquer assuntos de interesse da sociedade, exceto os previstos no artigo 122 da LSA que são de competência privativa da assembleia geral (BRASIL, LSA, 2020).

O Conselho de Administração tem suas atribuições reguladas no artigo 142 da LSA, *ipsis litteris*:

- I - fixar a orientação geral dos negócios da companhia;
- II - eleger e destituir os diretores da companhia e fixar-lhes as atribuições, observado o que a respeito dispuser o estatuto;
- III - fiscalizar a gestão dos diretores, examinar, a qualquer tempo, os livros e papéis da companhia, solicitar informações sobre contratos celebrados ou em via de celebração, e quaisquer outros atos;
- IV - convocar a assembléia-geral quando julgar conveniente, ou no caso do artigo 132;
- V - manifestar-se sobre o relatório da administração e as contas da diretoria;
- VI - manifestar-se previamente sobre atos ou contratos, quando o estatuto assim o exigir;
- VII - deliberar, quando autorizado pelo estatuto, sobre a emissão de ações ou de bônus de subscrição;
- VIII – autorizar, se o estatuto não dispuser em contrário, a alienação de bens do ativo não circulante, a constituição de ônus reais e a prestação de garantias a obrigações de terceiros;
- IX - escolher e destituir os auditores independentes, se houver. (BRASIL, LSA, 2020).

Para tanto, Coelho (2011, p. 233) ensina que:

O conselho de administração é órgão, em regra, facultativo. Trata-se de colegiado de caráter deliberativo, ao qual a lei atribui parcela da competência da assembleia geral, com vistas a agilizar a tomada de decisões de interesse da companhia. Este órgão só é obrigatório nas sociedades anônimas abertas, nas de capital autorizado e nas de economia mista (LSA, arts. 138, § 2º, e 239).

Verifica-se, portanto, que o estatuto da companhia deverá fixar diversos regramentos a respeito do respectivo conselho, como o prazo de duração, escolha de membros, substituição, convocação, instalação, funcionamento e deliberação (artigos 140 a 142 da Lei das S.A.) sendo peça chave para a celeridade das decisões (BRASIL, LSA, 2020).

2.6.2.3 Diretoria

A diretoria é órgão executivo, composto de dois ou mais diretores eleitos. Suas funções podem ser divididas em (i) representação da companhia e (ii) prática dos atos

necessários a seu regular funcionamento (NEGRÃO, 2012, p. 502). Sobre seus representantes e previsões do estatuto:

A diretoria é órgão de representação legal da companhia e de execução das deliberações da assembleia geral e do conselho de administração. O estatuto deverá prever, em relação à diretoria: *a*) número de membros, nunca inferior a dois, ou o mínimo e máximo permitidos; *b*) duração do mandato, não superior a 3 anos; *c*) modo de substituição dos diretores; *d*) atribuições e poderes de cada diretor (art. 143). Os diretores não precisam ser, necessariamente, acionistas da companhia, e são eleitos pelo conselho de administração, se houver, ou pela assembleia geral, se inexistir o conselho de administração. São, a qualquer tempo, destituíveis pelo órgão competente para a eleição. Até 1/3 dos membros do conselho de administração poderá integrar, também, a diretoria (COELHO, 2011, p. 234).

Esse órgão societário deve ser composto por duas ou mais pessoas físicas residentes no país, com capacidade civil plena, não precisando ser acionistas da companhia. Estão excluídos do rol os impedidos ou condenados pelos crimes descritos no artigo 147 da LSA ou inabilitadas pela CVM. Os requisitos para a investidura do cargo encontram-se nos artigos 146 e 147 (BRASIL, LSA, 2020):

Art. 146. Poderão ser eleitas para membros dos órgãos de administração pessoas naturais, devendo os diretores ser residentes no País.

[...]

Art. 147. Quando a lei exigir certos requisitos para a investidura em cargo de administração da companhia, a 'assembleia-geral' somente poderá eleger quem tenha exibido os necessários comprovantes, dos quais se arquivará cópia autêntica na sede social.

§ 1º São inelegíveis para os cargos de administração da companhia as pessoas impedidas por lei especial, ou condenadas por crime falimentar, de prevaricação, peita ou suborno, concussão, peculato, contra a economia popular, a fé pública ou a propriedade, ou a pena criminal que vede, ainda que temporariamente, o acesso a cargos públicos.

§ 2º São ainda inelegíveis para os cargos de administração de companhia aberta as pessoas declaradas inabilitadas por ato da Comissão de Valores Mobiliários.

§ 3º O conselheiro deve ter reputação ilibada, não podendo ser eleito, salvo dispensa da assembleia-geral, aquele que:

I - ocupar cargos em sociedades que possam ser consideradas concorrentes no mercado, em especial, em conselhos consultivos, de administração ou fiscal; e

II - tiver interesse conflitante com a sociedade

§ 4º A comprovação do cumprimento das condições previstas no § 3º será efetuada por meio de declaração firmada pelo conselheiro eleito nos termos definidos pela Comissão de Valores Mobiliários, com vistas ao disposto nos arts. 145 e 159, sob as penas da lei. (BRASIL, LSA, 2020).

Tanto os integrantes do conselho de administração, quanto os da diretoria, são sempre reelegíveis, conforme artigos 140, inciso III, e 143, inciso III, da Lei nº 6.404/1976 (BRASIL, LSA, 2020).

2.6.2.4 Conselho Fiscal

O Conselho Fiscal tem atuação exclusivamente interna e serve para que os acionistas possam fiscalizar a companhia. Segundo a Lei nº 6.404/1976, ao descobrir irregularidades o Conselho deverá comunicar ao órgão de administração e em caso de omissão, à assembleia (BRASIL, LSA, 2020).

Compete ao conselho fiscal (art. 163): a) fiscalizar, por qualquer dos seus membros, os atos dos administradores e verificar o cumprimento de seus deveres legais e estatutários; b) opinar sobre o relatório anual da administração, fazendo constar de seu parecer as informações complementares que julgar necessárias ou úteis à deliberação da assembleia geral; c) manifestar--se sobre as propostas dos órgãos da administração, a serem submetidas à assembleia geral, relativas à modificação do capital social, emissão de debêntures ou bônus de subscrição, planos de investimento ou orçamentos de capital, distribuição de dividendos, transformação, incorporação, fusão ou cisão; d) denunciar, por qualquer de seus membros, aos órgãos de administração, e, se estes não tomarem as providências necessárias para a proteção dos interesses da companhia, à assembleia geral, os erros, fraudes ou crimes que descobrirem e sugerir providências úteis à companhia; e) convocar assembleia geral ordinária, se os órgãos da administração retardarem por mais de um mês essa convocação, e a extraordinária, sempre que ocorrerem motivos graves ou urgentes, incluindo na agenda das assembleias as matérias que considerarem necessárias; f) analisar, ao menos trimestralmente, o balancete e demais demonstrações financeiras elaboradas periodicamente pela companhia; g) examinar as demonstrações financeiras de exercício social e sobre elas opinar; h) exercer essas atribuições, durante a liquidação, tendo em vista as disposições especiais que as regulam (NEGRÃO, 2012, p. 503).

O Conselho Fiscal é formado por no mínimo três e no máximo cinco membros, com seus respectivos suplentes, que podem ser ou não acionistas. A eleição é realizada pela assembleia geral e admite reeleição. Os requisitos para investidura estão previstos no artigo 162 da Lei das Sociedades Anônimas, *in verbis*:

Art. 162. Somente podem ser eleitos para o conselho fiscal pessoas naturais, residentes no País, diplomadas em curso de nível universitário, ou que tenham exercido por prazo mínimo de 3 (três) anos, cargo de administrador de empresa ou de conselheiro fiscal.

§ 1º Nas localidades em que não houver pessoas habilitadas, em número suficiente, para o exercício da função, caberá ao juiz dispensar a companhia da satisfação dos requisitos estabelecidos neste artigo.

§ 2º Não podem ser eleitos para o conselho fiscal, além das pessoas enumeradas nos parágrafos do artigo 147, membros de órgãos de administração e empregados da companhia ou de sociedade controlada ou do mesmo grupo, e o cônjuge ou parente, até terceiro grau, de administrador da companhia (BRASIL, LSA, 2020).

Enfim, feito o esboço sobre os órgãos da companhia, irão ser tratados, em contínuo, os deveres dos referidos órgãos, em especial sobre o papel dos membros do Conselho de Administração e Diretoria.

2.6.3 Administração da sociedade e seus deveres

Segundo Coelho (2012, p. 266), a Lei de Sociedades Anônimas entende como administrador, os membros da diretoria e do conselho de administração, os quais, em consequência, são definidos como órgãos da administração.

Os administradores têm como responsabilidade a diligência, lealdade e a informação em todos os atos referentes à gestão de uma sociedade. Os artigos 158 e 159 da Lei nº 6.404/1976 enumeram as responsabilidades dos sócios, bem como, a ação de responsabilidade civil contra o administrador (NÓBREGA, 2018, p. 88).

Art. 158. O administrador não é pessoalmente responsável pelas obrigações que contrair em nome da sociedade e em virtude de ato regular de gestão; responde, porém, civilmente, pelos prejuízos que causar, quando proceder:

I - dentro de suas atribuições ou poderes, com culpa ou dolo;

II - com violação da lei ou do estatuto.

[...]

Art. 159. Compete à companhia, mediante prévia deliberação da assembleia-geral, a ação de responsabilidade civil contra o administrador, pelos prejuízos causados ao seu patrimônio. (BRASIL, LSA, 2020)

Coelho (2011, p. 236) sintetiza os deveres impostos pela lei aos membros do conselho de administração e da diretoria da seguinte forma:

a) Dever de diligência — pelo qual o administrador deve empregar, no desempenho de suas atribuições, o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo, costumeiramente, emprega na administração de seus próprios negócios (art. 153). Para melhor nortear o cumprimento deste dever, determina a lei que o administrador exerça suas atribuições com vistas à realização dos fins e interesses da companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa (art. 154). *b)* Dever de lealdade — o administrador não pode usar, em proveito próprio ou de terceiro, informação pertinente aos planos ou interesses da companhia e à qual teve acesso em razão do cargo que ocupa, agindo sempre com lealdade para com aquela (art. 155). Deve, pois, abster-se de intervir em qualquer operação social em que tiver interesse conflitante com o da sociedade anônima, bem como na deliberação que a respeito tomar o órgão no qual tenha assento (art. 156). O descumprimento do dever de lealdade pode caracterizar, em alguns casos, crime de concorrência desleal (LPI, art. 195, XI e § 1º). *c)* Dever de informar — o administrador de companhia aberta tem o dever de informar, imediatamente, à Bolsa de Valores e divulgar pela imprensa qualquer deliberação dos órgãos sociais ou fato relevante que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários de emissão da companhia (art. 157, § 4º). Outro aspecto do dever de informar diz respeito aos interesses que o administrador de companhia aberta possui nos negócios sociais, os quais têm os acionistas o direito de conhecer, nos termos do *caput* e do § 1º do art. 157 da LSA.

Pelo acima exposto, evidentemente que diante das características da sociedade por ações, o administrador, quando em ato regular de gestão, não é responsável pelas obrigações assumidas pela sociedade, mas, conforme o artigo 158 da LSA, poderá responder por ato

ilícito seu, pelos prejuízos que causar com culpa ou dolo, ou com violação da lei ou do estatuto:

Além da responsabilidade civil e penal, têm os administradores responsabilidade de caráter administrativo perante a CVM. Esta autarquia pode impor-lhes, por infração a dever prescrito na legislação do anonimato, sanções que variam de multa ou advertência até suspensão do exercício do cargo ou inabilitação (Lei n. 6.835/76, art. 11) (COELHO, 2011, p. 238).

Nesse sentido, a companhia mediante deliberação prévia da assembleia geral, poderá promover a responsabilização judicial de seu administrador por prejuízos que este tenha causado, sendo o administrador destituído do cargo de administração e substituído, nos termos do estatuto da empresa.

Como o enfoque desta pesquisa é o delito de *insider trading*, necessário um maior aprofundamento sob o dever de informar combinado ao de lealdade, em especial ao sigilo a eles inerente, raiz do crime em comento.

2.6.3.1 Dever de informar e o sigilo relacionado à lealdade

A legislação consumerista já procura tutelar o direito à informação, uma vez que traz em seu bojo norma protetiva da qualidade e extensão das informações prestadas ao consumidor, consoante artigo 6º, inciso III, da Lei nº 8.078/90 (BRASIL, CDC, 2020).

Isso ocorre porque a decisão de consumir, como todas as outras, é condicionada pela apreciação que se faz das qualidades do objeto. Tal apreciação coloca o fornecedor em vantagem, já que este tem melhor possibilidade de conhecer o produto.

Partindo dessa premissa, pode-se fazer uma analogia entre o investidor alheio à gestão do negócio, e o consumidor, pois ambos necessitariam de informações suficientemente completas para tomar suas decisões, dessa forma, surgiria o dever de informar por parte de quem pode fornecê-lo.

O dever de informar está previsto no artigo 157 da LSA, separando-se em duas categorias, a primeira a respeito de informações para esclarecimento de acionistas (art. 157, §1º), a segunda das informações destinadas ao mercado (art. 157, §4º a §6º):

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

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

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

[...]

§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.

§6º Os administradores da companhia aberta deverão informar imediatamente, nos termos e na forma determinados pela Comissão de Valores Mobiliários, a esta e às bolsas de valores ou entidades do mercado de balcão organizado nas quais os valores mobiliários de emissão da companhia estejam admitidos à negociação, as modificações em suas posições acionárias na companhia (BRASIL, LSA, 2020).

O regramento acima estabelece para as companhias de capital aberto, o sistema da revelação completa (*full disclosure*), em que devem ser repassadas a situação patrimonial dos administradores em relação aos papéis emitidos pela empresa. Além disso, determina que sejam informados os fatos e atos relevantes que de alguma maneira possam influenciar nos preços dos valores mobiliários negociáveis (CARVALHOSA, 1997, p. 286).

Diante da disposição acima, a CVM (2019, p. 140) conceitua atos e fatos relevantes como aqueles que,

[...] devem ser comunicados prontamente. São considerados relevantes todos os atos e fatos ocorridos nos negócios da companhia ou de suas controladas, inclusive decisões do acionista controlador e deliberações da assembleia geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico, que possa influir de modo ponderável: - na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados; - na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários; - na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados.

Já Carvalhosa (2016, p. 868) conceitua fato relevante como sendo aquele que pode influenciar consideravelmente na cotação dos valores mobiliários, afetando a decisão dos investidores de comprá-los ou de retê-los.

Deverá ser considerado relevante o fato quando puder ser levado em conta pela coletividade dos investidores comuns e, portanto, não profissionais, na sua decisão de adquirir, alienar ou manter sua posição anterior, no que respeita aos valores mobiliários emitidos pela companhia. Será, portanto, relevante quando o ato ou fato puder provocar impacto de valores mobiliários (CARVALHOSA, 2016, p. 869).

Os artigos 116-A e 165-A da Lei das Sociedades Anônimas ampliam o dever de informar aos controladores da companhia e os membros do conselho fiscal:

Art. 116-A. O acionista controlador da companhia aberta e os acionistas, ou grupo de acionistas, que elegerem membro do conselho de administração ou membro do conselho fiscal, deverão informar imediatamente as modificações em sua posição acionária na companhia à Comissão de Valores Mobiliários e às Bolsas de Valores ou entidades do mercado de balcão organizado nas quais os valores mobiliários de emissão da companhia estejam admitidos à negociação, nas condições e na forma determinadas pela Comissão de Valores Mobiliários.

[...]

Art. 165-A. Os membros do conselho fiscal da companhia aberta deverão informar imediatamente as modificações em suas posições acionárias na companhia à Comissão de Valores Mobiliários e às Bolsas de Valores ou entidades do mercado de balcão organizado nas quais os valores mobiliários de emissão da companhia estejam admitidos à negociação, nas condições e na forma determinadas pela Comissão de Valores Mobiliários (BRASIL, LSA, 2020).

Por conseguinte, a acessibilidade democrática às informações é uma exigência legal. Sua regulamentação descreve que “[...] todos os investidores precisam ser informados com a mesma qualidade de informação e ao mesmo tempo, seja por meio mídia, reuniões públicas, sites” e etc., ou seja, todos os públicos devem receber o mesmo tratamento (CVM 2019, p. 200).

Através dessa lógica, o dever de informar é correlacionado ao de lealdade quando este propõe sobre o sigilo, pois resguarda que as informações devem ser fornecidas de modo igualitário aos investidores, não permitindo o uso privilegiado de dados em favor de quem os detém. Tomazette assim entende:

Nas companhias abertas, vários fatos que acontecem no seu dia podem influenciar as decisões dos investidores, no sentido da compra ou venda de valores mobiliários emitidos pela sociedade. Em função disso, há que se resguardar os interesses dos investidores, impedindo que pessoas de dentro da companhia se valham de tal condição, para negociar em condição privilegiada, isto é, negociar sabendo de informações que o público investidor ainda não sabe. Atenta à proteção dos investidores e do mercado como um todo, a lei das sociedades por ações impõe ao administrador o dever de sigilo, isto é, ele não pode divulgar, usar, nem permitir que terceiros utilizem informações privilegiadas de que tomou conhecimento em virtude do cargo. Por informações privilegiadas há que se entender aquelas de que o público não dispõe, que podem influir na cotação dos valores mobiliários (TOMAZETTE, 2017, p. 694-695).

A CVM em sua Instrução nº 358/2002 define o dever de guardar sigilo nos seguintes termos:

Art. 8º Cumpre aos acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, e empregados da companhia, guardar sigilo das informações relativas a ato ou fato relevante às quais tenham acesso privilegiado em razão do cargo ou posição que ocupam, até sua divulgação ao mercado, bem como zelar para que subordinados e terceiros de sua confiança também o façam, respondendo solidariamente com estes na hipótese de descumprimento” (BRASIL, CMV, 2020).

Pelo descrito, o sigilo de informação existe para proteger a lisura do mercado de capitais, viabilizando que todos os investidores realizem as transações sem benefício pelo conhecimento antecipado de dados internos da companhia, devendo fazer suas escolhas à luz da mesma situação.

À vista disso, de nada adiantaria a existência desses deveres se não existem formas coercitivas para o seu cumprimento. Nesse sentido, o legislador criminalizou a figura do *insider trading*, nacionalmente conhecida como o “uso indevido de informação privilegiada”, conceito que se abordará no próximo capítulo.

3 A INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA NO MERCADO DE CAPITAIS

Como apresentado anteriormente, para que um mercado possa funcionar adequadamente, necessária a preservação do vínculo de confiança entre os investidores e as companhias emissoras.

Nesse sentido, entende-se que todos os investidores devem ter a possibilidade de acesso aos informes existentes sobre os valores mobiliários em negociação, e assim, intuitivamente, escolher as melhores opções de ganho. Para que isso aconteça são primordiais a transparência e a proibição da formação de canais privilegiados de informação.

Ocorre que no mercado de capitais, alguns indivíduos ligados aos emissores de títulos, tais quais administradores e prestadores de serviços, têm acesso a fatos considerados relevantes, antes dos demais investidores, e o uso indevido dessa informação (conhecido como *insider trading*), afeta a confiança na lisura do mercado.

Após tecer comentários sobre o direito penal econômico, o mercado de capitais e as sociedades anônimas, torna-se possível tratar do ilícito *insider trading*. Dessa forma, indispensável à abordagem da figura delitiva do uso de informação privilegiada, através do estudo sobre sua história, conceitos e aplicações no direito brasileiro.

3.1 BREVE INTRODUÇÃO HISTÓRICA

Não é de hoje a tentativa de trazer mais segurança ao mercado financeiro, através da coibição de atitudes que causem descredibilidade nas negociações, isso porque o uso de informação privilegiada é prática antiga no ramo econômico.

A história dos mercados de capitais e das bolsas de valores não possui uma origem concreta, existem diferentes acontecimentos que remontam desde a idade média. Neste sentido Barth (2009, p. 1) relata:

Algumas teorias históricas apontam o nascimento da dinâmica da Bolsa de Valores no Fórum da Roma Antiga, situada próxima ao Templo de Castor, onde era conhecida e praticada o equivalente a compra e venda de títulos. Outras teorias apontam para a Grécia Antiga, onde as negociações eram feitas em suas principais praças. [...] Na Bélgica, mais especificamente na cidade de Burges, existia uma família de banqueiros, os Van der Burse, que reuniam em sua casa alguns comerciantes, a fim de realizar trocas pertinentes a seus negócios. Daí surgiram teorias com relação ao nome dado ao lugar onde se realizam esses tipos de negócios, do sobrenome do anfitrião dessas reuniões. Algumas movimentações em prol desse tipo de negociação foram feitas antes, no séc. XI, como por exemplo em 1141, com a Bourse de Paris, na França, instituída por Luis VII. Somente no séc. XVIII é que esse tipo de negociação foi se desenvolvendo e ganhando importância econômica, principalmente na Europa, e foi sendo transferida para instalações adequadas, com estruturas prediais parecidas como as dos dias atuais. Em 1698 foi fundado um dos

ícones do capitalismo, a Bolsa de Fundos Públicos de Londres, e em 1792 foi fundado a maior bolsa do mundo, a Bolsa de Nova York, ou New York Stock Exchange.

Partindo desses dados, Correa (2014, p. 1) descreve existir registros sobre informações privilegiadas desde 1480, na Bélgica. Naquela época os participantes que sabiam antecipadamente da estiagem, ou da safra recorde, negociavam contratos futuros de trigo, antes da informação chegar aos demais participantes do mercado, obtendo vantagem.

Todavia, acredita-se que o caso mais emblemático de uso de informações privilegiadas tenha ocorrido em 1815 na bolsa de valores de Londres (ALTMAN, 2011, p. 1). À vista disso, Correa (2014, p. 1) dispõe:

Nathan Rothschild, um dos maiores banqueiros da história, sabia que o destino da Europa dependia do resultado da batalha de Waterloo, entre França e Inglaterra. Ao saber da desvantagem numérica de Napoleão, bem como das enormes baixas logo ao primeiro dia de batalha, Nathan utilizou sua informação privilegiada. Espalhou a notícia de que a Inglaterra estava fadada ao fracasso, e vendeu todos os títulos públicos do governo inglês que possuía. Consequentemente, quando os participantes do mercado souberam de sua manobra, também venderam seus títulos ingleses. Os preços dos títulos chegaram ao fundo do poço. Nathan, único detentor das reais informações sobre a batalha, rapidamente recomprou todos os títulos ingleses a preços irrisórios. Dias depois, quando a notícia do resultado da batalha chegou a Londres, o preço dos títulos ingleses subitamente explodiu. A fortuna da família Rothschild foi multiplicada em 6.500 vezes.

Apesar do relatado, ao analisar referências sobre o delito de *insider trading*, percebe-se que somente após os estudos e legislações realizados no direito americano, que passou a se entender as consequências dos delitos econômicos no desenvolvimento do mercado financeiro:

Historicamente, a década de 30 do século passado é um marco na legislação sobre *insider trading*, pois foi nesse período que surgiu a primeira legislação nacional repressora a essa conduta em todo o mundo, originária dos Estados Unidos. Ela representava, sobretudo, uma resposta das autoridades norte-americanas ao grande crash da Bolsa de Nova York em 1929, pois, à época, demonstrou-se que ocorreram diversas práticas fraudulentas que contribuíram para o colapso do mercado, e uma delas consistia no *insider trading* (MENDES, 2017, p. 12).

Após esse acontecimento, percebeu-se à época que a quebra da bolsa americana foi causada em parte pela ausência de regulamentação do segmento de valores mobiliários, bem como, havia a consequente permissividade do sistema com condutas prejudiciais à equidade entre os agentes do mercado de capitais. Por essa razão, deu-se início aos primeiros regramentos coibitivos:

O primeiro país a se preocupar eficazmente com o problema foram os Estados Unidos, editando desde o *New Deal* do presidente Roosevelt uma legislação repressora do que lá se convencionou chamar de *insider trading*. O objetivo dessa legislação como se declarou nos debates parlamentares que precederam o *Securities Act* de 1933, foi para os proprietários de títulos em posição de igualdade, tanto

quanto possível, com os dirigentes das sociedades emissoras e, no que diz respeito à informação disponível, colocar o comprador em pé de igualdade com o vendedor, ou então como afirmou um acórdão, proteger os que ignoram as condições de mercado contra os abusos dos que as conhecem (COMPARATO, 2005, p. 213).

Apesar dos avanços americanos, no âmbito legislativo brasileiro essa preocupação é mais recente. Consoante Mello (2007, p. 11), desde o final da década de 1950 passava-se por um período de inflação crescente, dessa forma, quando o General Castelo Branco em 1964 assumiu o poder, iniciou-se um programa de reestruturação da economia nacional. Foram editadas diversas leis, como a Lei nº 4.537/1964, que instituiu a reforma bancária, Lei nº 4.595/1964, que criou o Conselho Monetário Nacional (CMN) e o Banco Central do Brasil (BACEN), e Lei nº 4.728/1965 que disciplinava o mercado de capitais. O autor continua:

Assim, o mercado obteve fortes ganhos até que em julho de 1971 iniciou-se uma onda de vendas de papéis para realização de lucros, por parte dos investidores mais habituados, que acarretou em baixas nos preços das ações. Em seguida, os investidores neófitos passaram a tentar, também, sair do mercado e liquidar seus títulos, provocando uma queda abrupta nas Bolsas de Valores. Após esse período, a credibilidade do mercado acionário restou abalada. Na tentativa de reverter tal situação, foram introduzidas duas leis, a Lei 6.404/76, que ambicionava estabelecer parâmetros mais atuais para o regimento das sociedades anônimas, e a Lei 6.385/76, instituindo a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que passaria a regular o mercado de capitais e fiscalizar as sociedades abertas (MELLO, 2007, p. 12).

Sendo assim, apenas em 1976, sobre influência das normativas norte-americanas, criou-se a Lei das Sociedades por Ações, a qual definitivamente regulou os padrões de comportamento das companhias, em principal as responsabilidades dos administradores, a fim de proteger o sigilo das informações.

Mesmo com a existência das leis de regulação de mercado e da criação da CVM, apenas após a crescente globalização do mercado que o direito nacional passou a se preocupar com o delito de uso de informação privilegiada: “[...] com a abertura da economia do Brasil aos investidores estrangeiros, algumas empresas brasileiras passaram a listar seus papéis nos mercados internacionais, mormente na Bolsa de Valores de Nova Iorque” (MELLO, 2007, p. 12).

No Brasil, a atual reação contra crimes econômicos é justificada sobre os fatos ocorridos entre 1990 e 2010, por meio da globalização e o equilíbrio financeiro na economia brasileira. Assim, o nosso mercado de capitais começou a se enriquecer, levando muitas empresas a instalarem seu capital através da distribuição de ações ao público em geral. Tal fato está intimamente atrelado ao fortalecimento das empresas e de sua necessidade em trabalhar conjuntamente com um mercado de capitais justo e confiável e com a transmissão de informações de maneira mais transparente (CELLIM, 2016, p. 1).

Essa expansão do mercado gerou reflexos em diversos países, fazendo com que os anos 90 fossem percussores nas mudanças legislativas de regramento mercadológico, em especial sobre o uso de informação privilegiada. Proença (2005, p. 209) informa que:

Outro estudo assinalou que 103 países tinham, ao final de 1998, bolsa de valores, sendo que em apenas 87 deles havia legislação sobre *insider trading*, e apenas 38 executavam a referida legislação. Também foi possível observar que, de cada três países, apenas um executava a legislação sobre *insider trading* (nos países desenvolvidos, se comparados com os emergentes, podemos encontrar um melhor resultado na aplicação das leis sob exame – em 82% dos países desenvolvidos ocorreu algum tipo de procedimento desse tipo, contra apenas 25% dos países emergentes). Antes de 1990, entretanto, apenas 34 países possuíam legislação da espécie, e apenas 9 a haviam aplicado. Isto leva a concluir que a existência e a execução da legislação sobre *insider trading*, no mercado de ações, é, de fato, um fenômeno dos anos 90.

Pelo exposto, foi entre o final dos anos 90 e início dos anos 2000, que veio a se concretizar no Brasil a edição de leis destinadas a reprimir os delitos de colarinho branco, com exemplos tem-se a Lei nº 7.492/1986, que definiu os crimes contra o SFN; a Lei nº 8.078/1990 que tratou da proteção do consumidor; a Lei nº 8.137/1990, que definiu os crimes contra a ordem tributária e a Lei nº 10.303/2001, que somada às letras “c”, “d” e “e” do artigo 27 da Lei nº 6.385/1976 regulamentam sobre o funcionamento do mercado de capitais e o delito de uso de informação privilegiada (BERTIN, 2010, p. 40-41).

Recentemente, a Lei nº 13.506/2017 incluiu ao artigo 27-D da Lei nº 6.385/76, os parágrafos primeiro e segundo, modificando o conceito até então atribuído ao delito de *insider trading* e discorrendo sobre o processo administrativo realizado pelo BACEN e pela CVM (BRASIL, Lei nº 13.506, 2020).

Sendo assim, contextualizado o andamento histórico do delito de *insider trading*, passa-se ao estudo de seus conceitos e aplicações dentro da legislação brasileira.

3.2 NOÇÕES CONCEITUAIS E LEGISLAÇÃO

Como sabido, a prática do *insider trading* interfere diretamente na economia, pois, um mercado em que haja ilegalidades perde sua credibilidade e fere a confiabilidade do ambiente negocial, desestimulando as pessoas a investirem suas poupanças. Nessa toada, importante iniciarmos o presente tópico tratando sobre um conceito geral do delito.

A infração *insider trading* pode ser descrita como a utilização de informações relevantes sobre uma companhia por parte de todo o indivíduo que possui facilidade de acesso aos informes privilegiados. Podem ser agentes que estão “por dentro” (*inside*) das negociações e usam seu conhecimento para transacionar (*trade*) valores mobiliários, antes que

tais informações sejam de conhecimento do público (MELLO, 2007, p. 24). Parente (2016, p. 610) define como:

[...] qualquer operação realizada por sujeito que detenha informação relevante ainda não revelada ao mercado, dela se aproveitando para auferir vantagem para si ou para outrem” ou seja, “[...] o indivíduo praticará o ilícito quando, negociando valores mobiliários de emissão da companhia para si ou para outrem, tiver se valido de informação relevante ainda não revelada ao público.

Por este ângulo, Rosa (2019, p. 29) atribui dois elementos constitutivos para o enquadramento da infração: “[...] a relevância da informação (materialidade) e o uso indevido desta informação para obter vantagem (confiabilidade)”.

A informação privilegiada seria aquela “[...] capaz de influir na aplicação dos investidores, deve estar disponível a todo o público; qualquer divulgação antecipada privilegia seu conhecedor, que se valendo dela, obterá, num primeiro momento, lucros por ter acesso a dados não disponíveis ao público em geral” (NEGRÃO, 2012, p. 498).

A Comissão de Valores Mobiliários, conceitua o ilícito da seguinte forma:

[...] 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; repassar 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 (CVM, 2019, p. 53).

Parente (2016, p. 508) apresenta os objetivos da proibição da prática do *insider trading*:

[...] proteger os investidores, que ignoram as condições internas de cada companhia, contra os possíveis abusos praticados por aqueles que as conheçam. O que caracteriza a violação da regra em tela é o aproveitamento de informações reservadas sobre a companhia, em detrimento de outra pessoa, que participa da negociação sem conhecê-las. [...] visa-se a evitar que as pessoas, direta ou indiretamente, relacionadas à empresa possam auferir ganhos patrimoniais indevidos em função do conhecimento de atos e fatos importantes e reservados, que os coloca em posição de superioridade em relação aos demais participantes do mercado.

Como descrito no tópico anterior, apesar das consequências gravosas da prática descrita, o ordenamento jurídico brasileiro apenas deu o primeiro passo para a proibição da conduta na Lei nº 6.385/1976.

O referido regramento trouxe definições de competência ao BACEN para a fiscalização referente à utilização das informações privilegiadas. No entanto, tal legislação não definiu o que seria essa informação, dificultando uma fiscalização efetiva (BRASIL, Lei nº 6.385, 2020).

Em sequência, a LSA, atribuiu aos administradores das companhias os deveres de informação, diligência e lealdade, impondo sigilo sobre informações que não foram divulgadas ao mercado e que poderiam influir na cotação dos valores mobiliários (PARENTE, 2016, p. 592-594).

Embora o retratado, apenas com o advento da Lei nº 10.303/2001, se reformou a Lei das Sociedades Anônimas, acrescentando o parágrafo quarto ao artigo 155, criando categoricamente a figura do *insider trading*:

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 (BRASIL, LSA, 2020).

Devido a essa disposição, a CVM através da Instrução nº 358/2002, descreveu seu entendimento a respeito do que seria considerado fato relevante, qual seja:

Art. 2º Considera-se relevante, para os efeitos desta Instrução, qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da ‘assembléia’ 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 (BRASIL, CVM, 2020).

Sendo assim, a instrução define que cabe aos “[...] acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas”, repassar as informações relevantes ao Diretor de relação com os investidores, indivíduo responsável pela prestação de informações ao público investidor, CVM e entidades do mercado de capitais (BRASIL, CVM, 2020)

Esse repasse de informação, de acordo com o artigo 5º da referida normativa, “[...] deverá ocorrer, sempre que possível, antes do início ou após o encerramento dos negócios nas bolsas de valores e entidades do mercado de balcão organizado em que os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação” (BRASIL, CVM, 2020).

O artigo 13 da mesma instrução, regulamentou administrativamente a vedação à agentes ligados à companhia quanto ao uso indevido de informação privilegiada, nos seguintes termos:

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

§1º A mesma vedação aplica-se a quem quer que tenha conhecimento de informação referente a ato ou fato relevante, sabendo que se trata de informação ainda não divulgada ao mercado, em especial àqueles que tenham relação comercial, profissional ou de confiança com a companhia, tais como auditores independentes, analistas de valores mobiliários, consultores e instituições integrantes do sistema de distribuição, aos quais compete verificar a respeito da divulgação da informação antes de negociar com valores mobiliários de emissão da companhia ou a eles referenciados (BRASIL, CVM, 2020).

Além da alteração na LSA, a Lei nº 10.303/2001, no intuito de repreender a indisciplina dos administradores e demais figuras com acesso às companhias, acrescentou à Lei nº 6.385/1976 (Lei do Mercado de Capitais) o artigo 27-D, que tipificou a conduta de usar informação privilegiada como criminosa, atribuindo pena ao transgressor (BRASIL, Lei nº 6.385, 2020).

Através das mudanças legislativas apresentadas, percebe-se que o direito está, pouco a pouco, acompanhando a crescente movimentação dos órgãos estatais no combate aos crimes contra o Sistema Financeiro Nacional.

Em contínuo, demonstrados conceitos resumidos sobre o uso de informação privilegiada, bem como, a redação dada pelas normas para sua caracterização, necessário abordar as espécies de sanções aplicáveis ao contraventor.

3.3 ESPÉCIES DE REPRESSÕES À PRÁTICA DELITIVA

Em virtude do disposto até aqui, percebeu-se que várias alterações no ordenamento jurídico foram promovidas, cujo escopo é garantir a ausência de interpretações equivocadas ou que possam permitir que agentes participantes do mercado pratiquem atos fraudulentos em face dos investidores.

Para tanto, o legislador buscou reprimir a prática do *insider trading* nos âmbitos administrativo, cível e penal, cujas sanções são independentes. Isso quer dizer que o agente infrator pode ser cumulativamente condenado nas três esferas (CVM, 2016, p. 41).

Nesse sentido, passa-se ao estudo breve das esferas administrativa e cível, e posteriormente analisar-se-á mais profundamente a tutela penal, foco da presente pesquisa.

3.3.1 Repressão administrativa

O Processo Administrativo Sancionador (PAS) é o procedimento que visa punir um ilícito administrativo, e no presente contexto ocorre em razão do interesse especial do Estado, através da Comissão de Valores Mobiliários, em realizar a manutenção de um mercado de capitais confiável e transparente (MACIEL; MARTIN, 2012, p. 12).

Como já visto, o artigo 155 da Lei da Sociedade por Ação prevê a conduta de uso de informação privilegiada, impondo ao administrador, funcionários, ou terceiros da sua confiança, o dever de guardar sigilo de informações consideradas relevantes, ainda não divulgadas ao mercado, vedando a utilização desses fatos para a negociação direta ou indireta de valores mobiliários.

Entretanto, para configurar o ilícito administrativo é necessária a comprovação do nexo causal entre o ato de um dos agentes contemplados pela legislação, a ação do comprador e a capacidade de auferir vantagem (OLIVEIRA, 2016, p. 1).

Por esse motivo, a autarquia ao cumprir sua função de supervisão do mercado, dispõe do auxílio de entidades como a B3, que tem como funções: (i) monitorar e coletar informações relativas às transações suspeitas; (ii) identificar as partes envolvidas; (iii) analisar o histórico de transações dos envolvidos; (iv) identificar os indivíduos que tiveram ou poderiam ter tido acesso à informação considerada privilegiada; e (v) analisar a relação das pessoas que tiveram ou poderiam ter tido acesso essas informações com as partes envolvidas nas transações suspeitas (CVM, 2016, p. 33).

A partir disso, caso haja suspeita de irregularidade, a CVM poderá tomar algumas providências:

Se forem identificadas uma ou mais transações suspeitas, é aberto um procedimento de apuração que pode resultar em arquivamento, na apresentação de termo de acusação, caso estejam presentes elementos de autoria e materialidade da conduta ilícita, ou na instauração de inquérito administrativo, caso seja necessário aprofundar as investigações. Durante a investigação, a CVM poderá solicitar esclarecimentos de pessoas com acesso direto à informação privilegiada, dos emissores de valores mobiliários, dos intermediários e da BM&FBovespa, entre outras pessoas. A CVM poderá ainda suspender o processo administrativo em qualquer fase se o indiciado ou acusado assinar termo de compromisso. Nesse caso, ele deverá cessar a prática das atividades ou atos considerados ilícitos pela CVM e corrigir as irregularidades apontadas, inclusive indenizando os prejuízos. É importante ressaltar que o compromisso celebrado não equivale a confissão ou reconhecimento de ilicitude da conduta analisada (CVM, 2016, p. 34)

A prática do *insider* configura infração grave, conforme estabelecido pelo artigo 18, da Instrução CVM nº 358/2002, podendo o agente estar sujeito as penalidades dispostas no artigo 11 da Lei nº 6.385/1976, senão vejamos:

Art. 11. A Comissão de Valores Mobiliários poderá impor aos infratores das normas desta, de suas resoluções e de outras normas legais cujo cumprimento lhe caiba fiscalizar as seguintes penalidades, isoladas ou cumulativamente:

I - advertência;

II - multa;

III - (revogado);

IV - 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;

V - suspensão da autorização ou registro para o exercício das atividades de que trata esta Lei;

VI - inabilitação temporária, até o máximo de 20 (vinte) anos, para o exercício das atividades de que trata esta Lei;

VII - proibição temporária, até o máximo de 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 Comissão de Valores Mobiliários;

VIII - proibição temporária, até o máximo de dez anos, de atuar, direta ou indiretamente, em uma ou mais modalidades de operação no mercado de valores mobiliários (BRASIL, Lei nº 6.385, 2020).

Das penalidades acima, a CVM costuma aplicar com maior frequência a advertência, multa ou inabilitação temporária para cargos de administração de entidades e companhias ligadas ao mercado de capitais (incisos I, II e IV). Além disso, a finalidade de auferir vantagem com a negociação não pode ser confundida com a efetiva obtenção da vantagem, pois “[...] mesmo em casos em que o usuário da informação sofra prejuízo com a transação, é possível que fique caracterizado o uso indevido da informação privilegiada” (CVM, 2016, p. 36).

Em que pese o exposto, conforme dados disponibilizados pela autarquia, o número de condenações pela prática é pequeno se comparado à quantidade de procedimentos instaurados.

Prado, Rachman e Vilela (2016, p. 41-50), através do centro de pesquisa da Fundação Getúlio Vargas, analisaram casos julgados pela CVM entre 2002 e 2015, chegando à conclusão que no período foram 223 indiciados pelo uso de informação privilegiada, onde destes 59 foram punidos e 164 absolvidos. A punição obedeceria, portanto, a uma taxa de 35% dos indiciados.

Ocorre que os procedimentos administrativos costumam trazer no polo passivo uma pluralidade de indiciados. À vista disso, ao confrontar os dados de quantidade de processos com o número de condenações no mesmo período (2002-2015), encontrou-se que em um total de 50 procedimentos, 44% dos casos todos os indiciados foram absolvidos, em 28% dos casos, todos os indiciados foram punidos, e, ainda, que em 28% há indiciados punidos e absolvidos (PRADO, RACHMAN; VILELA, 2016, p. 50-53).

Havendo condenação, após a decisão proferida pela CVM, poderá o infrator interpor recurso ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN), como consigna o artigo 11, §4º da Lei nº 6.385/1976 (BRASIL, Lei nº 6.385, 2020).

O CRSFN é órgão colegiado, de segundo grau, integrante da estrutura do Ministério da Economia e tem por finalidade julgar, em última instância administrativa, os recursos contra as sanções aplicadas pelo BACEN e CVM (BRASIL, Lei nº 6.385, 2020).

Pimenta (2019, p. 1) ao analisar os dados produzidos pelo escritório “Kalansky & Loria Advogados”, que verificou todos os recursos de processos administrativos sancionadores da CVM, obteve a seguinte conclusão:

Segundo a pesquisa, de 66 julgados em 2018, em 22 processos administrativos sancionadores houve redução das penalidades impostas pela CVM, o que representa 33% dos casos. Em cinco casos, o Conselheiro reformou totalmente a decisão do órgão regulador do mercado de capitais, ou seja, em 8% dos processos. [...] Embora a taxa de reversão dos julgados de 2018 pareça alta, os autores do estudo atribuem isso a recursos de ofício julgados pelo órgão revisor.

Na maioria dos casos reformados, houve a redução do valor da multa (dosimetria da pena) ou provimento de recurso de ofício. O estudo analisado por Pimenta (2019, p. 1) chama a atenção para dois casos específicos de *insider trading* julgados pelo órgão recursal:

Em 2019, por exemplo, o CRSFN já reverteu duas decisões da CVM, ambas sobre *insider trading*. Na última, em setembro, o órgão ‘anulou uma condenação do órgão regulador do mercado e absolveu o empresário Eike Batista’, apenado a uma multa de R\$ 21 milhões aplicada em 2017. Em agosto, o Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional também ‘absolveu um jornalista, condenado pela CVM por *insider trading*’ ao pagamento de multa no valor de R\$ 100 mil.

Há quem compreenda que as reformas nas decisões proferidas pela autarquia regulamentadora ocorrem devido à crescente qualificação dos membros do órgão recursal, tratando-se de julgadores mais críticos. Por outro lado, a alteração das decisões pode ser interpretada como um desalinhamento entre os entendimentos da CVM e do CRSFN (PIMENTA, 2019, p. 1).

Consoante os dados expostos, pode-se perceber que o número de condenações na área administrativa é baixo, eis que quase metade dos investigados em primeira instância são absolvidos, e dos que são condenados, aproximadamente um terço consegue revisar e diminuir sua penalidade através de recurso.

Isto posto, analisadas disposições acerca da repressão administrativa do delito, passa-se ao estudo das sanções cíveis.

3.3.2 Repressão cível

O artigo 155, §3º da Lei nº 6.404/1976 prevê que “A pessoa prejudicada em compra e venda de valores mobiliários, contratada com infração do disposto nos §§ 1º e 2º, tem direito de haver do infrator indenização por perdas e danos, a menos que ao contratar já conhecesse a informação” (BRASIL, LSA, 2020).

Essa possibilidade está atrelada a verificação dos pressupostos da responsabilidade civil, como a (i) conduta ilegal, a (ii) demonstração de dano ou prejuízo e o (iii) nexos de causalidade que relaciona os elementos. Caso o indivíduo prejudicado tiver conhecimento da informação ao contratar não há razão para requerer indenização por perdas e danos (MÜSSNICH, 2015, p. 14). Dessa forma,

[...] os art. 1º da Lei 7.913/89 e 5º, IV da Lei nº 7.347/85 estabelecem que a CVM e o Ministério Público podem adotar as medidas judiciais necessárias para evitar prejuízos ou obter ressarcimento de danos causados aos titulares de valores mobiliários e aos investidores do mercado, especialmente quando decorrerem de compra ou venda de valores mobiliários por parte dos administradores e acionistas controladores de companhia aberta utilizando informação privilegiada indevidamente. [...] há a possibilidade de que o emissor também venha a pleitear compensação, especialmente quando se tratar de uso indevido de informação privilegiada por pessoa diretamente ligada a ele (Insider Primário). Isso porque é razoável afirmar, por exemplo, que haverá prejuízo reputacional à companhia, o que poderá prejudicar a realização de captações subsequentes no mercado de capitais ou a obtenção de linhas de crédito (CVM, 2016, p. 40).

Pelo exposto, tem-se, como legitimado para a propositura dessa ação, o próprio investidor lesado, sem desconsiderar a possibilidade de ação civil pública, de associações de investidores ou, até mesmo, pelo Ministério Público em caso de dano moral coletivo.

Ainda assim, a quantidade de ações com condenação na esfera cível é rara. Prado, Rachman e Vilela (2016, p. 73) citam como exemplo duas ações civis públicas ajuizadas com o intuito de ressarcimento por prejuízos gerados por *insider trading*, que não tiveram condenação:

A primeira, no caso da venda do controle da Suzano, e a segunda no caso da aquisição da Ipiranga pela Petrobras, Ultra e Braskem. Estes dois litígios coletivos, no entanto, não chegaram ao fim, em virtude da celebração de Termos de Compromisso e de Ajustamento de Conduta (TAC) entre, de um lado, a CVM e o Ministério Público Federal (MPF) e, de outro lado, os indiciados ou réus nos respectivos processos. Pelo TAC, MPF e CVM, põem fim aos processos administrativos e ações civis públicas existentes ou abstém-se de instaurá-los ou ajuizá-las, ressalvado, entretanto, que este efeito não se concretiza na esfera penal. A assinatura do TAC não importa em confissão quanto à matéria de fato, nem o reconhecimento de ilicitude da conduta. Até hoje, a CVM e o MPF firmaram apenas quatro TACs, e três deles referem-se a casos de *insider trading*.

Quanto à solidariedade no direito civil, esta decorre da lei ou de obrigação contratual (artigo 265 do Código Civil) (BRASIL, CC, 2020). Na Lei nº 6.404/1976, em seu já mencionado artigo 155, atribui-se a solidariedade entre o administrador, seus funcionários e terceiros de confiança (parágrafos 1º e 2º), ou seja, trata-se de rol pela indenização dos danos causados aos particulares, respondendo com seus respectivos patrimônios (BRASIL, LSA, 2020).

Por fim, os processos deverão ser promovidos na justiça comum, competente para a propositura da referida ação individual ou ação civil pública, cujo intuito é reparar o patrimônio do lesado pela prática de uso de informação privilegiada, e, portanto, o bem tutelado na esfera civil.

Compreendidas as circunstâncias para repressão administrativa e cível da prática de *insider trading*, necessário o aprofundamento da sanção penal, objeto central desta pesquisa.

3.3.3 Repressão penal

A tutela penal é conhecida como àquela aplicada em *ultima ratio* (último recurso), e no caso do presente delito, surgiria diante da inefetividade de combater a transgressão tão somente nas vias cível e administrativa.

No Brasil, a figura do uso de informação privilegiada não era considerada ilícito penal, tampouco tipificada como crime contrário ao mercado financeiro, sendo inicialmente enquadrada como estelionato, com base no artigo 171 do Código Penal (DIAS, 2019, p. 39).

Consoante já abordado, o marco inicial para a repressão do crime de *insider trading*, foi criado através da Lei nº 10.303/2001, que incluiu na Lei nº 6.385/1976 o artigo 27-D, o qual inicialmente possuía a seguinte redação:

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

Pena – reclusão, de 1 (um) a 5 (cinco) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime (BRASIL, Lei nº 10.303, 2020).

Pela análise do diploma acima, somente poderiam ser considerados sujeitos ativos do crime àqueles que em razão de posição ou cargo que ocupam “[...] (i) possuem acesso direto à informação relevante, (ii) têm plenas condições de avaliar e concluir se esta é ou não relevante e (iii) estão sujeitos a uma obrigação de manter e assegurar o seu sigilo”. A esses

agentes deu-se a denominação de *insiders* primários (OLIVEIRA; LEAL; BARRETTO, 2018, p. 1).

Ocorre que o regramento não dispunha de postura rigorosa para outras situações existentes no mercado, carecendo que o legislador ampliasse e estendesse a interpretação do tipo penal. Dessa forma, o artigo 27-D foi modificado pela Lei nº 13.506/2017, passando a conter a redação *in verbis*:

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, Lei nº 13.506, 2020).

Com a nova disposição, o legislador optou por desconsiderar a condição especial do agente, evitando eventuais brechas na lei. Assim, as penas do crime passaram a ser passíveis de aplicação a qualquer indivíduo que tiver acesso às informações consideradas significativas, utilizando-as em negociações mobiliárias, independentemente de ter ou não o dever legal de sigilo.

Verifica-se, portanto, que duas grandes alterações foram realizadas no dispositivo:

A primeira diz respeito à necessidade de sigilo, que deixou de ser característica da informação relevante utilizada indevidamente e integrante do tipo penal e passou a ser causa de aumento de pena. Assim, atualmente, basta que a informação relevante utilizada ainda não tenha sido divulgada ao mercado para o agente estar sujeito à pena. [...] Porém, caso esta informação relevante, além de não ter sido divulgada ao mercado, devesse ter sido mantida em sigilo, a pena será aumentada em 1/3. A outra alteração refere-se à ampliação do sujeito do crime, uma vez que agora, além da pessoa que efetivamente utilizar a informação relevante mediante negociação com valores mobiliários, passou a também ser condenável aquele que repassar informação sigilosa relativa a fato relevante. Neste caso, o transmissor da informação estará sujeito à mesma pena de quem utiliza a informação (mas quem somente repassa a informação não poderá sofrer aumento de pena) (YOKOMIZO, 2017, p. 1).

Nessa conjectura, o regramento passou a ser aplicado aos chamados “*insiders secundários*”, que até então eram responsabilizados apenas administrativamente pela CVM, e possuem as seguintes características:

(i) não possuem acesso direto à informação relevante, (ii) não estão sujeitos a uma obrigação de manter e assegurar o seu sigilo, uma vez que não está vinculado à instituição ou companhia que detém a informação, e (iii) podem ou não ter

condições de avaliar e concluir se esta é ou não relevante (OLIVEIRA; LEAL; BARRETTO, 2018, p. 1).

Em síntese, o *insider* primário seria aquele que em razão de sua relação com a companhia emissora, interna ou externamente, tem acesso a dados sigilosos ainda não divulgados aos investidores, e através dessa posição privilegiada auferir vantagem econômica indevida no mercado de capitais. O agente neste caso possui acesso e relacionamento direto com a informação.

Já o *insider* secundário, apesar de não possuir função dentro de uma companhia aberta, de alguma forma atua no mercado de capitais e recebe informações dos agentes atuantes dentro das empresas (*insiders* primários), que detentores dos atos e fatos relevantes repassam ao infrator para que este possa auferir vantagem para si ou a terceiros.

Portanto, atualmente, para a caracterização de “*insider trading*” no âmbito penal, necessária a presença de três elementos:

[...] (i) a existência de informação relevante e ainda não divulgada ao mercado, (ii) a posse de tal informação pelo agente, que pode ser qualquer pessoa, e (iii) a efetiva utilização da informação na negociação de valores mobiliários com o objetivo de obter vantagem indevida (OLIVEIRA; LEAL; BARRETTO, 2018, p. 1).

A partir desse entendimento, o bem jurídico protegido pela esfera penal é “[...] a ordem econômica, em seus pressupostos de organização e funcionamento, resguardando a eficiência informativa e valorativa do mercado” (MELLO, 2007, p. 46). Nesse sentido, o Tribunal Regional da 3ª Região (TRF3) discorre que a proteção se traduz justamente devido a:

[...] confiança depositada pelos investidores no mercado a fim de assegurar o correto funcionamento do mercado de capitais. Ademais, a credibilidade das operações do mercado de valores mobiliários se consubstancia na transparência das informações e na divulgação ampla de fato ou ato relevante a fim de garantir a igualdade de condições a todos investidores de operar no mercado de capitais (BRASIL, TRF-3, 2013).

Conforme redação do artigo 27-D, as sanções penais são de reclusão e multa, podendo ser cumuladas e impostas conjuntamente. Sobre a análise valorativa da multa, a legislação dispõe:

Art. 27-F. As multas cominadas para os crimes previstos nos arts. 27-C e 27-D deverão ser aplicadas em razão do dano provocado ou da vantagem ilícita auferida pelo agente.

Parágrafo único. Nos casos de reincidência, a multa pode ser de até o triplo dos valores fixados neste artigo (BRASIL, Lei nº 6.385, 2020).

A aplicação da pena de reclusão pode ser considerada de caráter preventivo, no intuito de desmotivar o agente infrator, normalmente indivíduos de alto poder aquisitivo e que possuem receio de críticas à sua imagem. A penalidade de multa, por outro lado, caracteriza-

se como repressora, ao diminuir o capital do infrator, de modo a atacar justamente o produto negocial de seu apreço, o dinheiro (DIAS, 2019, p. 41).

Através da análise das cominações legais, a prática possui pena de reclusão de até 5 (cinco) anos, logo, o indivíduo que praticar a conduta descrita no tipo penal, desde que não reincidente, e a depender da pena aplicada pelo juízo na sentença condenatória (artigo 33, caput, § 2º e § 3º do Código Penal - CP), poderá iniciar o cumprimento de pena no regime aberto ou semiaberto (BRASIL, CP, 2020).

De mesmo modo, poderá o condenado obter o benefício da substituição da pena privativa de liberdade, de até 4 (quatro) anos, por restritivas de direito, como preconiza o artigo 44, do CP (BRASIL, CP, 2020).

A execução da pena privativa de liberdade, não superior a 2 (dois) anos, somada a outras condições, poderá dar ensejo ao *sursis* penal (artigo 77, do CP) (BRASIL, CP, 2020). Diante da pena mínima do crime ser de 1 (um) ano, poderá ser proposto pelo Ministério Público a suspensão condicional do processo, cujos demais regramentos estão no artigo 89, da Lei nº 9.099/1995 (BRASIL, Lei nº 9.099, 2020).

Da redação do artigo 27-D, pode-se observar que somente poderá figurar como sujeito ativo do crime a pessoa física, não restando consequência penal à pessoa jurídica, que apenas poderá ser objeto de responsabilização na seara cível e administrativa.

Quanto à intenção do agente criminoso, o artigo 18 do Código Penal enuncia a existência de duas modalidades, a dolosa e a culposa. O parágrafo único complementa que: “Salvo os casos expressos em lei, ninguém pode ser punido por fato previsto como crime, senão quando o pratica dolosamente”. Ao analisar esse dispositivo, Greco (2017, p. 241-242) ensina que:

Tal regra, portanto, nos leva a concluir que todo crime é doloso; somente haverá infração penal de natureza culposa quando houver uma ressalva expressa na lei. O artigo que admitir a modalidade culposa deverá, nos termos mencionados pelo mencionado parágrafo único, fazê-lo expressamente, narrando o comportamento culposos. Caso contrário, deverá ser presumida a inadmissibilidade da figura típica culposa.

Assim, o dolo seria a “[...] vontade e a consciência de realizar os elementos constantes do tipo legal. Mais amplamente, é a vontade manifestada pela pessoa humana de realizar a conduta” (CAPEZ, 2018, p. 366). Em contrapartida, a culpa “[...] é assim chamada porque sua verificação necessita de um prévio juízo de valor, sem o qual não se sabe se ela está ou não presente”, por isso que um crime só pode ser punido culposamente quando houver expressa previsão legal (CAPEZ, 2018, p. 377).

Partindo desse entendimento, o crime de uso de informação privilegiada ocorre na modalidade dolosa. O sujeito ativo não age com culpa ou omissão, ele sabe que a informação que detém é relevante e sigilosa e, conscientemente, decide usá-la na compra e venda de valores mobiliários.

Portanto, o núcleo do tipo é composto pelo verbo “utilizar”, que narra a conduta de usar informação considerada relevante na negociação de valores mobiliários, incorrendo na mesma pena aquele que apesar de não utilizar o privilégio, repassar seu conhecimento para que terceiro o use (MELLO, 2007, p. 48).

Sobre outro aspecto da atividade criminosa, existem tipos penais que dependem da produção de resultado naturalístico para se consumir, outros não, dessa forma, surge a necessidade de classificar os delitos como materiais, formais ou de mera conduta. À vista disso, Greco (2017, p. 242-243) faz a seguinte diferenciação:

[...] crime material é aquele cuja consumação depende da produção naturalística de determinado resultado, previsto expressamente pelo tipo penal, a exemplo do que ocorre com os arts. 121 e 163 do Código Penal. [...] Por outro lado, há infrações penais que preveem um resultado naturalístico, mas não exigem sua ocorrência para efeitos de reconhecimento da consumação. São os chamados crimes formais, também conhecidos doutrinariamente como delitos de resultado cortado ou crimes de consumação antecipada. Nessas infrações penais, o legislador antecipa a punição, não exigindo a produção naturalística do resultado previsto pelo tipo penal [...] A prática, portanto, da conduta descrita no núcleo do tipo já possui o condão de fazer com que a infração penal se consume, independentemente da produção naturalística do resultado por ele previsto expressamente [...] O crime de mera conduta (ou de simples atividade), como a própria denominação diz, não prevê qualquer produção naturalística de resultado no tipo penal. Narra, tão somente, o comportamento que se quer proibir ou impor, não fazendo menção ao resultado material, tampouco exigindo sua produção, a exemplo do que ocorre com a violação de domicílio, tipificada no art. 150 do Código Penal.

Aplicando as explanações acima, há por parte dos estudiosos divergências a respeito do enquadramento do delito, em especial sobre a necessidade ou não de aferição de vantagem para consumação do crime. Mello entende que:

[...] não há necessidade de efetivo ‘auferimento’ da vantagem indevida, é caso de crime de mera atividade, por conseguinte, só admite a modalidade comissiva. A simples negociação de valores mobiliários por portador de informação relevante da qual tenha dever de sigilo, ou tentativa de negociação, é suficiente para o estabelecimento da configuração do ilícito. A obtenção, ou não, de vantagem é mero exaurimento. Basta que o uso de informação privilegiada seja potencialmente apto a produzir vantagem indevida para que haja enquadramento típico (2007, p. 49).

Em virtude do disposto acima, existem diferentes interpretações a respeito do crime ser de natureza material e formal. Verificando ambas as teses, Richard (2017, p. 25-26) discorre que:

Autores que entendem tratar-se de crime material (Castellar, Eizirik, Carvalhosa) seguem a lógica de que é necessária a obtenção de vantagem indevida por parte do agente. Sendo assim, a utilização da informação privilegiada para negociar com valores mobiliários seria a conduta, e a obtenção da vantagem indevida o resultado naturalístico necessário para que seja configurada a consumação do delito. Não tendo sido a vantagem obtida por circunstâncias alheias à do agente, haveria a tentativa por conta da incidência do artigo 14, inciso II do Código Penal. Por outro lado, certos doutrinadores entendem que se trata de crime formal (Alonso, Pedrazzi, Costa Junior, De Sanctis) posto que o tipo penal não prevê o resultado naturalístico (obtenção da vantagem), e sim apenas a utilização da informação, que em si deve ter capacidade de propiciar vantagem indevida. [...] Ao nosso ver, não há que se falar em crime material, posto que o tipo penal em questão não prevê resultado naturalístico.

Desta feita, este estudo vai usar como base o entendimento de que o delito é de natureza formal, uma vez que o resultado “vantagem indevida” não é indispensável à consumação. A redação dada pelo legislador é de que o uso da informação deve ser “capaz de propiciar” a vantagem, ou seja, basta que o sujeito ativo utilize ou repasse a informação obtida acreditando que obterá sucesso:

O resultado naturalístico não é exigível e se apresenta como exaurimento do delito porque, para a doutrina majoritária, o bem jurídico tutelado é a confiança no mercado, que resta abalada com a prática do *insider trading*, mesmo que não tenha ocorrido prejuízo ou perda patrimonial aos acionistas da empresa (NERES; NASCIMENTO, 2018, p. 1).

Com relação à ação penal, no Brasil, a regra é que crimes são de ação penal pública (artigo 100 do CP), possuindo como titular, o Ministério Público (GRECO, 2017, p. 854). Ocorre que diante das particularidades desse crime, havia discussões sobre a competência de investigação e julgamento, se na esfera Federal ou Estadual.

Esse tema fora objeto de discussão no Acórdão nº 8433/2013, proferido pelo TRF3, responsável por julgar, em instância recursal, a prática de *insider trading* pelos administradores das empresas Sadia/Perdigão. O órgão colegiado decidiu que a Justiça Federal é competente para processar e julgar o delito pois há o interesse direto da União na higidez do Sistema Financeiro Nacional, a fim de assegurar a confiança e segurança jurídica no correto funcionamento do mercado de valores mobiliários (BRASIL, TRF-3, 2013).

Partindo desse entendimento, além de comunicar o Ministério Público Federal (MPF) sobre a possível ocorrência de uso indevido de informação privilegiada, a CVM poderá atuar como assistente de acusação, auxiliando o MPF no entendimento e na apuração do ilícito penal (CVM, 2016, p. 38).

Entretanto, mesmo havendo o auxílio da CVM, o grau de conhecimento dos membros do Poder Judiciário, do MPF e da Polícia Federal tem um papel muito importante na investigação e punição do uso indevido de informações privilegiadas.

A complexidade dos esquemas envolvendo o ilícito, que pode envolver artifícios financeiros sofisticados, torna difícil para que profissionais de outras áreas compreendam como os investigados obtiveram lucro ou evitaram perdas nas operações. Nessa acepção, a capacitação dos agentes envolvidos e o grau técnico passa a ser condição chave para combater o crime (CVM, 2016, p. 39).

Ainda assim, as características da produção probatória na esfera penal fazem com que os números de processos dessa demanda sejam demasiadamente menores se comparados à esfera administrativa, e mesmo com as recentes mudanças na legislação o cenário de punições não tende a aumentar:

Apenas considerando o insider primário: de 2002 a 2015, foram 28 casos com punição dentre 50 processos administrativos sancionadores abertos [...] Dos 28 casos que geraram punição administrativa, apenas quatro viraram processos criminais. Se nesse tipo insider – cuja obtenção de provas é menos desafiadora – tão poucas condenações acontecem, a perspectiva é, sem dúvida, pouco animadora para a punição penal do insider trading secundário. Mesmo na esfera administrativa, onde indícios bastam, poucos agentes de mercado – que se enquadrariam na classificação de insiders secundários – são punidos. [...] das 223 pessoas acusadas de insider pela CVM no período analisado, 137 são insiders secundários – categoria que inclui, por exemplo, investidores, corretoras de valores e seus funcionários, ex-administradores da companhia emissora, bancos e pessoas a ele ligadas e parentes de funcionários. Apesar da relevância desse grupo – dois terços do total da amostra –, a maior parte de seus integrantes foi inocentado. Dos 48 investidores indiciados, por exemplo, 39 foram absolvidos; dos 40 sob a categoria de corretoras de valores e seus funcionários, 35 foram inocentados (PAIVA, 2018a, p. 1).

Pelo acima exposto, existem diversas críticas as alterações trazidas pela Lei nº 13.507/2017. Apesar do legislador enquadrar tanto o *insider* primário, quanto o secundário, na tipificação penal, não se criou mecanismos para a resolução dos crimes de forma robusta, em principal diante da dificuldade encontrada para produzir provas da ocorrência do delito:

Depois de formulada a acusação — tanto contra o insider primário quanto contra o secundário —, a CVM repassa as informações ao Ministério Público Federal (MPF), a quem cabe apresentar denúncia à Justiça, ponto em que o caso já está na esfera criminal. Ocorre que, de maneira diversa da punição administrativa (que pode ser calcada em provas indiciárias), a prisão de um acusado requer provas materiais (como registros de e-mail ou gravações), o que evidentemente é muito mais difícil. Isso explica por que muitas situações que acabam em punição pela CVM não se transformam em processos penais (PAIVA, 2018a, p. 1).

À vista disso, compreendidos os requisitos para o enquadramento do delito de *insider trading*, em especial sobre as peculiaridades na esfera penal, adentra-se no próximo capítulo que abordará os principais casos ocorridos no Brasil, bem como, sobre as dificuldades para a repreensão criminal dos infratores.

4 REPRESSÃO PENAL: ANÁLISE DOS CASOS EXISTENTES NO BRASIL

No decorrer deste estudo verificou-se que desde 2001 o crime de *insider trading* integra o ordenamento jurídico brasileiro, proveniente da inclusão do artigo 27-D à Lei nº 6.385/1976. Ocorre que passadas aproximadamente duas décadas de tipificação, o número de punições efetivas na esfera criminal ainda é pouco significativo.

Nesse sentido, para compreender as razões do número pequeno de processos e condenações criminais do delito, passa-se à análise dos casos investigados no Brasil.

4.1 AÇÕES CRIMINAIS

Embora a legislação exista desde 2001, foi apenas no ano de 2009 que ocorreu a primeira denúncia, pelo Ministério Público Federal de São Paulo, a respeito da conduta de *insider trading*.

Prado, Rachman e Vilela (2016, p. 77) entendem que a “[...] iniciativa pode ser explicada como fruto da cooperação decorrente de convênio firmado entre a CVM e o MPF para troca de informações em 2008”.

Sendo assim, analisar-se-á, sucintamente, os processos criminais existentes, bem como, a verificação de eventual condenação criminal pela prática do uso de informação privilegiada.

4.1.1 Sadia e Perdigão

Em fevereiro de 2016, o Superior Tribunal de Justiça (STJ) analisou a primeira condenação criminal de *insider trading* no Brasil, através do julgamento do Recurso Especial (REsp) nº 1.569.171. O fato delituoso, teria acontecido nos dias 5, 7, 12 e 21 de julho de 2006, na cidade de São Paulo e envolveu os acusados Luiz Gonzaga Murat Junior e Romano Ancelmo Fontana Filho (BRASIL, TRF-3, 2013).

A denúncia narra que o Diretor de Finanças e Relações com Investidores da empresa "Sadia S.A", Luiz Murat, em abril e junho de 2006, utilizou de informação relevante ainda não divulgada ao mercado, através da Oferta Pública de Aquisição (OPA) das ações da empresa "Perdigão S.A", o que propiciou vantagem indevida mediante a compra de US\$ 352.907,00 (trezentos e cinquenta e dois mil e novecentos e sete dólares norte-americanos) e

US\$ 586.801,00 (quinhentos e oitenta e seis mil e oitocentos e um dólares norte-americanos) em certificados de ações (BRASIL, TRF-3, 2013).

Já no tocante ao denunciado Romano Ancelmo, a peça acusatória narra que na qualidade de membro do Conselho de Administração da empresa "Sadia S.A", o referido utilizou informação relevante ainda não divulgada ao mercado, também durante a OPA de ações da empresa "Perdigão S.A", bem como, na divulgação pública da revogação da oferta pública de aquisição de ações da "Perdigão S.A" pela "Sadia S.A" (BRASIL, TRF-3, 2013).

A vantagem de Romano ocorreu mediante a compra e venda, em nome próprio, de certificados de ações, totalizando US\$ 193.000,00 (cento e noventa e três mil dólares norte-americanos), US\$ 95.000,00 (noventa e cinco mil dólares norte-americanos), US\$ 56.100,90 (cinquenta e seis mil e cem dólares norte-americanos e noventa centavos), respectivamente, e, US\$ 483.215,40 (quatrocentos e oitenta e três mil e duzentos e quinze dólares norte-americanos e quarenta centavos) (BRASIL, TRF-3, 2013).

Em primeira instância o Diretor Murat foi condenado à pena privativa de liberdade de 1 (um) ano e 9 (nove) meses de reclusão, em regime inicial aberto, substituída por prestação de serviços à comunidade e a proibição do exercício do cargo de administrador ou conselheiro fiscal de companhia aberta pelo prazo da condenação, além de multa no valor de R\$ 349.711,53 (trezentos e quarenta e nove mil, setecentos e onze reais e cinquenta e três centavos) (BRASIL, TRF-3, 2013).

Já o Conselheiro foi condenado à pena privativa de liberdade de 1 (um) ano, 5 (cinco) meses e 15 (quinze) dias de reclusão, em regime inicial aberto, substituída por prestação de serviços à comunidade e a proibição do exercício do cargo de administrador ou conselheiro fiscal de companhia aberta pelo prazo da condenação, além de multa no valor de R\$ 374.940,52 (trezentos e setenta e quatro mil, novecentos e quarenta reais e cinquenta e dois centavos), tudo conforme ação penal nº 0005123-26.2009.4.03.6181 (BRASIL, TRF-3, 2013).

Após, em segunda instância, o TRF3 julgou recurso de apelação do MPF, em acórdão na data de 31 de janeiro de 2013, majorou a pena do Diretor para dois anos, seis meses e dez dias de reclusão em regime aberto, e condenou ao dever de indenizar a título de dano moral coletivo no valor mínimo de R\$ 254.335,66 (duzentos e cinquenta e quatro mil, trezentos e trinta e cinco reais, e sessenta e seis centavos) (BRASIL, TRF-3, 2013).

O Conselheiro teve sua pena majorada para dois anos e um mês de reclusão em regime aberto, e condenação ao dever de indenizar a título de dano moral coletivo no valor mínimo de R\$ 305.036,36 (trezentos e cinco mil, trinta e seis reais, e trinta e seis centavos),

tudo conforme apelação criminal autos nº 0005123-26.2009.4.03.6181/SP (BRASIL, TRF-3, 2013).

Através de REsp o caso foi ao STJ, onde Romano foi condenado a dois anos e um mês de prisão, cuja pena foi convertida em serviços comunitários e proibição de exercer cargos em companhias abertas, além da multa de R\$ 374,9 mil. A pena, porém, prescreveu. Com relação a Luiz Murat, este foi condenado a dois anos e seis meses, entretanto, teve a pena convertida em serviços à comunidade, além da multa de R\$ 394,7 mil para reparação à título de danos morais coletivos (STJ, REsp 1569171/SP, j. 16/02/2016) (BRASIL, STJ, 2016).

O caso encerrou com o trânsito em julgado em 21 de junho de 2017, após o não provimento do Recurso Extraordinário com Agravo (ARE), intentado pelos réus pelo Supremo Tribunal Federal (STF) (STF, ARE 971036 AgR, j. 05/05/2017) (BRASIL, STF, 2017).

Pelo exposto, as penas delimitadas foram ínfimas, de pouca envergadura, sendo uma, inclusive, atingida pela prescrição. O caso ficou conhecido como a primeira condenação de *insider trading* no Brasil em virtude da sentença penal condenatória definitiva, sendo até à presente data, a única a atingir tal patamar.

4.1.2 Random S.A

O segundo caso conhecido é o da empresa Random S.A. Conforme relatado por Prado, Rachamnn e Vilela (2016, p. 79), o acionista controlador e seus familiares, bem como alguns administradores da empresa Random, tomaram conhecimento, antecipadamente (dois meses antes), que a empresa norte-americana Arvin Merit, se tornaria sócia da companhia, o que veio efetivamente a ocorrer em agosto de 2002.

De posse antecipada dessas informações, os referidos agentes adquiriram ações da empresa, sendo que no período, as cotações das ações da companhia teriam valorizado 120%, e, portanto, auferiram vantagem econômica. Através do exposto, o Ministério Público do Estado do Rio Grande de Sul, ofereceu denúncia contra seis acusados no início de 2010 (PRADO; RACHAMNN; VILELA, 2016, p. 79).

Após diversas discussões a respeito da competência processual, a ação foi remetida para a Vara Federal Criminal de São Paulo, especializada em crimes financeiros, e tramitou sob o nº 2009.61.81.009474-9 (JFSP, 2020, p. 1)

Após seu desenrolar, em 2011, houve a absolvição sumária de dois réus que detinham mais de 70 anos, através da aplicação do instituto da prescrição em razão da idade. Em 2012, foi extinta a punibilidade de outro réu também devido à prescrição. Por fim, em 2012, para os demais réus houve a suspensão condicional do processo (artigo 89 da Lei nº 9.099/1995), em virtude do oferecimento, e aceitação, de proposta do MPF, cujas condições estabeleciam que os réus pagassem multas individuais destinadas à CVM, além de prestação de serviços à comunidade e comparecimento à justiça (JFSP, 2020, p. 1)

Após o cumprimento das condições acima, em 2014, houve extinção da punibilidade dos demais réus e encerramento do processo.

Desta feita, em que pese ter ocorrido a acusação de seis indivíduos, não houve condenações no referido caso, eis que dois obtiveram absolvição sumária, e os demais foram acometidos pela extinção da punibilidade, seja pela prescrição, seja pelo cumprimento de suspensão condicional do processo.

4.1.3 Mundial S.A

A terceira denúncia na esfera penal referente ao crime de *insider trading*, é datada de 30 de dezembro de 2012, e foi realizada, novamente, pelo Ministério Público do Rio Grande do Sul, no caso Mundial (PRADO, RACHMAN; VILELA, 2016, p. 79).

O ocorrido ficou conhecido como “Bolha do Alicate”, isso porque a referida empresa é integrante de um grupo industrial atuante do setor metalúrgico, cujos produtos mais famosos são seus alicates de unha (PAVINI, 2019, p. 1).

Na referida denúncia foram indiciados dez indivíduos por formação de quadrilha e manipulação de mercado, e apenas dois destes foram acusadas por *insider trading*, sendo Michael Lenn Ceitlin, presidente da empresa gaúcha Mundial S/A e Rafael Ferri corretor do mercado mobiliário (PRADO, RACHMAN; VILELA, 2016, p. 79):

[...] de acordo com o MPF, Ceitlin e Ferri, entre dezembro de 2010 e julho de 2011, teriam utilizado informações relevantes, que ainda não haviam sido divulgadas ao mercado, capazes de propiciar para si vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio e de terceiros, com valores mobiliários da empresa. Conforme a acusação, Ceitlin foi o responsável por fornecer a Ferri o acesso indevido às informações privilegiadas, das quais tinha conhecimento em razão de sua função como presidente da Mundial e estava obrigado a manter em sigilo (TRF-4, 2019, p.1).

O fato chamou atenção pois enquanto o mercado sofria com um período de baixa, as ações ordinárias da empresa Mundial dispararam 470% em aproximadamente dois meses. Através disso, os investidores eram atraídos por anúncios de Michael Ceitlin, então presidente

da companhia, que supostamente havia divulgado fatos relevantes com boas notícias. Com o acima descrito, a CVM e a Polícia Federal investigaram a valorização e descobriram se tratar de um plano criado pelos dois acusados para obter lucros de curto prazo (SETTI, 2018, p. 1).

No ano de 2016, em primeira instância os acusados foram condenados pela 1ª Vara Federal Criminal de Porto Alegre, pelos crimes de manipulação de mercado e uso indevido de informação privilegiada:

As penas ficaram estabelecidas em 3 anos e 9 meses de reclusão para cada um. Além disso, eles também foram condenados ao pagamento de 31 dias-multa com o valor unitário diário de 15 salários mínimos vigentes a época dos fatos (dezembro de 2010). As penas privativas de liberdade dos réus foram substituídas por restritivas de direito, consistentes na prestação de serviços comunitários ou a entidades públicas e prestação pecuniária fixada em 50 salários mínimos (TRF-4, 2019, p.1).

Os dois condenados apelaram da decisão, que recentemente, no ano de 2019, foi julgada pelo Tribunal Regional Federal da 4ª Região (TRF-4):

A 7ª Turma do tribunal, por unanimidade, reformou a sentença e decidiu absolver Ceitlin da prática dos dois crimes que foi denunciado e absolver Ferri do delito de uso indevido de informação privilegiada. Quanto ao crime de manipulação de mercado por parte de Ferri, o colegiado determinou a cisão do processo e a remessa dos autos para a vara de origem, para o exame de eventual proposta de suspensão condicional da ação penal (TRF-4, 2019, p. 1).

Ao analisar as provas, a relatora do caso entendeu que os elementos utilizados pela acusação e pela sentença de primeiro grau, não se mostraram suficientes para demonstrar existência de informação relevante relacionada à empresa Mundial S.A pendente de divulgação.

À vista disso, foi reformada a sentença com fundamento no artigo 386, inciso VI, do Código de Processo Penal, ou seja, quando existem circunstâncias que excluem o crime; isentem o réu de pena; ou mesmo se houver fundada dúvida sobre sua existência (TRF-4, 2019, p. 1).

Conforme análise do processo acima relatado (autos nº 5067096-18.2012.4.04.7100) da decisão de absolvição o MPF apresentou embargos de declaração, alegando a existência de omissão e contradição na decisão quanto à prática do crime de *insider trading*. Segundo os promotores o argumento usado no acórdão era de que a análise do Tribunal estaria consoante com a jurisprudência do STJ, enquanto o entendimento daquela Corte Superior, vai ao encontro da situação dos autos (BRASIL, TRF-4, 2020).

Apesar do argumento trazido os embargos declaratórios foram improvidos, tendo o processo trânsito em julgado para a acusação em janeiro de 2020, tratando-se de mais um

processo em que não houve punição na esfera penal para os acusados de uso de informação privilegiada (BRASIL, TRF-4, 2020).

4.1.4 Eike Fuhrken Batista

O empresário Eike Batista foi alvo de denúncias de crimes contra o mercado financeiro em transações envolvendo as empresas OGX Petróleo e Gás Participações S.A. e OSX Brasil S.A., oferecidas à justiça pelo Ministério Público Federal em São Paulo e pelo Ministério Público Federal no Rio de Janeiro (TREVISAN, 2014, p. 1).

Os processos que ainda estão em tramitação, correm conforme os seguintes procedimentos: autos nº 0042650-05.2014.4.02.5101; autos nº 0042651-87.2014.4.02.5101 e autos nº 0029174-94.2014.4.02.5101 (BATISTA, 2019, p. 1).

No primeiro caso, acolhendo pedido de condenação do MPF, o acusado foi sentenciado à 8 anos e 7 meses de reclusão, em regime inicial fechado, por fraudes contra o mercado de capitais brasileiro, entre eles o uso de informação privilegiada. Conforme informado,

[...] o empresário constituiu as empresas OSX Construção Naval e OGX Petróleo e Gás Participações visando participar do promissor mercado de exploração de petróleo do pré-sal. À OGX caberia a exploração de petróleo e à OSX, a construção das plataformas para atender às demandas da primeira em relação aos campos de petróleo cuja concessão obtivera. [...] ‘Ocorre que, diante de um cenário onde a exploração de petróleo não alcançou aquilo que era anunciado pelo empresário, fez-se necessário um redimensionamento nas atividades da OSX. Como consta do pedido de condenação acolhido ‘em 15/04/2013, o réu, na qualidade de presidente do Conselho de Administração, reuniu-se com a direção da Companhia OSX Construção Naval para discutir assuntos relativos ao fundeio da plataforma FPSO OSX-2 na Ásia, o que acarretaria alteração no ‘Plano de Negócios’ da referida empresa, o qual conteria diversas medidas de austeridade’. Por se constituir em fato relevante para o mercado de capitais, isto é, fato que impacta a decisão de investir por parte de terceiros, ele foi divulgado ao mercado, nos termos do art. 2º da Instrução CVM 358/02, em 17/05/2013. Contudo, cerca de um mês antes, em 19/04/2013, portanto, após a alteração do plano de negócios, o empresário Eike Batista alienou R\$ 9,9 milhões em ações da referida Companhia, a um preço de R\$ 3,40 por ação, auferindo, na transação, R\$ 33,7 milhões (BATISTA, 2019, p. 1).

Consoante os procuradores, a vantagem teria ocorrido pois o empresário negociou ações sob a cotação de R\$ 3,40, sendo que no pregão imediatamente posterior à divulgação do fato relevante, a cotação diminuiu a passo de chegar para R\$ 2,50.

Na decisão, a magistrada determinou pena de quatro anos de prisão pelo crime de uso de informação privilegiada e multa três vezes maior do que os ganhos obtidos com a venda dos papéis (BRASIL, TRF-2, 2020).

Sendo assim à título de reparação pecuniária, o réu foi condenado ao pagamento do valor de R\$ 82.829.345,52, atualizado desde a data do fato até à data do efetivo pagamento, que deverá ser destinado ao Conselho Monetário Nacional, em razão de suas atribuições, conforme Lei nº 6.385/1976 (BRASIL, TRF-2, 2020)

Em que pese a condenação proferida pela Justiça Federal do Rio de Janeiro, o entendimento atual é que o cumprimento de pena só deve ser iniciado após o trânsito em julgado da condenação condenatória.

Nesse sentido, em 20 de fevereiro de 2020 foi recebido o recurso de apelação do acusado Eike Batista, sendo assim o procedimento foi remetido para julgamento pelo Tribunal Regional Federal da 2ª Região (BRASIL, TRF-2, 2020)

Com relação aos outros dois processos criminais, estão em fase final, e aguardam julgamento em primeiro grau.

4.1.5 JBS e os irmãos Batista

No ano de 2017, durante diversas investigações de corrupção no governo brasileiro, foram divulgadas informações de que os irmãos Joesley e Wesley Batista, respectivamente Presidente do Conselho de Administração e Diretor da JBS S.A., haviam firmado acordo de delação premiada com a Procuradoria-Geral da República (PGR) (JARDIM, 2017, p. 1)

À época houve o vazamento de áudios em que um dos controladores da companhia estaria afirmando ao até então Presidente da República Michel Temer, o suborno do ex-deputado federal Eduardo Cunha, o que confirmaria a participação da empresa e de membros de alto escalão do governo em casos de corrupção investigados pela Polícia Federal (JARDIM, 2017, p. 1)

Ocorre que em 18 de maio de 2017, dia seguinte à divulgação dos áudios pela mídia, as ações de emissão da empresa JBS sofreram grande queda, bem como as de diversas outras empresas brasileiras, e como consequência, o dólar disparou. Dessa forma, os irmãos à frente do grupo empresarial, teriam se aproveitado da previsão de volatilidade do mercado financeiro para auferir vantagem, senão vejamos:

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. 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).

Como esperado, os fatos renderam denúncia pelo Ministério Público de São Paulo que originou os autos nº 0006423-26.2017.403.6181, e em virtude do ocorrido, o MPF e a Polícia Federal, pediram à Justiça Federal a prisão preventiva de Wesley e Joesley Batista (FRABASILE, 2017, p. 1).

O mandado de prisão contra os acusados foi expedido em setembro de 2017, no âmbito da operação Tendão de Aquiles, entretanto, Joesley já estava preso através da Operação Lava-Jato, dessa forma, Wesley tornou-se o primeiro acusado a ser preso por *insider trading* (TAVARES, 2019, p. 1)

Posteriormente, em fevereiro de 2018, a Sexta Turma do STJ, ao analisar os Habeas Corpus (HC) nº 422.113 e nº 422.122, substituiu a prisão preventiva cumprida pelos irmãos por medidas cautelares previstas no artigo 319, do Código de Processo Penal. Entre as medidas ficou determinada a proibição de participar de operações financeiras no mercado e de ocupar cargos nas empresas envolvidas no processo (STJ, 2018, p. 1).

Em 16 de maio de 2019, o juiz Diego Paes Moreira, da 6ª Vara Federal Criminal em São Paulo, aceitou nova denúncia do Ministério Público Federal contra Wesley Batista, também por fatos ocorridos à época, através de acordos de câmbio e envolvendo as empresas Seara Alimentos e Eldorado Celulose (BRITO, 2019, p. 1).

Apenas em 27 de março de 2020, o STJ, ao analisar o HC nº 120.261, permitiu a volta dos irmãos Wesley e Joesley Batista ao comando de suas empresas (STJ, 2018, p.1).

Toda essa situação ainda gerou reflexos diretos no acordo de colaboração premiada de 2017, firmado por ambos os acusados. O termo previa expressamente que estes se abstivessem de praticar novos crimes, e diante da suspeita de *insider trading*, além de demais rupturas de cláusulas do acordo, a PGR requereu rescisão da delação, cujo procedimento encontra-se em andamento no STF (MARTINES, 2019, p. 1).

Pelo exposto, apesar das suspeitas da ocorrência do uso de informações privilegiadas, e da prisão preventiva dos acusados à época, recentemente os referidos voltaram a exercer cargos nas empresas envolvidas no ilícito, além de não existirem ainda condenações criminais a respeito dos fatos investigados.

À vista do exposto, estudados os casos criminais dentro da jurisprudência brasileira, necessário relatar as conclusões obtidas.

4.2 A INEFETIVIDADE DA REPRESSÃO PENAL

No mercado de capitais, há uma necessidade primordial de divulgação de informações. O acesso à fatos relevantes inerentes às atividades das companhias, devem ser observados tanto nos momentos de emissão dos valores mobiliários, que são ofertados ao público, quanto na continuidade da operação das entidades participantes desse mercado.

Por essa razão, como se vem frisando, o Estado deve possuir uma economia estruturada por meio de um sistema financeiro transparente, proporcionando uma alternativa segura para o destino das poupanças dos cidadãos.

Para atingir tais desideratos, é necessário que sejam criados mecanismos de segurança no mercado de valores mobiliários. Dessa forma, a tutela penal viria para garantir essa proteção, até mesmo para demonstrar aos participantes da estrutura financeira nacional que o mercado brasileiro é digno de confiança dos investidores.

Nota-se que a grande preocupação do legislador em criar fórmulas para coibir o uso da informação privilegiada, é tentar evitar que toda a informação que não tenha sido tornada pública e diga respeito, direta ou indiretamente, a uma companhia, venha a ser divulgada apenas à parte restrita do mercado e altere o valor das ações de determinada emissora (PASCHOALINI, 2014, p. 159-193).

Por este ângulo, o estudo promovido demonstrou que apesar de quase duas décadas da inserção da figura delitiva do *insider trading* pela Lei nº 10.303/01, pouquíssimos casos foram apresentados à justiça no tocante à esfera penal, e dos que chegaram, somente um já teve sentença penal condenatória transitada em julgado.

Ao verificar as razões por trás de dados tão desanimadores, descobriu-se que um dos principais empecilhos ao poder punitivo estatal é provar a intenção do agente em obter a vantagem ilícita, o que é crucial para convencimento do juiz na prática do crime. “[...] O tipo – uso de informação privilegiada – apresenta elemento subjetivo especial, tratando-se, portanto, de dolo específico: o insider deve não só ter consciência da ilicitude, como também desejar o resultado, a vantagem indevida” (EIZIRIK; GAAL; PARENTE; HENRIQUES, 2008, p. 534).

Em que pese a produção probatória, em determinados casos, ocorrer por meio de indícios, estes devem ser suficientemente claros para demonstrar a ocorrência da infração. A punição baseada apenas em prova indireta só pode existir se não houver qualquer fato que coloque em dúvida à prática da conduta. Sendo assim,

Indícios são as circunstâncias conhecidas e provadas, que, tendo relação com o fato, autorizam, por indução, concluir-se a existência de outra ou de outras circunstâncias (art. 239 do CPP). O indício é, portanto, o fato devidamente comprovado que, por indução lógica, faz presumir a ocorrência ou inoocorrência do fato probando (REIS; GONÇALVES, 2013, p. 383).

A prova capaz de gerar condenação na esfera penal exige robustez, pois não havendo elementos suficientes, ou havendo dúvida, deve prevalecer a aplicação do *in dubio pro reo* (na dúvida, em favor do réu), que impõe a absolvição. Nesse sentido, Eizirik, Gaal, Parente e Henriques (2012, p. 320), expõem:

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.

Nesse sentido, a doutrina nos ensina que,

Na medida em que o sistema da persuasão racional do juiz repudia o estabelecimento de hierarquia entre os meios de prova, é possível concluir que o indício (prova indireta) não ocupa posição subalterna, no que respeita à eficácia probante, em relação à prova direta. Não há qualquer óbice, portanto, para que o juiz fundamente a sentença condenatória com base, exclusivamente, em prova indiciária, já que a certeza pode, em tese, advir de elementos dessa natureza. A rigor, até mesmo um único indício pode servir de base para o acolhimento da pretensão punitiva, desde que se mostre suficiente para convencer o juiz (REIS; GONÇALVES, 2013, p. 384).

Em contrapartida, os constantes avanços tecnológicos proporcionam novas modalidades de operações no mercado de capitais, que se tornam, a cada dia, mais complexas, desafiando continuamente as atividades de supervisão, fiscalização e aplicação de penalidades.

Diante do estudo promovido, a comprovação com e-mails, telefones, documentos físicos da realização de transações, são de difícil obtenção e fiscalização, e fazem com que a investigação tenha que utilizar como método provas indiretas e suposições. Os agentes de mercado são indivíduos instruídos, normalmente com aparato tecnológico complexo e sistema de controle das companhias personalizados, criando uma barreira para a elucidação do delito.

Até mesmo a recente alteração legislativa através da Lei nº 13.506/17, que expandiu o artigo 27-D, provavelmente não vai alterar o cenário de baixas condenações criminais, pois apesar do esforço do legislador ser válido e necessário, a efetividade dessa medida na repressão do crime de *insider trading* é questionável.

As análises promovidas indicam que os principais obstáculos à efetiva repressão do tipo penal não têm relação direta com a abrangência da norma criminal, mas com a qualificação dos investigadores e a obtenção de prova incriminadora contundente.

Ao que parece, o Brasil caminha no sentido oposto da boa prática legislativa no tocante à criminalidade econômica, posto que aquela implica a edição de normas penais cada vez mais claras, precisas, cognoscíveis, delimitadoras da tipicidade e do subjetivismo dos operadores jurídicos e, sobretudo, a sua constante adaptação à rápida evolução dos regulamentos existentes na seara administrativa financeira e de valores mobiliários. Na prática, visualizamos a vigência de redação normativa cuja realização implica a conformação de tipos penais imprecisos, abrangentes e, por vezes, desprovidos de margem mínima de ação e intenção do agente em determinadas esferas, especialmente no cenário econômico-financeiro (SALOMI; SILVA, 2018, p. 1).

Afinal, para proferir uma sentença condenatória, é necessário que o magistrado faça uma análise profunda do constante no caderno processual, e afirme se são verdadeiros ou não os fatos imputados ao réu, se estes se enquadram perfeitamente no tipo penal, e se estão presentes os requisitos para que o acusado seja condenado e cumpra a pena correspondente ao crime cometido.

Deste modo, o Ministério Público quando da análise do conteúdo indiciário tem em mente que a atividade julgadora não poderá ocorrer apenas com base em presunções, suposições ou indícios incertos, vez que o juiz deverá dar conhecimento às partes do raciocínio percorrido para chegar ao veredito, demonstrando como valorou as provas produzidas.

Esse entendimento faz com que mesmo havendo procedimento administrativo instaurado e comunicado ao Ministério Público, a promotoria de justiça decida por não continuar com a persecução penal, ciente de que a produção probatória insuficiente ensejará em absolvição do acusado ou não recebimento da denúncia.

Diante do exposto, a inexistência de repressão da conduta, pode gerar reflexos diretos no aumento da criminalidade. Conforme constatou Becker (1967, p. 72), a probabilidade de condenação do agente do crime tem fundamental influência no número de ilícitos praticados. O autor acredita que o criminoso é um agente racional, e como tal, optará por empregar tempo e recursos em uma atividade lícita, se a ocupação ilícita se tornar arriscada e prejudicial aos seus negócios, ou seja, o custo do cometimento do crime não deve compensar o risco.

Por outro lado, o contraventor permanecerá cometendo crimes enquanto o proveito for superior as penalidades a ele impostas. Essas observações conduzem à reflexão natural acerca da ineficácia das esferas administrativa e cível, somadas a fragilidade do

dispositivo 27-D e suas alterações, que se limitaram a ampliar o tipo penal, sem atentar aos verdadeiros problemas enfrentados no combate ao crime, demonstrando que atualmente as dificuldades probatórias influem para que não haja efetiva repressão penal do delito de *insider trading* no direito brasileiro.

5 CONCLUSÃO

O direito penal econômico ainda é ramo recente na doutrina, sendo tema de debate constante pelos operadores do direito e participantes do Sistema Financeiro Nacional. Nesse sentido, após analisados o funcionamento do mercado de valores mobiliários e o papel das sociedades anônimas nesse meio, conseguiu-se entender como ocorre o delito de uso de informação privilegiada.

Estudados os aspectos essenciais para conhecimento do referido tema, observou-se que o crime de *insider trading*, é tema em ascensão dentro do ordenamento jurídico brasileiro. Foi especialmente inserido pela Lei nº 10.303/2001, e como consequência, complementou a Lei do Mercado de Capitais com crime que até então não existia.

Insta salientar que a principal intenção em prevenir tal delito é proteger o bem jurídico tutelado previsto no artigo 170 da Constituição Federal, que trata da ordem econômica e financeira do país, e a confiança no mercado mobiliário, deveres indiscutíveis do Estado, que possui interesse em atrair novos investidores e por essa razão necessita de um sistema estável, equilibrado e saudável.

Verificou-se que a pena para aquele que utilizar, para si ou para outrem, informação privilegiada dentro do mercado de capitais, com a intenção de obter vantagem indevida, é de 1 a 5 anos de reclusão e multa. Poderá ainda a pena ser aumentada de um terço caso o tipo seja cometido por indivíduo que tenha o dever de sigilo sobre a referida informação.

Conforme analisado, a responsabilidade do crime é solidária e seus sujeitos ativos podem ser caracterizados por exercer uma função profissional direta com a companhia, como é o caso dos administradores, diretores, conselheiros (*insiders* primários), já os indiretos podem ser sujeitos que prestam serviço ou obtenham conhecimento através de algum interno a respeito do fato ou ato relevante (*insiders* secundários).

O sujeito passivo é o próprio Estado guardião do Sistema Financeiro Nacional, eis que direito supraindividual, coletivo de interesse de toda sociedade. Para que esse interesse seja devidamente protegido, o legislador criou e atribui à CVM, em parceria com o Ministério Público Federal, o papel de defesa dos acionistas e investidores, devendo fiscalizar o mercado de mobiliário no intuito de evitar crimes financeiros.

Ao longo dessa pesquisa constatou-se que o crime de *insider trading*, denota dificuldades práticas na incriminação dos agentes, em que pese trata-se de crime de natureza

formal, sem a necessidade de obtenção efetiva de vantagem ou lucro por parte do sujeito ativo.

Apesar desse atributo, é preciso que o órgão acusador prove que a informação privilegiada é relevante, ou seja, que ela tem o condão de influenciar na decisão de investimento, bem como, que o agente tenha usado conscientemente com a intenção de obter vantagem, o que tem gerado empecilhos para a aplicação da esfera penal.

Entende-se que para haver a consumação do crime, além dos indícios de autoria e materialidade, a acusação precisa apresentar elementos mais robustos que as provas indiciárias, de modo a evidenciar que o agente tinha conhecimento que a informação se tratava de relevante a ponto de ser considerada privilegiada, e com isso deteria o condão de influenciar na decisão dos acionistas frente à aquisição de valores mobiliários.

Salienta-se que existe uma tendência em aumentar a identificação e a punição da prática de *insider*, havendo inclusive, um esforço cada vez maior da CVM e do MPF em aperfeiçoar sistemas e qualificar seu quadro pessoal, para fiscalizar e punir os infratores.

Ainda assim, a pesquisa identificou que existem menos de dez procedimentos criminais instaurados, sendo que, até à presente data, há apenas uma condenação penal transitada em julgado, o que demonstra que a repressão penal no Brasil, infelizmente, ainda é inefetiva para combater a conduta de *insider trading*, sendo medida ineficaz para diminuir a criminalidade no mercado de capitais.

REFERÊNCIAS

- ALTMAN, Max. **Hoje na História: 1815 - Nathan Rothschild dá 'Golpe da Bolsa de Londres'**. 2011. Disponível em: <https://operamundi.uol.com.br/politica-e-economia/12863/hoje-na-historia-1815-nathan-rothschild-da-39-golpe-da-bolsa-de-londres-39>. Acesso em: 14 abr. 2020.
- AMARAL, Thiago Bottino do. **Direito Penal Econômico**. Rio de Janeiro: Fgv Direito Rio, 2015. Disponível em: https://direitorio.fgv.br/sites/direitorio.fgv.br/files/u100/direito_penal_economico_2015-1.pdf. Acesso em: 20 jan. 2020.
- BARTH, Ingrid G. **Origens das Bolsas de Valores**. 2009. Elaborado por O Economista. Disponível em: <https://www.oeconomista.com.br/origens-das-bolsas-de-valores/>. Acesso em: 14 abr. 2020.
- BECKER, Gary S. **Crime and Punishment: An Economic Approach**. *Journal of Political Economy* n. 72, 1968. Disponível em: <https://www.nber.org/chapters/c3625.pdf>. Acesso em: 22 maio. 2019.
- BERTIN, Dirceu. **Insider Trading, controle jurídico do uso indevido de informação privilegiada no mercado de capitais**. 2010. 108 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Direito Político e Econômico, Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo, 2014. Disponível em: <http://www.dominiopublico.gov.br/download/teste/arqs/cp141872.pdf>. Acesso em: 16 mar. 2020.
- BIANCHINI, Alice. **Direito penal econômico: os fins justificam os meios?** 2011. Disponível em: <https://professoraalice.jusbrasil.com.br/artigos/121814057/direito-penal-economico-os-fins-justificam-os-meios>. Acesso em: 20 fev. 2020.
- BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução CVM Nº 358, de 03 de janeiro de 2002. Dispõe sobre a divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 28 de jan. 2002. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst358.html>. Acesso em: 14 abr. 2020.
- BRASIL. Constituição Federal (1988). Constituição da República Federativa do Brasil. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 05 out. 1988. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm. Acesso em: 20 jun. 2020.
- BRASIL. Decreto-Lei 2.848, de 07 de dezembro de 1940. Código penal. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 31 dez. 1940. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/del2848compilado.htm. Acesso em: 20 jun. 2020.
- 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**. Brasília, DF, 01 nov. 2011. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/leis_2001/110303.htm. Acesso em: 20 jan. 2020.

BRASIL. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Institui o Código Civil. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 11 jan. 2002. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6404consol.htm. Acesso em: 10 mar. 2020.

BRASIL. Lei nº 13.506, de 13 de novembro de 2017. Dispõe sobre o processo administrativo sancionador na esfera de atuação do Banco Central do Brasil e da Comissão de Valores Mobiliários; altera a Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, a Lei nº 4.131, de 3 de setembro de 1962, a Lei nº 4.829, de 5 de novembro de 1965, a Lei nº 6.024, de 13 de março de 1974, a Lei nº 7.492, de 16 de junho de 1986, a Lei nº 9.069, de 29 de junho de 1995, a Lei nº 9.613, de 3 de março de 1998, a Lei nº 10.214, de 27 de março de 2001, a Lei nº 11.371, de 28 de novembro de 2006, a Lei nº 11.795, de 8 de outubro de 2008, a Lei nº 12.810, de 15 de maio de 2013, a Lei nº 12.865, de 9 de outubro de 2013, a Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964, o Decreto nº 23.258, de 19 de outubro de 1933, o Decreto-Lei nº 9.025, de 27 de fevereiro de 1946, e a Medida Provisória nº 2.224, de 4 de setembro de 2001; revoga o Decreto-Lei nº 448, de 3 de fevereiro de 1969, e dispositivos da Lei nº 9.447, de 14 de março de 1997, da Lei nº 4.380, de 21 de agosto de 1964, da Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965, e da Lei nº 9.873, de 23 de novembro de 1999; e dá outras providências. **Diário Oficial da União**. Brasília, DF, 14 nov. 2017. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2015-2018/2017/Lei/L13506.htm. Acesso em: 15 fev. 2020.

BRASIL. Lei nº 6.385, de 07 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários - CVM. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 09 dez. 1976. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385.htm. Acesso em: 23 mar. 2020.

BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Lei das Sociedades por Ações. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 17 dez. 1976. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6404consol.htm. Acesso em: 10 mar. 2020.

BRASIL. Lei nº 8.078, de 11 de setembro de 1990. Código de defesa do consumidor. **Diário Oficial da União**. Brasília, DF, 12 set. 1990. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l8078.htm. Acesso em: 25 mar. 2020.

BRASIL. Lei nº 9.099, de 26 de setembro de 1995. Dispõe sobre os Juizados Especiais Cíveis e Criminais e dá outras providências. **Diário Oficial da União**. Brasília, DF, 27 set. 1995. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l9099.htm. Acesso em: 16 dez. 2019.

BRASIL. Lei nº 9.457, de 05 de maio de 1997. Altera dispositivos da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as sociedades por ações e da 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**. Brasília, DF, 06 maio 1997. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L9457.htm#art1. Acesso em: 14 jan. 2020.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Acórdão em Recurso Especial nº 1.569.171. Recorrente: Luiz Gonzaga Murat Junior e outros. Recorrido: Ministério Público Federal e outros. Relator: Ministro Gurgel de Faria. Brasília, DF, 16 de fevereiro de 2016. Brasília: **Diário Eletrônico de Justiça**, 16 fev. 2016. Disponível em: <https://ww2.stj.jus.br/processo/revista/documento/mediado/?componente=ATC&sequencial=>

55461605&num_registro=201401067916&data=20160225&tipo=5&formato=PDF. Acesso em: 18 abr. 2020.

BRASIL. Supremo Tribunal Federal. Acórdão em Agravo Regimental nº 971036. Recorrido: Recorrente: Luiz Gonzaga Murat Junior. Ministério Público Federal e outros. Relator: Ministro Dias Toffoli. Brasília, DF, 04 de maio de 2017. Brasília: **Diário Eletrônico de Justiça**, 05 maio 2017. Disponível em: <http://portal.stf.jus.br/processos/detalhe.asp?incidente=4983571>. Acesso em: 19 abr. 2020.

BRASIL. Tribunal Regional Federal da 2ª Região. Apelação criminal nº 0042650-05.2014.4.02.5101. Apelante: Eike Fuhrken Batista. Apelado: Ministério Público Federal. Relator: Relator André Fontes. Rio de Janeiro, RJ de 2020. **Diário Eletrônico da Justiça Federal da 2ª Região**. Rio de Janeiro, 2020. Disponível em: <http://portal.trf2.jus.br/portal/consulta/resconsproc.asp>. Acesso em: 28 maio 2020.

BRASIL. Tribunal Regional Federal da 3ª Região. Apelação Criminal nº 0005123-26.2009.4.03.6181/SP. Apelante: Luiz Gonzaga Murat Junior e outros. Apelado: Os mesmos. Relator: Desembargador Federal Luiz Stefanini. São Paulo, SP, 04 de fevereiro de 2013. **Diário Eletrônico da Justiça Federal da 3ª Região**. São Paulo, 14 fev. 2013. Disponível em: <http://web.trf3.jus.br/noticias/Noticias/Imprensa/Visualizar/697>. Acesso em: 21 abr. 2020.

BRASIL. Tribunal Regional Federal da 4ª Região. Apelação Criminal Nº 5067096-18.2012.4.04.7100. Apelante: Michael Lenn Ceitlin. Apelado: Ministério Público Federal. Relator: Desembargadora Federal Claudia Cristina Cristofani. Porto Alegre, RS de 2020. **Diário Eletrônico de Justiça Federal da 4ª Região**. Porto Alegre, 2020. Disponível em: https://www2.trf4.jus.br/trf4/controlador.php?acao=consulta_processual_resultado_pesquisa&selForma=NU&txtValor=5067096-18.2012.4.04.7100&chkMostrarBaixados=&todasfases=&todosvalores=&todaspartes=&txtDataFase=&selOrigem=TRF&sistema=&hdnRefId=&txtPalavraGerada=&txtChave=. Acesso em: 22 maio 2020.

BRITO, Ricardo. **Wesley Batista vira réu por insider trading em operações de Seara e Eldorado**. 2019. Disponível em: <https://economia.uol.com.br/noticias/reuters/2019/05/16/wesley-batista-vira-reu-por-insider-trading-em-operacoes-de-seara-e-eldorado.htm>. Acesso em: 20 maio 2020.

BRUSCATO, Wilges. **Manual de direito empresarial brasileiro**. São Paulo: Saraiva, 2011.

CAPEZ, Fernando. **Curso de Direito Penal**: parte geral. 22. ed. São Paulo: Saraiva, 2018. 1 v.

CARVALHOSA, Modesto Souza Barros. **Comentários à lei de sociedades anônimas**. São Paulo: Saraiva, 1997, v.3.

CARVALHOSA, Modesto Souza Barros; KUYVEN, Fernando. **Coleção tratado de direito empresarial**: Sociedades anônimas. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016. v. 3.

CATEB, Alexandre Bueno; ALBERGARIA NETO, Jason Soares de. A sociedade anônima brasileira analisada a partir da doutrina do direito & economia. *In*: JUNIOR, Eloy P. Lemos;

RIBEIRO, Maria de Fátima; FÉRES, Marcelo Andrade (Coords.). **Direito Empresarial I**. Florianópolis: CONPEDI, 2015, p. 336-365.

CELLIM, Sarah Barros. **Aspectos históricos e penais de casos de Insider Trading**. 2016. Disponível em: <https://sarahbc.jusbrasil.com.br/artigos/337509597/aspectos-historicos-e-penais-de-casos-de-insider-trading>. Acesso em 13 set. 2019.

COELHO, Fabio Ulhoa. **Curso de direito comercial**. 16. ed. São Paulo: Saraiva, 2012. v. 2.

COELHO, Fábio Ulhoa. **Manual de direito comercial: direito de empresa**. 23. ed. São Paulo: Saraiva, 2011.

COMPARATO, Fábio Konder. **Insider trading: Regime Jurídico do uso de informação privilegiadas no mercado de capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

CORREA, Robson. **Insider Trading e a Legislação Brasileira**. Curitiba. 2014. Disponível em: <https://robsoncorrea.jusbrasil.com.br/artigos/168985336/insider-trading-e-a-legislacao-brasileira>. Acesso em: 10 abr. 2019.

CVM - Comissão de Valores Mobiliários (Org.) **Relatório anual 2018**. Rio de Janeiro: CVM, 2018. 60 p. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/publicacao/relatorio_anual/anexos/Relatorio_Anuar_CVM_2018.pdf. Acesso em: 13 maio 2020.

CVM - Comissão de Valores Mobiliários. **Mercado de valores mobiliários brasileiro**. 4. ed. Rio de Janeiro: CVM, 2019. 380 p. Disponível em: https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/livro_TOP_mercado_de_valores_mobiliarios_brasileiro_4ed.pdf. Acesso em: 11 jan. 2020.

CVM - Comissão de Valores Mobiliários. **Uso indevido de informação privilegiada (insider trading)**. Rio de Janeiro: CVM, 2016. 45 p. Disponível em: <https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/menu/atividades/CampanhaNaoAoInsiderTrading/CVM-Caderno-11.pdf>. Acesso em: 16 jan. 2020.

DIAS, Amanda Sarcedo Valerio. **Insider Trading e a tutela penal**. 2019. 60 f. TCC (Graduação) - Curso de Bacharel em Direito, Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo, 2019. Disponível em: <http://dspace.mackenzie.br/bitstream/handle/10899/20109/AMANDA%20SARCEDO%20VALERIO%20DIAS.pdf;jsessionid=07E4B804D64894D88B31C8348D6778D5?sequence=1>. Acesso em: 11 mar. 2020.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais: Regime Jurídico**, Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

FRABASILE, Daniela. **Entenda a denúncia que levou à prisão de Wesley Batista, presidente da JBS**. 2017. Disponível em: <https://epocanegocios.globo.com/Brasil/noticia/2017/09/entenda-denuncia-que-levou-prisao-de-wesley-batista-da-jbs.html>. Acesso em: 11 maio 2020.

GIACOMOLLI, Felipe Mrack. **Reflexões sobre o crime de uso de informação privilegiada (insider trading) e o panorama brasileiro**. 2018. Disponível em:

<http://www.conteudojuridico.com.br/consulta/Artigos/51996/reflexoes-sobre-o-crime-de-uso-de-informacao-privilegiada-insider-trading-e-o-panorama-brasileiro>. Acesso em 11 set. 2019.

GRECO, Rogério. **Curso de Direito Penal**: parte geral. 19. ed. Niterói: Impetus, 2017. 1 v. Disponível em: <https://forumninja.org/wp-content/uploads/wpforo/attachments/2/1296-Curso-de-Direito-Penal-Vol-1-Parte-Geral-2017-Rogrio-Greco.pdf>. Acesso em: 12 abr. 2020.

GUIOTTO, Gustavo Carreires. **A Sociedade Anônima**. 2016. Disponível em: <https://gustavoguiotto.jusbrasil.com.br/artigos/342624502/a-sociedade-anonima>. Acesso em: 30 mar. 2020.

JARDIM, Lauro. **Dono da JBS grava Temer dando aval para compra de silêncio de Cunha**. 2017. Disponível em: <https://oglobo.globo.com/brasil/dono-da-jbs-grava-temer-dando-aval-para-compra-de-silencio-de-cunha-21353935>. Acesso em: 29 maio 2020.

JFSP - JUSTIÇA FEDERAL DE SÃO PAULO. **Casal de empresários é absolvido por crime de insider trading**. 2020. Disponível em: <http://www.jfsp.jus.br/comunicacao-publica/indice-noticias/noticias-2011/12072011-casal-de-empresarios-e-absolvido-por-crime-de-insider-trading/>. Acesso em: 27 maio 2020.

MACIEL, Karina Teresa da Silva; MARTIN, Antônio. **Efetividade da Repressão ao insider trading**. 2012. Disponível em: <http://www.publicadireito.com.br/artigos/?cod=40a65e5a692bf1f5>. Acesso em: 16 abr. 2020.

MARTINES, Fernando. **PGR defende anulação de acordo de delação dos irmãos Batista**. 2019. Disponível em: <https://www.conjur.com.br/2019-nov-05/pgr-defende-anulacao-acordo-delacao-irmaos-batista>. Acesso em: 04 jun. 2020.

MAZLOUM, Ali. **Crimes do colarinho branco**: objeto jurídico, provas ilícitas. Porto Alegre: Síntese, 1999.

MELLO, Davi Simões de. **Uso de informações privilegiadas no mercado de valores mobiliários**. 2007. 55 f. TCC (Graduação) - Curso de Bacharel em Direito, Universidade Federal do Ceará, Fortaleza, 2007. Disponível em: http://www.repositorio.ufc.br/bitstream/riufc/32991/1/2007_tcc_dsmello.pdf. Acesso em: 30 mar. 2020.

MENDES, Wilson Coelho. **Insider trading e informação relevante**: elementos no direito administrativo e penal. 2017. 95 f. TCC (Graduação) - Curso de Bacharel em Direito, Universidade de Brasília, Brasília, 2017. Disponível em: https://bdm.unb.br/bitstream/10483/17887/1/2017_WilsonCoelhoMendes_tcc.pdf. Acesso em: 15 abr. 2020.

MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. **O Insider Trading no direito brasileiro**. 2015. 148 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Direito da Regulação, Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, 2015. Disponível em: <https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/15292/Disserta%C3%A7%C3%A3o%20Francisco%20M%C3%BCssnich%20%28clean%29.pdf?sequence=1&isAllowed=y>. Acesso em: 19 nov. 2019.

NEGRÃO, Ricardo. **Manual de direito comercial e de empresa**: teoria geral da empresa e direito societário. 9. ed. São Paulo: Saraiva, 2012. 1 v.

NERES, Rogério; NASCIMENTO, Eduardo. **O mercado de capitais e o crime de Insider Trading**. 2018. Disponível em: <https://www.migalhas.com.br/depeso/273541/o-mercado-de-capitais-e-o-crime-de-insider-trading>. Acesso em: 19 fev. 2020.

NOBREGA, Camile Silva. **Direito Empresarial Societário**. 2. ed. Curitiba: Intersaberes. 2018.

OLIVEIRA, Clarissa; LEAL, Pedro Brasileiro; BARRETTO, Arthur Felipe Azevedo. **A Lei nº 13.506/2017 e a definição do crime de insider trading**. 2018. Disponível em: <https://www.jota.info/tributos-e-empresas/mercado/lei-no-13-506-2017-e-definicao-do-crime-de-insider-trading-29012018>. Acesso em: 15 abr. 2020.

OLIVEIRA, Juliana de Almeida. **Insider Trading: intervenção criminal no colarinho branco do mercado de valores**. 2016. Disponível em: <https://julyao.jusbrasil.com.br/artigos/362463731/insider-trading-intervencao-criminal-no-colarinho-branco-do-mercado-de-valores>. Acesso em: 16 abr. 2020.

PAIVA, Letícia. **Punição a insider trading secundário é utopia**. 2018a. Disponível em: <https://capitalaberto.com.br/secoes/reportagem/insider-trading-secundario/#.W8czsNdKiM8>. Acesso restrito em: 19 maio 2020.

PAIVA, Letícia. **Como anda o caso de insider trading da JBS**. 2018b. Disponível em: <https://capitalaberto.com.br/temas/companhias-abertas-temas/como-anda-caso-de-insider-trading-jbs/>. Acesso restrito em: 19 maio 2020.

PARENTE, Norma Jonssen. **Coleção tratado de direito empresarial: Mercado de capitais**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016. v. 6.

PASCHOALINI, Ana Paula *et al.* Utilização de Informação Privilegiada, São Paulo: **Revista dos Tribunais**, 2014. v. 02. Disponível em: <https://bdjur.tjdft.jus.br/xmlui/handle/tjdft/29761>. Acesso restrito em: 19 maio. 2020.

PAVINI, Angelo. **Bolha do Alicate: TRF-4 inocenta presidente da Mundial e agente autônomo de uso de informação privilegiada**. 2019. Disponível em: <https://www.arenadopavini.com.br/arena-especial/bolha-do-alicate-trf4-inocenta-presidente-da-mundial-e-agente-autonomo-de-uso-de-informacao-privilegiada>. Acesso em: 19 maio 2020.

PIMENTA, Guilherme. **Conselhinho altera mais de 40% das decisões da CVM, aponta estudo**. 2019. Disponível em: <https://www.jota.info/tributos-e-empresas/mercado/conselhinho-altera-mais-de-40-das-decisoes-da-cvm-aponta-estudo-12112019>. Acesso restrito em: 08 maio 2020.

PRADO, Viviane Muller; RACHMAN, Nora Matilde; VILELA, Renato. **Insider Trading: normas, instituições e mecanismos de combate no Brasil**. São Paulo: Fgv Direito SP, 2016. 102 p. Disponível em: <https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/17696>. Acesso em: 08 maio 2020.

PROENÇA, José Marcelo Martins. **Insider Trading: Regime Jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

REIS, Alexandre Cebrian Araújo; GONÇALVES, Victor Eduardo Rios. **Direito processual penal esquematizado**. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2013. Cood. Pedro Lenza.

REIS, Tiago. **Oferta pública de aquisição**: o processo de fechamento de capital. 2018. Disponível em: <https://www.sunoresearch.com.br/artigos/oferta-publica-aquisicao/>. Acesso em: 12 maio 2020.

REQUIÃO, Rubens. **Curso de direito comercial**. São Paulo: Editora Saraiva, 2005. 1 v.

RICHARD, Julien de Carvalho. **O crime de insider trading**. 2017. 61 f. TCC (Graduação) - Curso de Bacharel em Direito, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2017. Disponível em: <https://www.maxwell.vrac.puc-rio.br/31433/31433.PDF>. Acesso em: 20 abr. 2020.

RIO DE JANEIRO. 3ª Vara Federal Criminal. Sentença autos nº 0042650-05.2014.4.02.5101. Autor: Ministério Público Federal. Réu: Eike Fuhrken Batista. Juíza Federal: Rosália Monteiro Figueira. Rio de Janeiro, RJ, 24 de setembro de 2019. **Diário Eletrônico da Justiça Federal**. Rio de Janeiro. Disponível em: <https://www.conjur.com.br/dl/juiza-condena-eike-batista-oito-anos.pdf>. Acesso em: 26 maio 2020.

ROCHA FILHO, José Maria; ROCHA, Gustavo Ribeiro. **Curso de Direito Comercial**: teoria geral da empresa e direito societário. Belo Horizonte: D'Plácido, 2015.

ROSA, Leonardo Andrei Vieira. **A prática de insider trading e seus efeitos na esfera administrativa**: análise da atuação da JBS S.A e seus controladores no mercado acionário. 2019. 50 f. TCC (Graduação) - Curso de Bacharel em Direito, Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo, 2019. Disponível em: <http://dspace.mackenzie.br/bitstream/handle/10899/20141/LEONARDO%20ANDREI%20VIEIRA%20ROSA.pdf?sequence=1&isAllowed=y>. Acesso em: 15 abr. 2020.

SALOMI, Máira Beauchamp; SILVA, Roberta de Lima e. **Possíveis repercussões penais da Lei 13.506/2017**. 2018. Disponível em: <https://www.conjur.com.br/2018-ago-10/opiniao-repercussoes-penais-lei-1350617>. Acesso em: 17 maio 2020.

SETTI, Rennan. **Condenados na CVM, crimes de informação privilegiada chegam pouco à Justiça**. 2018. Disponível em: <https://oglobo.globo.com/economia/condenados-na-cvm-crimes-de-informacao-privilegiada-chegam-pouco-justica-22394865>. Acesso restrito em: 13 maio 2020.

SILVA, José Afonso. **Curso de Direito Constitucional Positivo**. 18. ed. Malheiros. São Paulo. 2000.

SILVA, Plínio Marcos de Sousa. **Mercado de capitais**: sistema protetivo dos interesses coletivos dos investidores e consumidores. 2008. 168 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Direito, Universidade de Ribeirão Preto, Ribeirão Preto, 2008. Disponível em: <http://livros01.livrosgratis.com.br/cp074908.pdf>. Acesso em: 14 fev. 2020.

SOBRINHO, Fernando Martins Maria. O erro nos delitos econômicos uma análise sob o foco da lei penal em branco. *In* GUARAGNI, Fabio Andre; BACH, Marion (Coord.). **Direito Penal Econômico**: Administrativização do direito penal, criminal compliance e outros temas contemporâneos. Londrina, PR. Ed. 1. Thoth. 2017.

STJ – Superior Tribunal De Justiça. **Sexta Turma substitui prisão preventiva dos irmãos Batista por outras medidas cautelares**. 2018. Disponível em: http://www.stj.jus.br/sites/porta/p/Paginas/Comunicacao/Noticias-antigas/2018/2018-02-20_21-45_Sexta-Turma-substitui-prisao-preventiva-dos-irmaos-Batista-por-outras-medidas-cautelares.aspx. Acesso em: 02 jun. 2020.

TAVARES, Bruno. **Wesley Batista vira réu por uso de informação privilegiada para lucrar**. 2019. Disponível em: <https://g1.globo.com/sp/sao-paulo/noticia/2019/05/16/wesley-batista-vira-reu-por-uso-de-informacao-privilegiada-para-lucrar.ghtml>. Acesso em: 01 jun. 2020.

TOMAZETTE, Marlon. **Curso de direito empresarial: teoria geral e direito societário**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2012. 1 v.

TOMAZETTE, Marlon. **Curso de direito empresarial: teoria geral e direito societário**. 8. ed. São Paulo: Atlas, 2017. 1 v.

TREVISAN, Karina. **Veja denúncias e processos na Justiça contra Eike Batista**. 2014. Disponível em: <http://g1.globo.com/economia/negocios/noticia/2014/10/veja-denuncias-e-processos-na-justica-contr-eike-batista.html>. Acesso em: 23 maio 2020.

TRF-4 - Tribunal Regional da 4ª Região. **TRF4 absolve presidente da Mundial S/A de condenação por crimes contra o mercado financeiro**. 2019. Disponível em: https://www.trf4.jus.br/trf4/controlador.php?acao=noticia_visualizar&id_noticia=14961. Acesso em: 22 maio 2020.

VILELA, Edmar Augusto; NOGUEIRA, Wallace Leite. **Do crime de insider trading no Brasil: funcionamento e dificuldades na sua verificação**. 2018. Disponível em: <http://aplicacao.vestibularfam.com.br:881/pergamumweb/vinculos/000014/000014ef.pdf>. Acesso em: 10 fev. 2020.

YOKOMIZO, Clarissa. **Insider trading: alterações na lei**. 2017. Disponível em: <https://www.soutocorrea.com.br/publicacoes/insider-trading-alteracoes-na-lei/>. Acesso em: 15 abr. 2020.