



**FACULDADE BAIANA DE DIREITO**  
**CURSO DE GRADUAÇÃO EM DIREITO**

**LUIZ ALBERTO FERREIRA VIANA DE MELLO**

**A POSSIBILIDADE DE CONDENAÇÃO POR *INSIDER TRADING* NO BRASIL: UMA ANÁLISE DOS ASPECTOS SOCIETÁRIOS NA JURISPRUDÊNCIA BRASILEIRA**

Salvador  
2017

**LUIZ ALBERTO FERREIRA VIANA DE MELLO**

**A POSSIBILIDADE DE CONDENAÇÃO POR *INSIDER TRADING* NO BRASIL: UMA ANÁLISE DOS ASPECTOS SOCIETÁRIOS NA JURISPRUDÊNCIA BRASILEIRA**

Monografia apresentada ao curso de graduação em Direito, Faculdade Baiana de Direito, como requisito parcial para obtenção do grau de bacharel em Direito.

Orientador: Prof. Ruy Amaral Andrade

Salvador  
2017

## TERMO DE APROVAÇÃO

LUIZ ALBERTO FERREIRA VIANA DE MELLO

### **A POSSIBILIDADE DE CONDENÇÃO POR *INSIDER TRADING* NO BRASIL: UMA ANÁLISE DOS ASPECTOS SOCIETÁRIOS NA JURISPRUDÊNCIA BRASILEIRA**

Monografia aprovada como requisito parcial para obtenção do grau de bacharel em Direito, Faculdade Baiana de Direito, pela seguinte banca examinadora:

Nome: \_\_\_\_\_

Titulação e instituição: \_\_\_\_\_

Nome: \_\_\_\_\_

Titulação e instituição: \_\_\_\_\_

Nome: \_\_\_\_\_

Titulação e instituição: \_\_\_\_\_

Salvador, \_\_\_\_/\_\_\_\_/ 2017

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço primeiramente aos meus pais e meu irmão, por me oportunizarem a vivência universitária, que se encerra com este trabalho, pelos ensinamentos, amor, apoio, carinho e compreensão.

À minha namorada, pelo amor, incentivo, apoio e por me tranquilizar quando necessário.

Aos meus amigos, pelos momentos de descontração, conversas, apoio moral e por estarem ao meu lado.

À toda família, por compreender esse momento e estar na torcida pelo futuro.

Ao meu orientador, por comprar comigo esse desafio e me ajudar até o último instante com valiosas dicas e por incitar a reflexão.

## RESUMO

O presente trabalho destina-se ao estudo dos aspectos societários do *insider trading* no direito brasileiro. As sociedades anônimas representam um forte instrumento para o desenvolvimento econômico e tecnológico do país, principalmente no que se refere as sociedades anônimas abertas, que negociam representações do seu capital social em bolsas de valores com o objetivo de captar recursos para se desenvolverem. O mercado de capitais, portanto, mostra-se interessante aos investidores que buscam rendimentos, e para isso apostam no crescimento das companhias para aumentar a rentabilidade do dinheiro. O Estado devido ao interesse direto no mercado de capitais, criou a autarquia, Comissão de Valores Mobiliários, competente para regular, fiscalizar e sancionar as condutas dentro do mercado. Além disso, o Estado buscou legislar acerca do tema para proteção do mercado e das pessoas envolvidas, criminalizando a conduta do *insider trading*, que simplificada é a proteção quanto a utilização de informações ainda não divulgadas no mercado por quem tenha acesso a elas. Com o objetivo da segurança do mercado, a primeira condenação pelo crime ocorreu em 2011, sendo confirmada pelo Superior Tribunal de Justiça em 2016, pelo fato de agentes com o dever de sigilo terem negociado valores mobiliários de determinada companhia com base em informação privilegiada ainda não divulgada no mercado. A importância desse estudo está na compreensão dos aspectos societários analisados na primeira condenação judicial, por ter sido a primeira manifestação judicial brasileira acerca do tema, tendo esclarecido diversos conceitos indefinidos, bem como, firmado o seu posicionamento quanto a outros, a exemplo a competência para julgar o delito, o bem jurídico tutelado, a tipicidade da conduta e as possíveis ocorrências de dupla condenação pelo mesmo fato, por conta das condenações em instâncias administrativas no Brasil e nos Estados Unidos.

**Palavras-chave:** *insider trading*; sociedade anônima; primeira condenação judicial; mercado de capitais; CVM.

## LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

|      |   |
|------|---|
| art. | artigo                                    |
| CMN  | Conselho Monetário Nacional               |
| CVM  | Comissão de Valores Mobiliários           |
| IN   | Instrução Normativa                       |
| JF   | Justiça Federal                           |
| MP   | Ministério Público                        |
| OPA  | Oferta Pública de Aquisição               |
| PAS  | Processo Administrativo Sancionador       |
| TRF  | Tribunal Regional Federal                 |
| SEC  | <i>Securities and Exchange Commission</i> |
| STJ  | Superior Tribunal de Justiça              |

## SUMÁRIO

|   |           |
|---|-----------|
| <b>1 INTRODUÇÃO.....</b>  | <b>8</b>  |
| <b>2 SOCIEDADE ANÔNIMA.....</b>   | <b>12</b> |
| 2.1 SOCIEDADES ABERTAS E FECHADAS.....  | 15        |
| 2.2 MERCADO DE CAPITAIS.....  | 19        |
| <b>2.2.1 Mercado de Valores Mobiliários.....</b>                                    | <b>21</b> |
| <b>2.2.2 Controle do Mercado de Valores Mobiliários: A CVM.....</b>                 | <b>25</b> |
| <b>2.2.3 Bolsa de Valores e Mercado de Balcão .....</b>                             | <b>28</b> |
| <b>2.2.4 ADR's.....</b>   | <b>31</b> |
| <b>2.2.5 Ações.....</b>   | <b>33</b> |
| 2.3 OFERTA PÚBLICA DE AQUISIÇÃO.....  | 36        |
| <b>3 INSIDER TRADING.....</b>   | <b>41</b> |
| 3.1 HISTÓRICO.....  | 41        |
| <b>3.1.1 Estados Unidos.....</b>  | <b>41</b> |
| <b>3.1.2 Brasil.....</b>  | <b>46</b> |
| 3.2 CONCEITO.....   | 54        |
| <b>3.2.1. Tipo objetivo.....</b>  | <b>55</b> |
| <b>3.2.2. Tipo subjetivo.....</b>   | <b>56</b> |
| 3.3 INFORMAÇÃO RELEVANTE.....   | 57        |
| 3.4 BEM JURÍDICO.....   | 62        |
| 3.5 SUJEITOS.....   | 70        |
| <b>3.5.1. Sujeito Ativo.....</b>  | <b>70</b> |
| <b>3.5.2. Sujeito Passivo.....</b>  | <b>72</b> |
| 3.6 RESPONSABILIDADE CIVIL E ADMINISTRATIVA E IMPORTÂNCIA DA<br>CRIMINALIZAÇÃO..... | 73        |
| <b>4 PRIMEIRA CONDENAÇÃO JUDICIAL NO BRASIL.....</b>                                | <b>78</b> |
| 4.1 RESUMO DO CASO.....   | 78        |
| 4.2 COMPETÊNCIA DA JUSTIÇA FEDERAL.....   | 84        |
| 4.3 BEM JURÍDICO.....   | 88        |
| 4.4 ATIPICIDADE DA CONDUTA.....   | 93        |

|   |            |
|---|------------|
| <b>4.4.1 Sujeito Ativo.....</b>   | <b>93</b>  |
| <b>4.4.2 Existência e efetiva utilização de Informação Relevante.....</b>                   | <b>94</b>  |
| <b>4.5. INOCORRÊNCIA DE <i>BIS IN IDEM</i>.....</b>   | <b>98</b>  |
| <b>4.5.1 Independência entre as instâncias no Brasil.....</b>                               | <b>98</b>  |
| 4.5.1.1 Condenação na CVM.....  | 100        |
| <b>4.5.2 Inexistência de Relação com os Acordos realizados nos Estados Unidos<br/>.....</b> | <b>103</b> |
| <br>  |            |
| <b>5 CONCLUSÃO.....</b>   | <b>106</b> |
| <br>  |            |
| <b>REFERÊNCIAS.....</b>   | <b>111</b> |



## 1 INTRODUÇÃO

A presente monografia tem como tema a possibilidade de condenação por *insider trading* no Brasil : uma análise dos aspectos societários na jurisprudência brasileira.

O estudo da possibilidade de condenação por *insider trading* no Brasil é o principal objeto no qual se pretende debruçar. Serão analisados os principais aspectos relacionados ao *insider trading*, bem como os pontos controvertidos, visto que sua criminalização só ocorreu em 2001. Para tal estudo será utilizada a doutrina nacional e internacional e principalmente a primeira condenação judicial por *insider trading* no Brasil, confirmada em 2016 pelo Superior Tribunal de Justiça.

O recorte temático do trabalho volta-se à análise de como o judiciário brasileiro comportou-se frente ao primeiro caso que resultou numa condenação por *insider trading*, tecendo considerações acerca das discussões relevantes existentes no caso.

O presente trabalho não pretende se imiscuir nas questões penais, e sim, possibilitar a elucidação dos conceitos societários que podem vir a ser úteis nas discussões criminais. Deste modo, o objetivo da pesquisa consiste no estudo do delito, sob o ponto de vista societário, apesar de inevitável aproximação com diversos conceitos do direito penal, visto que é um crime previsto em legislação extravagante. O propósito é demonstrar aos leitores a preocupação do legislador com o mercado de capitais, com o privilégio à segurança e aos interesses do mercado e dos investidores.

A motivação pela escolha do tema consiste fortemente na relevância que o mercado de capitais tem para o desenvolvimento nacional, como forma de investimento às pessoas que podem aportar a sua poupança obtendo um lucro maior, bem como para as companhias que buscam no mercado de valores mobiliários fundos para desenvolver-se. A confiabilidade do mercado de capitais, é uma de suas premissas, embora não possa ser visto como segurança, afinal é um ambiente variável. O que tornou o tema ainda mais instigante foi a primeira condenação por *insider trading* no Brasil, o que ocorreu apenas 15 anos após a criminalização da ilicitude.

A explanação do tema fora subdividida em três capítulos de desenvolvimento. O primeiro deles destinou-se ao estudo das sociedades anônimas, visto que são essas

peças jurídicas que estão diretamente correlacionadas com o delito. Sendo necessário que estas sociedades anônimas preencham alguns requisitos para terem ligação com o delito em estudo. Sendo fundamental perpassar por estes primeiros conceitos para o melhor entendimento dos aspectos societários que virão a seguir.

Passadas essas noções conceituais, adentra-se na questão do mercado de valores mobiliários, estabelecendo o seu conceito, e suas funções, bem como estudando o responsável pela sua regulação e sanções. Adiante, é estudado o conjunto de instituições em que os valores mobiliários podem ser negociados, as bolsas de valores e mercados de balcão, que são fundamentais, visto que sem elas não haveria negociação dos valores.

Ademais, o capítulo ainda evidencia as ações, que são uma espécie de valores mobiliários e a oferta pública de aquisição que constitui um tipo específico de negociação das ações e é o coração do caso que possibilitou a primeira condenação judicial por *insider trading* no Brasil.

O segundo capítulo de desenvolvimento elucida o *insider trading* em si. Primeiramente, fez-se necessário realizar um estudo histórico do conceito do delito, considerando sua evolução nos Estados Unidos para depois analisar o tipo penal no Brasil, muito influenciado pelas ideias norte-americanas

No contexto do *insider trading*, nada adianta uma pesquisa histórica, sem para tanto analisar o presente, por isso, a sequência do capítulo pretende demonstrar o entendimento doutrinário, seja na doutrina brasileira ou estrangeira, sobre o tema, de modo a traçar conceitos muito importantes para a compreensão do caso.

Serão analisados além do conceito doutrinário do *insider trading*, os tipos objetivos e subjetivos, bem como definir informações relevantes, o que é fundamental para a compreensão do *insider trading*.

Em seguida, são analisadas os possíveis bens jurídicos afetados pelo tipo penal, que estão longe de ser unânimes e são indispensáveis para o debate ocasionado no judiciário. Outro ponto a ser estudado no presente capítulo são as pessoas capazes de cometer o crime e os que podem ser afetados por ele.

Em último ponto, será examinada a responsabilidade civil e administrativa com relação ao delito, como era tutelada a atitude antes da criminalização, por meio de ilícito civil e administrativo e a importância da criminalização para o mercado de

capitais.

O terceiro capítulo de desenvolvimento focaliza no tema central da pesquisa: a possibilidade de condenação por *insider trading* no Brasil : uma análise dos aspectos societários na jurisprudência brasileira. Em primeiro lugar é feito um resumo do caso que ensejou a primeira condenação judicial no Brasil, explicando os principais pontos, e todas as circunstâncias em que este ocorreu.

Em seguida, passou a ser explorada a competência da justiça federal para o julgamento do caso, que sendo o primeiro deveria ser firmada a competência.

Adiante, foi realizada a interpretação do entendimento judicial acerca do bem jurídico tutelado pelo delito do *insider trading*, de modo a tentar assentar um entendimento único frente aos diversos entendimentos doutrinários.

O ponto seguinte, teve como objetivo examinar a atipicidade da conduta, demonstrando como foi aplicado o direito ao caso concreto, vencendo as alegações da defesa, baseadas na doutrina, para tanto foi dividido em dois subtópicos. O primeiro com o intuito de estudar os sujeitos ativos do caso concreto e o segundo visa a esclarecer a existência e a efetiva utilização da informação relevante.

Posteriormente, o capítulo direciona-se á demonstração de uma possível ocorrência de *bis in idem* no caso, para tanto é esclarecida a independência das instâncias no Brasil, de modo a possibilitar sanções em via administrativa, cível e penal. Neste sentido, foi analisada a condenação em âmbito administrativo dos infratores, perante ao órgão regulador do mercado de capitais brasileiro, demonstrando as razões que culminaram na aplicação da sanção.

Na mesma linha da possibilidade de condenação, passou a ser analisado se condenações em outra jurisdição seriam capazes de impedir a condenação no Brasil, se isto afetaria o princípio da não repetição da punição

Por fim, são realizadas considerações acerca da importância da criminalização deste instituto e como ela afeta o mercado de capitais. Demonstrando os entendimentos pacificados no judiciários brasileiro, alguns em consonância outros em divergência com a doutrina. O estudo permite a percepção de como o judiciário se comportou frente a criminalização e sua primeira condenação, aproximadamente 15 anos depois.

O método de pesquisa utilizado foi o dedutivo estudado por Descartes, onde inicia-se com o estudo das premissas maiores e principalmente conceitos básicos, que vai sendo especificado e refinado até alcançar o tema específico. Necessário regressar a elementos conceituais históricos e do direito estrangeiro para depois vislumbrar o *insider trading* no direito brasileiro e sua aplicação.

As fontes bibliográficas empregadas para a construção do trabalho foram diversas. Considerando que o tema estudado é relativamente recente no tocante à sua criminalização, havendo certa dificuldade em encontrar obras que a tratem especificamente. O raciocínio do trabalho foi construído fortemente a partir da utilização de artigos de revistas, livros, dissertações, legislação brasileira e internacional, além do fundamental posicionamento judicial adotado na primeira condenação no Brasil.

## 2 SOCIEDADE ANÔNIMA

Antes de abordar a temática do presente trabalho, é necessário observar alguns conceitos prévios, que permitirão a compreensão do objeto do trabalho. Deste modo, antes de se adentrar no estudo do instituto, devem ser analisados alguns aspectos referentes as sociedades anônimas, uma vez que o *insider trading*, simplificadaamente, é a utilização de informações relevantes sobre uma sociedade anônima, por parte das pessoas que, por força do exercício profissional, têm conhecimento dos negócios, o que lhes permite negociar ações antes do público em geral (EIZIRIK, 1983, p. 43). O tipo penal está completamente relacionado às sociedades anônimas.

A sociedade anônima, também referida como companhia, é disposta de maneira geral no Código Civil, mais precisamente nos artigos 1.088<sup>1</sup> e 1.089<sup>2</sup>, que estabelecem que o capital divide-se em ações e obriga cada sócio ou acionista somente pelo preço de emissão das ações que subscrever ou adquirir, além de que a sociedade anônima rege-se por lei especial, aplicando o Código Civil nos caso de omissão (GONÇALVES; GONÇALVES, 2005, p. 136/137).

Em sentido mais específico, a regulamentação fica à cargo da lei 6.404/76<sup>3</sup>, que demonstra a sua complexidade, bem como, define as linhas básicas, os interesses fundamentais, os poderes, objeto e função social. Com o advento da lei, a sociedade anônima, deixou de ser um mero instrumento de produção de lucros para distribuição aos detentores do capital, para alçar à condição de instituição destinada a exercer o seu objeto de modo a atender os interesses dos acionistas, empregados e da comunidade (BORBA, 2012, p. 163/164).

Modesto Carvalhosa (2007, p. 3) define sociedade anônima como uma pessoa jurídica de direito privado, com natureza mercantil, onde o capital encontra-se dividido em ações de livre negociabilidade, de modo a limitar a responsabilidade dos

---

<sup>1</sup> Art. 1.088. Na sociedade anônima ou companhia, o capital divide-se em ações, obrigando-se cada sócio ou acionista somente pelo preço de emissão das ações que subscrever ou adquirir.

<sup>2</sup> Art. 1.089. A sociedade anônima rege-se por lei especial, aplicando-se-lhe, nos casos omissos, as disposições deste Código.

<sup>3</sup> A lei foi promulgada no dia 15 de dezembro de 1976, com o intuito de dispor sobre as sociedades por ações.

subscritores ou acionistas ao preço de emissão das ações<sup>4</sup>.

É atribuída uma maior importância à contribuição do sócio do que às qualidades pessoais, o que permite a livre negociação das ações, que pode ser restringida por força do art. 36 da Lei nº 6.404/76 (TOMAZETE, 2014, p. 406).

Embora seja classificada como pessoa jurídica de direito privado a companhia, por atuar no meio social como forma de organização jurídica da empresa, resta considerada como uma instituição de interesse público, o que reflete na ingerência do Estado nos atos de sua formação e atuação. Havendo uma proteção contratual dos interesses dos acionistas, sendo essa a função social (CARVALHOSA, 2007, p. 7).

Discussão relevante dentro da doutrina é quanto a natureza do ato constitutivo. Parte da doutrina entende que o ato constitutivo é um contrato *sui generes*, ou seja contrato plurilateral, onde existe a possibilidade de mais de duas partes, perseguindo uma finalidade comum entre os contratantes, onde surge uma obrigação entre todas as partes. Segundo essa parcela da doutrina, o ato constitutivo é um contrato, com determinadas peculiaridades, principalmente no tocante às sociedades anônimas (TOMAZETTE, 2014, p. 409/410).

A outra parcela da doutrina, considera a sociedade anônima como uma instituição destinada a exercer o seu objeto, de modo a atender os interesses dos acionistas, empregados e da comunidade, deste modo o ato constitutivo da companhia é um ato institucional. Por conta do grande número de interesses envolvidos há uma responsabilidade social da companhia, prova disso é a prevalência do interesse da sociedade frente ao interesse dos sócios, o que reforça o caráter institucional (TOMAZETTE, 2014, p. 410).

O institucionalismo tem como objetivo a busca aos resultados mais satisfatórios no ponto de vista social e societário. Para SALOMÃO FILHO (2002, p. 13) é a visão institucionalista clássica, já superada pelo institucionalismo integracionista, onde restam demonstrados os objetivos societários supraindividuais, que se revelam de forma concreta, e não principiológica, através dos interesses dos trabalhadores na estrutura do poder societário. Entretanto, conforme a teoria organizativa, a estrutura

---

<sup>4</sup> Como ressalta Tomazette (2014, p. 406) esse conceito traduz as principais características das sociedades anônimas: a natureza de sociedade de capitais, o capital social dividido em ações, a limitação da responsabilidade e a natureza empresarial.

societária não envolveria apenas os interesses dos trabalhadores, estando incluídos também os interesses dos consumidores, concorrentes e comunidade, por exemplo (SALOMÃO FILHO, 2002, p. 13).

A confirmação desse caráter institucional da companhia é previsto no art. 116<sup>5</sup>, parágrafo único da Lei nº 6.404/76 que prevê:

o acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir a função social, e tem deveres e responsabilidade para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender

Deste modo, a legislação brasileira confirma a doutrina institucionalista ao atribuir a função social ao contrato e a companhia, demonstrando a importância do interesse social frente à responsabilidade social a ela atrelada, seja pelos que trabalham na sociedade anônima, pelo interesse da comunidade em geral e o nacional.

O art. 1º da lei 6.404/76<sup>6</sup>, dispõe que a sociedade anônima ou companhia terá o capital dividido em ações e a responsabilidade dos sócios e acionistas está limitada ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas.

A companhia é marcada pela divisão do seu capital social em ações, representada por títulos, onde a responsabilidade dos sócios se limita ao preço de emissão das ações adquiridas por ele. (BRUSCATO, 2011, p. 878).

Em sentido similar, Carvalhosa (2007, p. 4) define as companhias como pessoas jurídicas de direito privado, de natureza mercantil, com o capital dividido em ações de livre negociabilidade, limitando-se a responsabilidade dos subscritores ou acionistas ao preço de emissão das ações por ele subscritas.

A sociedade anônima passa a ter personalidade jurídica após o arquivamento dos atos constitutivos no Registro do Comércio, e, somente após do registro os subscritores das ações se tornam acionistas. A sociedade anônima tem personalidade distinta daquela de seus sócios (CARVALHOSA, 2007, p. 5). É uma sociedade tradicionalmente qualificada como sociedade de capitais, ou "*intuitu pecuniae*" (PITTA, 2015, p. 167). Sendo uma sociedade unicamente de capitais, não

---

<sup>5</sup> Para Carvalhosa (2008, p. 482) a definição da lei demonstra a inspiração institucionalista, que considera importante na companhia a consecução do objeto empresarial, não devendo prevalecer a maximização de lucros, voltada ao interesse dos acionistas.

<sup>6</sup> Art. 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.

pode ser considerada uma sociedade de pessoas (CARVALHOSA, 2007, p. 5)

Marlon Tomazette (2014, p. 407) apresenta uma crítica à expressão sociedade anônima, por entender que a sociedade não é anônima, uma vez que possui um nome pelo qual se vincula à vida jurídica. O anonimato referido na nomenclatura diz respeito aos sócios, já que o capital é o centro da sociedade, não há necessidade de identificar a sociedade com qualquer dos sócios. Em sentido contrário, a sociedade deve ter seu objeto definido de modo preciso e completo no estatuto, o fim sempre será lucrativo, havendo obrigação de distribuição de lucro entre os acionistas (CARVALHOSA, 2007, p. 6).

A forma de sociedade anônima é utilizada pois constitui um mecanismo de financiamento de grandes empresas, sendo o instrumento popular utilizado para o desenvolvimento do capitalismo (TOMAZETTE, 2014, p. 408).

Geralmente, as companhias são consideradas empresas de médio e grande porte e, até 2007, constituíam apenas 0,8% do total de empresas registradas no Brasil, entretanto mantinham 42,8% das pessoas que estavam empregadas. (NUNES, 2011, p. 24). Isso demonstra o quão importante são essas empresas para a economia brasileira.

A sociedade anônima é marcada por características bem definidas, adotadas de forma praticamente unânime, quais sejam: ser uma sociedade de capitais; ter o capital social dividido em ações; a responsabilidade dos acionistas limitada ao preço de emissão das ações subscritas; e natureza sempre empresária (CARVALHOSA, 2007, p. 5).

## 2.1 SOCIEDADES ABERTAS E FECHADAS

A sociedade anônima pode adotar a forma aberta ou fechada, o que demonstra um dos motivos que para um tratamento diferenciado, necessário relativo às suas peculiaridades (BORBA, 2012, p. 176). Segundo Bruscato (2011, p. 878) são diferenciadas pela possibilidade de livre cessibilidade de suas ações.



Legalmente a distinção é trazida pelo art. 4º da lei 6.404/76<sup>7</sup> que as diferencia pela possibilidade de negociação valores mobiliários de sua emissão nos mercados de valores mobiliários (TOMAZETTE, 2014, p. 413). Yazbek (2011, p. 108) ressalta o parágrafo único do referido artigo, onde está previsto que apenas os valores mobiliários emitidos por companhia registrada na Comissão de Valores Mobiliários poderiam ser distribuídos em mercado e negociados em bolsa ou balcão.

Para Carvalhosa (2007, p.47), as companhias se diferenciam pelo modo de financiamento da sociedade. Segundo ele nas hipóteses em que a companhia obtém recursos mediante a subscrição das ações pelos próprios acionistas ou grupo restrito de pessoas, mediante o exercício do direito de preferência ou contrato de participação acionária, celebrado com terceiros subscritores previamente conhecidos a companhia será caracterizada como fechada.

A companhia fechada é onde os próprios interesses serão tutelados em âmbito contratual, sem que haja interferência da tutela pública. Em sentido contrário, a companhia é aberta, quando procura recursos de capital próprio ou de terceiros junto ao público. Oferece, portanto, a qualquer pessoa desconhecida as suas ações ou debêntures<sup>8</sup> de sua emissão (CARVALHOSA, 2007, p. 48).

Como existe uma difusão dos tomadores de valores mobiliários (ações ou debentures) emitidos pela sociedade anônima, há uma presunção de incapacidade para formar uma comunidade capaz de defender, de modo eficaz, os interesses. Para tanto, a lei estabelece um regime especial de tutela do poder público, em favor dessa coletividade de portadores de valores mobiliários. Para enquadramento neste regime especial, basta que haja a oferta ao público investidor, sem que haja necessariamente êxito na colocação dos títulos à venda, bastando haver a negociação de ações no mercado (CARVALHOSA, 2007, p. 48)

O registro de companhia aberta é regulado pela Instrução Normativa nº 202/93 da CVM, enquanto o registro de distribuição de valores mobiliários é regulado pela Instrução Normativa nº 400/2003, onde versam, fundamentalmente sobre atos de

---

<sup>7</sup> Art. 4º Para os efeitos desta Lei, a companhia é aberta ou fechada conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários.

<sup>8</sup> Debêntures é uma espécie de valor mobiliário, emitido pelas companhias, que representa dívida, ou seja, assegura ao seu detentor o direito de crédito contra a companhia emissora. Ao invés da sociedade emitir ações e o comprador se tornar acionista, a sociedade lança mão de um empréstimo público, de modo que prestadores de capital não adquiram a condição de sócio, e sim de credores da companhia (TOMAZETTE, 2014, p. 480).

conteúdo informacional

Observa Yazbek (2011, p. 109) que a lei das sociedades anônimas tratou de diferenciar as companhias abertas das fechadas a partir da obrigatoriedade de registro na Comissão de Valores Mobiliários. As abertas diferenciam-se das fechadas, pois aquelas estão obrigadas a realizar o registro na CVM, para a companhia, e o registro para as distribuições públicas de valores mobiliários, diferente das fechadas, que não precisam estar registradas na CVM.

A companhia aberta negocia ou está estatutariamente autorizada a negociar, suas ações dentro do mercado de capitais, seja bolsa de valores ou mercado de balcão, de modo a ratear o seu capital com o público em geral, já que vige a impessoalidade. O caráter da sociedade anônima aberta é sempre legítimo, vinculada à fiscalização e vigilância do Poder Público, já que atinge ou tem possibilidade de atingir uma indistinta massa da população, reclamando a preservação do interesse coletivo (BRUSCATO, 2011, p. 879)

A distinção se dá principalmente pela possibilidade ou não da negociação dos seus valores mobiliários em mercado de valores mobiliários, fruto da alteração feita pela lei 10.303/01 na redação do art. 4º da Lei 6.404/76, que falou de forma genérica em mercado de valores mobiliários e não mais em bolsa de valores ou mercado de balcão, como era anteriormente.

Esta diferença se torna ainda mais evidente com o §1º<sup>9</sup> do art. 4º da Lei nº 6.404/76, onde somente os valores mobiliários de companhia registrada na Comissão de Valores Mobiliários podem ser negociados no mercado de valores mobiliários, ou seja, somente poderá considerar uma companhia como aberta se os valores mobiliários operados por ela estiverem registrados na comissão de valores mobiliários (REQUIÃO, 2005, p. 32).

Na visão de Rubens Requião (2005, p. 33), as sociedades anônimas fechadas são constituídas nitidamente com *intuitu personae*, uma vez que sua concepção não se prende exclusivamente à formação do capital desconsiderando a qualidade pessoal dos sócios. Pelo contrário, o caráter pessoal dos sócios se mostra importantíssimo. A regulação das companhias fechadas se dá por meio de um contrato, o que

---

<sup>9</sup> § 1º Somente os valores mobiliários de emissão de companhia registrada na Comissão de Valores Mobiliários podem ser negociados no mercado de valores mobiliários.

esclarece a pouca ingerência de fiscalização de órgãos públicos em seus negócios (REQUIÃO, 2005, p. 34).

Destarte, a sociedade anônima fechada constitui uma facultatividade de restrição a negociabilidade das ações, caracterizando-se por ser uma sociedade constituída *intuitu personae*, onde os sócios se escolhem por confiança mútua ou laços que os prendam, sendo regida por um contrato.

A captação de recursos junto aos investidores em geral, caracteriza uma sociedade anônima de capital aberto, que depende de prévia autorização do governo, materializando-se no registro na CVM, conforme os art. 19 e 21 da Lei nº 6.385/76<sup>10</sup>, que permite o lançamento de seus valores mobiliários (COELHO, 2016, p. 87). Após o registro da companhia na CVM, poderá ser considerada como aberta e gozará das prerrogativas e sofrerá os ônus dessa condição jurídica (BORBA, 2012, p. 177).

A abertura de capital, ou seja, mudança de capital fechado para aberto é uma das alternativas de financiamento das sociedades, onde os fundadores não dispõem de recursos suficientes, e, por isso, emitem ações, sendo umas das alternativas de levantamento de recursos (YAZBEK, 2011, p. 130).

A negociação no mercado deve, portanto, ser registrada e ter seus valores mobiliários registrados perante a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que tem função de resguardar as negociações ocorridas no mercado, conferindo segurança e atraindo os investidores (TOMAZETTE, 2014, p. 413). A CVM é uma autarquia federal ligada ao Ministério da Fazenda (COELHO, 2016, p. 87).

O simples registro da companhia fechada junto a CVM, por si só, já a transforma em aberta, uma vez que só com o registro na Autarquia haverá a possibilidade de negociação dos valores mobiliários no mercado. A disciplina do registro de companhia aberta é regulada pela Instrução número 480 da CVM, datada de 07/12/2009 (BORBA, 2012, p. 177), que continua em vigor, apesar de ter sido alterada pela Instrução Normativa nº 552/14, que entrou em vigor integralmente no dia primeiro de janeiro de 2016 (CVM, 2016, p.1) .

Nas companhias abertas administradores e controladores tem menos liberdade que nas fechadas, pois eles e a própria companhia ficam sujeitos a regimes institucionais

---

<sup>10</sup> As sociedades anônimas de capital fechado não precisam efetuar o registro junto à CVM, uma vez que não realizam negociações de valores mobiliários no mercado de valores mobiliários.

diferenciados, principalmente no que tange ao regime de utilização de informações consideradas importantes para os outros participantes do mercado e às regras de oferta pública, que, segundo Yazbek (2011, p. 138), visam a proteção dos investidores em situações que possam afetar a liquidez dos títulos, ou aplicáveis pela dinâmica do mercado e das operações nele realizadas.

## 2.2 MERCADO DE CAPITALIS

O mercado de capitais é integrante do sistema financeiro nacional e é caracterizado como um sistema de distribuição de valores mobiliários que visa a proporcionar liquidez aos títulos de emissão de empresas e a viabilizar seu processo de capitalização. O mercado de capitais é integrado por bolsas de valores, corretoras e outras instituições financeiras autorizadas (SANTANA, 2012, p. 19).

O mercado de capitais é o ambiente onde se desenvolvem as operações de compra e venda de valores mobiliários emitidos por companhias abertas. Sendo facultado ao titular de uma ação de sociedade anônima aberta vendê-la dentro ou fora do mercado de capitais. O titular de um ação emitida por companhia fechada só poderá negociá-la fora do mercado de capitais (COELHO, 2016, p. 91). Para Proença (2005, p. 72), o mercado de capitais concerne, geralmente, à oferta e procura de dinheiro, que possibilite investimento monetário e real, incluindo direitos negociáveis, tais como títulos e ações.

Empresas e entidades governamentais, quando necessitam de recursos, têm como uma das alternativas recorrer ao mercado de capitais, obtendo recursos através da colocação de valores mobiliários. Deste modo o mercado de capitais é composto por quem precisa captar recursos e por quem tem recursos a oferecer, estando entre eles os intermediários, que são as instituições financeiras em geral, como por exemplo os bancos de investimento e as sociedades corretoras. (BORBA, 2012, p. 183). Geralmente, essa captação de recursos é realizada por meio do aporte da poupança popular, ou seja, o tomador de recursos negocia, inicialmente, diretamente com os que pretendem mobilizar a sua poupança, atuando as instituições financeiras apenas como intervenientes (SANTANA, 2012, p. 19).

Na visão de Proença (2015, p. 402/403), a vantagem do mercado de capitais está na

ligação poupança/investimento de forma eficiente, de modo que o investidor priorizará a aplicação de seu dinheiro onde possibilitará os melhores resultados.

O mercado de capitais tem como características o dinamismo e a liquidez das aplicações, pelo fato dos títulos já adquiridos poderem ser revendidos a qualquer tempo, através da simples oferta no mercado (BORBA, 2012, p. 184).

Embora não exista distinção na legislação, o mercado de capitais pode ser subdividido em dois segmentos, quais sejam, o mercado primário e o mercado secundário.

O mercado primário implica o lançamento de novos valores mobiliários, através da captação de poupança popular, confirmando a principal finalidade do mercado de ações, que é o acesso aos recursos do público, indo diretamente para as sociedades emissoras. (BERTIN, 2010, p. 18). Coelho (2016, p. 91) define o mercado primário como a colocação no mercado, pela companhia, de novas ações destinadas aos interessados. O investidor interessado na operação negocial paga o preço para a sociedade emitente e passa a ser o primeiro acionista titular do valor mobiliário em questão. Esta operação negocial é denominada subscrição.

Por sua vez, o mercado secundário não implica o lançamento de novas ações, e sim na venda de ações que já estão nas mãos de um acionista para um outro acionista (COELHO, 2016, p. 91), ou seja, são operações realizadas entre investidores, sem qualquer vínculo com a companhia emissora dos mesmos (BERTIN, 2010, p. 19). As operações no mercado secundário ocorrem em momento posterior às do mercado primário, uma vez que é o negócio jurídico onde o dono de uma participação societária a aliena, ao todo ou em parte, para o adquirente, que passa a titularizar a participação societária, em forma de valores mobiliários.

Em outros termos, o mercado primário tem como função primordial a captação da poupança pública, onde a companhia oferta os seus títulos, de modo a realizar o financiamento dos seus planos. Já o mercado secundário a função primordial é proporcionar liquidez aos ativos negociados no mercado de capitais, é neste mercado que o investidor tem a possibilidade de transformar o seu título novamente em capital, sem interferência da companhia emissora (FERREIRA, 2013, p. 21).

Conclui-se que as operações do mercado primário de ações envolvem de um lado a sociedade anônima emissora, na condição de credora do preço de emissão, e do

outro lado o investidor interessado em se tornar o titular da ação, devedor do preço de emissão. Já o mercado secundário envolve o titular da ações, que será o vendedor e o novo acionista, que comprará as ações titularizadas pelo vendedor (COELHO, 2016, p. 130).

### **2.2.1 Mercado de Valores Mobiliários**

O mercado financeiro é composto por diversos mercados, dentre eles o mercado de capitais, que engloba o mercado de valores mobiliários, e é o espaço onde as sociedades abertas negociam os seus valores mobiliários, como alternativa de investimento e ao mesmo tempo um instrumento de captação de recursos. Assim, o valor mobiliário pode ser considerado um investimento, através do qual se emprega o capital visando a obtenção de lucros, não havendo garantia de sucesso. (TOMAZETTE, 2014, p. 414).

Deste modo, o mercado de valores mobiliários deve ser visto como um subsistema do mercado de capitais, tal como o mercado cambial, o mercado monetário e o mercado de crédito (BERTIN, 2010, p. 17).

Avolio (2006, p. 453) entende o mercado de valores mobiliários como o local em que são negociados títulos emitidos pelas companhias, com o intuito de captar, junto ao público, recursos para financiar as suas atividades. Sendo considerado uma fonte de recursos capaz de propiciar a expansão ou aprimoramento tecnológico das empresas, visto que oferece às sociedades anônimas um volume de recursos à custos satisfatórios, através de instrumentos atraentes para o público quanto ao retorno, prazo, liquidez e garantia, sendo impostos padrões de conduta rigorosos do ponto de vista da ética e da eficiência.

Os valores mobiliários são os direitos negociados no mercado de capitais, geralmente, representados por títulos ou contratos. Constituem um instrumento de inversão financeira, marcado pela sua dispersão associado a liquidez, por conta da sua fácil negociabilidade (CARVALHOSA, 2007, p. 50).

Tomando como base a legislação, o conceito de valores mobiliários, sempre foi de difícil definição, prova disso é que na primeira posituação do conceito, no art. 2º da

Lei nº 6.385/76<sup>11</sup>, o legislador se limitou a listar os títulos ou papéis, que são valores mobiliários (NAJJARIAN, 2011, p. 176). Deste modo, os valores mobiliários foram definidos pela sua enumeração, tendo o legislador definido quais os papéis que devem receber tal qualificação. Era um conceito restrito e adequado a realidade econômica da época, a definição compreendia apenas os valores mobiliários de emissão das companhias, conforme definidos na lei 6.404/76 e seus certificados, o que demonstrava um mercado de capitais centrado nas ações de companhias abertas e nos debêntures (QUEIROZ, 2011, p. 194).

Entretanto, com o passar dos anos essa caracterização se revelou insuficiente, no que se refere à tutela dos investidores no mercado, que ficariam sem proteção normativa, caso o objeto de suas aplicações não estivesse elencado na lei (NAJJARIAN, 2011, p. 158).

A medida provisória de 1.637 de 8 de janeiro de 1998, posteriormente convertida na Medida Provisória nº 1.742/99, editada para incluir contratos de investimento coletivo no rol de classificação dos valores mobiliários. O conceito foi ampliado para considerar como valores mobiliários os títulos que já estavam previstos no art. 2º da Lei nº 6.385/76 e, ainda, quaisquer títulos ou contratos de investimento coletivos, quando ofertados publicamente, que gerem direito de participação, de parceria ou remuneração, inclusive mediante prestação de serviços (NAJJARIAN, 2011, p. 158).

Contudo, em 2001, por meio das Leis nº 10.198/01 e 10.303/01 houve a alteração da conceituação, onde foi ampliado o conceito de valores mobiliários. Conforme o art. 1º da Lei 10.198/01<sup>12</sup> (TOMAZETTE, 2014, p. 415), valores mobiliários são quaisquer títulos ou contratos ofertados publicamente que gerem direito de participação, parceria ou remuneração, inclusive de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.

---

<sup>11</sup> Art. 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei:

I - as ações, partes beneficiárias e debêntures, os cupões desses títulos e os bônus de subscrição;

II - os certificados de depósito de valores mobiliários;

III - outros títulos criados ou emitidos pelas sociedades anônimas, a critério do Conselho Monetário Nacional.

Parágrafo único - Excluem-se no regime desta Lei:

I - os títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal;

II - os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, exceto as debêntures.

<sup>12</sup> Art. 1º Constituem valores mobiliários, sujeitos ao regime da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, quando ofertados publicamente, os 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

A Lei nº 10.303/01 tratou de enumerar novas hipóteses, alterando o art. 2º da Lei nº 6.385/76<sup>13</sup>, englobando as ações, as debêntures e os bônus de subscrição (MATTOS FILHO, 2015, p. 18). Mesmo assim, tal alteração não logrou êxito ao definir valor mobiliário, visto que a opção do legislador por listar os títulos ou papéis que deveriam estar abrangidos no conceito não foi suficiente. O conceito amplo objetivava evitar que alguma oferta pública de investimentos coletivos escapasse da fiscalização da CVM (COELHO, 2016, p. 151).

Com a alteração da Lei nº 10.303/01 e também da Lei nº 12.543/11, que inseriu o paragrafo quarto, o art. 2º da Lei nº 6.385/76 passou a contar com dois tipos distintos de valores mobiliários, os que atendem por nome específico e os denominados como tipos abertos, que dependem de sua caracterização a análise factual caso a caso (MATTOS FILHO, 2015, p. 21).

---

<sup>13</sup> 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.

§ 1º Excluem-se do regime desta Lei:

I - os títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal;

II - os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, exceto as debêntures.

§ 2º Os emissores dos valores mobiliários referidos neste artigo, bem como seus administradores e controladores, sujeitam-se à disciplina prevista nesta Lei, para as companhias abertas.

§ 3º Compete à Comissão de Valores Mobiliários expedir normas para a execução do disposto neste artigo, podendo:

I - exigir que os emissores se constituam sob a forma de sociedade anônima;

II - exigir que as demonstrações financeiras dos emissores, ou que as informações sobre o empreendimento ou projeto, sejam auditadas por auditor independente nela registrado;

III - dispensar, na distribuição pública dos valores mobiliários referidos neste artigo, a participação de sociedade integrante do sistema previsto no art. 15 desta Lei;

IV - estabelecer padrões de cláusulas e condições que devam ser adotadas nos títulos ou contratos de investimento, destinados à negociação em bolsa ou balcão, organizado ou não, e recusar a admissão ao mercado da emissão que não satisfaça a esses padrões.

§ 4º É condição de validade dos contratos derivativos, de que tratam os incisos VII e VIII do **caput**, celebrados a partir da entrada em vigor da Medida Provisória nº 539, de 26 de julho de 2011, o registro em câmaras ou prestadores de serviço de compensação, de liquidação e de registro autorizados pelo Banco Central do Brasil ou pela Comissão de Valores Mobiliários.



Vale ressaltar o inciso IX do art. 2º da Lei nº6.385/76, no tocante aos contratos ou títulos de investimento coletivo, que só podem ser considerados valores mobiliários no momento em que são ofertados publicamente, o que é fundamental para o sistema regulatório do mercado de capitais (QUEIROZ, 2011, p. 195). Os títulos e contratos serão considerados valores mobiliários “sempre quando ofertados publicamente 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”, o que os submeterá às regras da Lei nº 6.385/76 e à jurisdição da CVM (NAJJARIAN, 2011, p. 162).

A mudança da redação, contribuiu para atualizar o conceito de valores mobiliários e ampliar o escopo do mercado de capitais e a atuação da CVM. Passaram a ser compreendidos como valores mobiliários além dos de emissão das companhias abertas, sejam ações ou títulos de dívida corporativa<sup>14</sup>, as cotas de fundo de investimento e os contratos derivativos de qualquer natureza (QUEIROZ, 2011, p. 195).

Em vista disso, a definição de valores mobiliários se tornou larga o suficiente para alcançar as mais variadas operações de oferta pública de investimentos coletivos, atendendo a problemas anteriormente recorrentes no Brasil.

Vale lembrar que qualquer emissão junto ao público demanda o prévio registro junto à Comissão de Valores Mobiliários, de modo a submeter a companhia à fiscalização e aos cumprimentos dos requisitos previstos pela autarquia (CARVALHOSA, 2007, p. 51).

Dentre os valores mobiliários mais negociados no Brasil estão presentes as ações, que são títulos representativos das companhias, bem como os títulos representativos de dívidas das companhias, a exemplo das debêntures. Subsidiariamente se encontram os *commercial papers*, os ADR's (*american depositary receipts*) e os BDR's (*brazilian depositary receipts*) (SANTANA, 2012, p. 26).

Conclui-se que qualquer espécie de investimento poderá ser considerada como valor mobiliário, salvo os executados expressamente, desde que se enquadrem na

---

<sup>14</sup> Títulos de dívida corporativa são valores mobiliários emitidos por empresas que buscam captar recursos para financiar seus investimentos e atividades (TÍTULOS DA DÍVIDA CORPORATIVA BNDES).

definição de valor mobiliário ou sejam objeto de oferta pública, devendo ser considerado para aplicação do regime da Lei nº 6.385/76 (QUEIROZ, 2011, p. 196).

O mercado de valores mobiliários é, portanto, um subsistema do mercado de capitais, onde se realizam compra e venda de ações e outros valores mobiliários de emissão de sociedades anônimas (SANTANA, 2012, p. 26).

### **2.2.2 Controle do Mercado de Valores Mobiliários: A CVM**

A partir das leis nº 4.595/64 e 4.728/65, o Banco Central passou a ter os instrumentos apropriados para fiscalizar o mercado de capitais, autorizar o funcionamento das bolsas de valores, registrar as ações e o controle do fluxo de informações relevantes, foi a efetivação de um controle mais adequado do sistema financeiro e do mercado de capitais. (COELHO, 2016, p. 92).

Em 1976, grande parte das atribuições que eram do Banco Central passaram a ser da Comissão de Valores Mobiliários, por força da Lei nº 6.385/76, que a instituiu, nos termos do art. 5º, alterado pela Lei nº 10.411/02. Segundo esse artigo, a CVM é:

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

As funções estão relacionadas, essencialmente, ao mercado de títulos emitidos pelas sociedades anônimas (BORBA, 2012, p. 185). Fabio Ulhoa Coelho (2016, p. 94) sintetiza o conceito:

A CVM é uma autarquia federal, encarregada de normatizar as operações com valores mobiliários, autorizar sua emissão e negociação, bem como fiscalizar as sociedades anônimas abertas e os agentes que operam no mercado de capitais.

A comissão é a atual responsável pelo mercado de capitais no que se refere a títulos de emissão das sociedades anônimas e fundos de investimentos, bem como os valores mobiliários em geral (COELHO, 2016, p. 92). Tendo sido criada para atuar como reguladora do mercado de capitais brasileiro (ALONSO, 2009, p. 43), sendo responsável pela regulação e fiscalização do mercado de valores mobiliários (FERREIRA, 2013, p. 37).

O art. 8º da Lei nº 6.385/76<sup>15</sup> é o responsável por firmar a competência da CVM, estando entre as atribuições regulamentar as matérias expressamente previstas na mesma lei que a cria, e na lei das sociedades por ações, fiscalizar permanentemente as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários, e ainda, fiscalizar e inspecionar as companhias abertas.

Bruscato (2011, p. 880) sinaliza que a CVM é membro do Conselho Monetário Nacional, do qual deve observar as diretrizes. A doutrina considera que a Comissão de Valores Mobiliários possui à princípio 5 funções, sendo elas: consultiva, fiscalizadora, regulamentar, registrária e de fomento (BORBA, 2012, p. 185), entretanto, para o presente trabalho não é necessário desenvolver o que cada uma dessas funções representa, sendo válido um breve resumo das principais funções da autarquia.

As funções da CVM tem como objetivo regular e assegurar o funcionamento eficiente da bolsa de valores e dos mercados de balcão e para isso deve proteger os titulares de valores mobiliários contra emissões irregulares e atos ilegais de administradores e acionistas controladores de companhias. É função da comissão, também, evitar e coibir fraudes ou manipulações destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado. Merecem destaques as funções de assegurar o acesso do público a informações sobre valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham

---

<sup>15</sup> Art . 8º Compete à Comissão de Valores Mobiliários:

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

II - administrar os registros instituídos por esta Lei;

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

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

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

§ 1º O disposto neste artigo não exclui a competência das Bolsas de Valores, das Bolsas de Mercadorias e Futuros, e das entidades de compensação e liquidação com relação aos seus membros e aos valores mobiliários nelas negociados.

§ 2º Serão de acesso público todos os documentos e autos de processos administrativos, ressalvados aqueles cujo sigilo seja imprescindível para a defesa da intimidade ou do interesse social, ou cujo sigilo esteja assegurado por expressa disposição legal.

§ 3º Em conformidade com o que dispuser seu regimento, a Comissão de Valores Mobiliários poderá:

I - publicar projeto de ato normativo para receber sugestões de interessados;

II - convocar, a seu juízo, qualquer pessoa que possa contribuir com informações ou opiniões para o aperfeiçoamento das normas a serem promulgadas.

emitido; assegurar a observância das práticas equitativas dentro do mercado; estimular a formação de poupança e aplicação no mercado de valores mobiliários; e promover a expansão, funcionamento eficiente e regular o mercado de ações de modo a estimular as aplicações permanentes em ações do capital social de companhias abertas (BRUSCATO, 2011, p. 880).

Para assegurar tantas práticas cabe à CVM disciplinar o registro de companhias abertas, registrar distribuição de valores mobiliários, estabelecer regras e intermediar dentro do mercado, e aplicar sanções, quando necessário aos que descumprirem as normas (BRUSCATO, 2011, p. 880).

O sistema de registro da CVM é um banco padronizado de informações, sejam elas financeiras ou de fatos relevantes da vida da empresa, para os investidores, devendo ser mantido atualizado, motivo pelo qual as companhias abertas estão obrigadas à prestar informações periodicamente, para que o investidor possa tomar sua decisão, com base em todas as informações disponíveis (BRUSCATO, 2011, p. 881).

Quanto às sanções da CVM, a lei atribui a ela competência para apurar, julgar e punir irregularidades ocorridas dentro do mercado, que pode ser iniciada através de um inquérito administrativo, com o intuito de identificar os responsáveis pela prática ilegal. Há o contraditório para os investigados, e o colegiado pode punir os infratores, de simples advertência até a inabilitação para o exercício de atividades no mercado, além de multas pecuniárias. É permitido o recurso, para o Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. É possível, também, a realização de termo de compromisso entre a CVM e o culpado, que suspende o inquérito administrativo e obriga o investigado a cessar a prática de atos ilícitos e corrigir os já cometidos, indenizando os prejuízos (BRUSCATO, 2011, p. 881).

Imperioso observar o art. 11 da Lei nº 6.385/76<sup>16</sup> no que se refere à aplicação de

---

<sup>16</sup> Art . 11. A Comissão de Valores Mobiliários poderá impor aos infratores das normas desta Lei, da lei de sociedades por ações, das suas resoluções, bem como de outras normas legais cujo cumprimento lhe incumba fiscalizar, as seguintes penalidades:

I - advertência;

II - multa;

III - suspensão do exercício do cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários;

IV - inabilitação temporária, até o máximo de vinte anos, para o exercício dos cargos referidos no inciso anterior;

sanções, uma vez que o artigo prevê as sanções que poderão ser impostas aos infratores das normas das leis nº 6.385/76 e 6.404/76, as resoluções da própria CVM, e ainda outras normas legais que a fiscalização seja de sua competência.

### **2.2.3 Bolsa de Valores e Mercado de Balcão**

Em definição simples, o termo bolsa é utilizado para os locais onde se encontram os possíveis compradores e vendedores de certos bens, para a realizar operações de compra e venda, de acordo com regras e procedimentos pré-estabelecidos (YAZBEK, 2011 – A, p. 693). O termo bolsa de valores pode ser utilizado para referir-se ao ambiente em que são realizadas as operações envolvendo os valores mobiliários, à instituição que administra esse ambiente, ao mecanismo utilizado para negociação ou ao estado das operações em determinado período de tempo (SANTANA, 2012, p. 28).

A definição de bolsa para Yazbek (2011-A, p. 694) não é clara, visto que ao redor do mundo tem ocorrido diversas transformações nas operações dos mercados financeiros, principalmente no tocante ao advento de mecanismos eletrônicos de negociação, o que leva a uma confusão entre as negociações realizadas na bolsa de valores e nos mercados de balcão. De modo a evitar tal confusão com os conceitos, sugere a adoção mais próxima a de mecanismo ou sistema adotado para as negociações de um determinado ativo, de modo que cumpra as funções de transmissão das informações aos participantes, de modo a organizar o mercado, emitindo os dados referentes às ofertas existentes, preços praticados e negócios efetuados, além de encaminhar ordens para adoção dos meios e procedimentos necessários.

No Brasil a bolsa de valores é uma associação civil sem fins lucrativos constituída por sociedades corretoras que opera no mercado secundário de capitais. A bolsa de

---

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

VI - cassação de autorização ou registro, 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.

valores destina-se a operar em fundos públicos, ações e obrigações de companhias e outros títulos de crédito, onde somente os corretores oficiais podem transacionar. É o local onde se reúnem os corretores ou sociedades corretoras para realizar essas operações. Devido ao histórico são frequentemente relacionadas com a especulação (BRUSCATO, 2011, p. 879).

Algumas atividades da bolsa de valores são exercidas como funções delegadas da Administração Pública, mas certamente não são as operações de compra e venda de valores mobiliários. Tendo poder de autorregulação, atuando como órgão auxiliar da CVM, fiscalizando os respectivos membros e as operações nela realizadas, estabelecendo requisitos próprios para que os valores possam ser negociados no sistema (BRUSCATO, 2011, p. 879-880).

A bolsa de valores é entidade privada constituída sob a forma de associação ou sociedade. (BORBA, 2012, p. 188). A bolsa funciona como provedor de sistemas de negociação, cumprindo as funções de disseminação de informação das ordens em negócios (YAZBEK, 2011-A, p. 695). Embora seja privada, a bolsa de valores atua sob a supervisão da CVM que fiscaliza os seus membros e as operações realizadas, uma vez que prestam serviço público (TOMAZETTE, 2014, p. 416).

Fabio Ulhoa Coelho (2016, p. 96) define a função principal da bolsa de valores como aumentar o volume de negociações com os valores mobiliários de companhias abertas, de modo a conferir liquidez ao investimento, e em seguida explica que o pregão dos valores mobiliários pode ser definido como o encontro diário dos representantes das sociedades filiadas à bolsa, cujo objetivo é a realização de contratos de compra e venda das ações, debentures e demais valores emitidos pelas companhias.

A bolsa de valores é um mercado secundário, uma vez que não podem ser negociadas ações novas, sendo permitidas apenas as ações que já são de domínio dos acionistas (BORBA, 2012, p. 188). As sociedades corretoras atuam no pregão como portadoras dos interesses dos clientes, realizando a compra e venda de ações. No pregão não são colocadas à venda ações novas pela sociedade emissora, uma vez que isto compete ao mercado primário, e se desenvolve por outros mecanismos (COELHO, 2016, p. 97).

Vale ressaltar, também, a existência dos mercados de balcão, que tem seu

funcionamento regulado na pela Lei 6.385/76. A previsão da lei estabelece que cabe a CVM regulamentar os procedimentos conduzidos pelas entidades do mercado de balcão organizado, conforme o §10º do art. 11<sup>17</sup>. Deste modo, a CVM editou a instrução normativa 461/07 da CVM, que em seu art. 4º<sup>18</sup> estabelece quais são as operações realizadas em mercado de balcão.

O mercado de balcão abrange a negociação dos valores mobiliários que ocorrem fora da bolsa de valores, através dos outros distribuidores de valores mobiliários destacados no art. 15 da lei 6.385/76<sup>19</sup>, sendo basicamente as relações realizadas por sociedades corretoras, instituições financeiras e agentes autônomos de investimento, estes são os intermediários que atuam fora da bolsa (BORBA, 2012, p. 190).

Carvalhosa (2007, p. 50) classifica o mercado de balcão como:

O conjunto de transações concluídas diretamente entre instituições ofertantes e aceitantes, sem qualquer interferência de terceiros, convencionando-se livremente o valor da transação, sem embargo da fiscalização que a Comissão de Valores Mobiliários exerce sobre essas atividades. Mercado de balcão organizado é aquele com serviços

<sup>17</sup> Art . 11. A Comissão de Valores Mobiliários poderá impor aos infratores das normas desta Lei, da lei de sociedades por ações, das suas resoluções, bem como de outras normas legais cujo cumprimento lhe incumba fiscalizar, as seguintes penalidades:

§ 10. A Comissão de Valores Mobiliários regulamentará a aplicação do disposto nos §§ 5º a 9º deste artigo aos procedimentos conduzidos pelas Bolsas de Valores, Bolsas de Mercadorias e Futuros, entidades do mercado de balcão organizado e entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários.

<sup>18</sup> Art. 4º Considera-se realizada em mercado de balcão não organizado a negociação de valores mobiliários em que intervém, como intermediário, integrante do sistema de distribuição de que tratam os incisos I, II e III do art. 15 da Lei nº 6.385, de 1976, sem que o negócio seja realizado ou registrado em mercado organizado que atenda à definição do art. 3º.

Parágrafo único. Também será considerada como de balcão não organizado a negociação de valores mobiliários em que intervém, como parte, integrante do sistema de distribuição, quando tal negociação resultar do exercício da atividade de subscrição de valores mobiliários por conta própria para revenda em mercado ou de compra de valores mobiliários em circulação para revenda por conta própria

<sup>19</sup> Art . 15. O sistema de distribuição de valores mobiliários compreende:

I - as instituições financeiras e demais sociedades que tenham por objeto distribuir emissão de valores mobiliários:

II - as sociedades que tenham por objeto a compra de valores mobiliários em circulação no mercado, para os revender por conta própria;

III - as sociedades e os agentes autônomos que exerçam atividades de mediação na negociação de valores mobiliários, em bolsas de valores ou no mercado de balcão;

IV - as bolsas de valores.

V - entidades de mercado de balcão organizado

VI - as corretoras de mercadorias, os operadores especiais e as Bolsas de Mercadorias e Futuros; e

VII - as entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários

centralizados de custódia e de negociação de ações próprias do mercado de acesso, ou seja, daquelas não vendidas em bolsa.

Uma questão importante, levantada por Goldberg (2003, p. 77), diz respeito à importância dada aos mercados de balcão, uma vez que os valores mobiliários quando negociados no mercado secundário, de balcão organizado, não se traduzem em investimento para as empresa. A explicação é encontrada no famoso dilema da liquidez, onde se não houvesse um mercado secundário, não haveria um mercado primário, visto que o homem comum não tem informações referentes às atividades de risco, sendo contrário a elas.

Deste modo, o mercado de balcão é um importante instrumento na captação da poupança popular, onde ocorrem todas as negociações de valores mobiliários feitas fora da bolsa de valores, por meio de outros meios de valores mobiliários, no supracitado art. 15 da Lei nº 6.385/76. Seriam, portanto, as relações realizadas diretamente pelas instituições financeiras, sociedades corretoras e agentes autônomos de investimento (TOMAZETTE, 2014, p. 417). Embora não reverta o investimento às empresas, faz com que o homem comum invista os seus recursos no mercado secundário, o que permite que o capital da empresa continue girando, oferecendo uma possível valorização da empresa, para uma futura emissão de ações, no mercado primário, a um preço ainda mais elevado.

#### **2.2.4 ADR's**

As ADR's, ou *american depositary receipts*, possuem uma grande importância para a negociação no mercado de valores mobiliários. A relação inicia nos anos 1920, quando o banqueiro norte-americano J.P. Morgan, com interesse em permitir que seus clientes norte-americanos investissem em uma rede de varejo inglesa, se deparou com alguns obstáculos jurídicos. Um dos fatores foi que o investimento não estaria sujeito ao direito estadunidense, o que diminuiria o interesse no negócio. Portanto, criou um instrumento que permitiu a superação dessas dificuldades, os *American Depositary Receipts* (COELHO, 2016, p. 165).

De modo simplificado as ADR's permitem que companhias de outros países emitam seus valores mobiliários dentro do mercado de capitais norte-americano, o que



constitui uma ampliação da captação de recursos, devendo, para tanto, contatar duas instituições financeiras, uma sediada no mesmo país, para custodiar as suas ações e outra nos Estados Unidos para emitir as ADR's naquele país.

Segundo o conceito obtido no glossário do Banco Central (2017, *online*)<sup>20</sup>:

*American Depositary Receipts*. Certificados representativos de ações ou de outros valores mobiliários que representam direitos e ações, emitidos no exterior por instituição denominada "depositária", com lastro em valores mobiliários de emissão de empresas brasileiras depositados em custódia específica no Brasil

Entretanto o conceito trazido pelo Banco Central se apresenta mais abrangente que o conceito doutrinário. Na definição de Borba (2012, p. 191) caracteriza-se por ser um certificado emitido por um banco, no caso do ADR um banco americano, e corresponde a um determinado número de ações de uma empresa estrangeira, que passam a ser da titularidade desse banco.

Deste modo, o investidor que não está no país da empresa, pode negociar as ações sem precisar se relacionar com as emissoras (do país da empresa), negociando com o banqueiro do seu país que adquiriu as ações. O banqueiro que adquire as ações exerce os direitos dos investidores como acionistas, votando nas assembleias, subscrevendo ações novas, recolhendo bonificações e recebendo os dividendos, que são entregues aos titulares dos ADR's em moeda local no fechamento do câmbio (BORBA, 2012, p. 191).

O banco norte-americano é quem emite as ADR's, e por conseguinte credencia no país sede da sociedade anônima emissora das ações, um banco local, que custodia as ações e que exerce, em nome do bando americano, todos os direitos sobre as ações (BORBA, 2012, p. 191).

Os ADR's são utilizados para viabilizar investimentos em companhias sediadas em qualquer país fora dos Estados Unidos, atuando também no mercado primário de ações, e não apenas no secundário como ocorria outrora (COELHO, 2016, p. 166).

A iniciativa de colocação dos títulos junto ao mercado de capitais de outro país pode partir do banco, no caso dos ADR's um banco norte-americano, que tem como objetivo ampliar os produtos financeiros ofertados, bem como da própria sociedade

---

<sup>20</sup> BANCO CENTRAL DO BRASIL. Glossário. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/glossario.asp?Definicao=56&idioma=P&idpai=GLOSSARIO>>. Acesso em: 09 mar. 2017.

anônima estrangeira que visa a captar recursos naquele país, no exemplo do ADR nos Estados Unidos. Para isso a empresa procura os serviços de instituições financeiras, uma no país de sua sede para custodiar as ações e uma no país visado, para emitir os certificados (COELHO, 2016, p. 166).

Desta forma, Fabio Ulhoa Coelho (2016, p. 166) define “os American Depositary Receipts são valores mobiliários, emitidos por bancos norte-americanos, que possibilitam a captação de recursos, no mercado de capitais dos Estados Unidos, por sociedades anônimas sediadas fora desse país”.

As companhias do Brasil, e de qualquer outro país, que negociam no mercado de valores mobiliários podem patrocinar a emissão de ADR's, com base na emissão de suas ações ou a fim de despertar atenção dos investidores americanos (WALD apud COELHO, 2016, p. 166). Constitui-se premissa básica o atendimento aos padrões norte-americanos quanto a divulgação de informações e gestão empresarial, por exemplo (COELHO, 2016, p. 166).

Da mesma forma que existem os ADR's, existem os BDR's, que são valores mobiliários representativos do direito de crédito de investidores brasileiros contra companhias norte-americanas. (SANTANA, 2012, p. 26).

Simplificadamente, BDR's são certificados de vendidos no Brasil referentes a títulos, ações de companhias de outros países.

### **2.2.5 Ações**

A ação é uma das espécies de valores mobiliários, prevista no art. 2º da Lei nº 6.385/76. Conforme o art. 11, §3º da lei nº 6.404/76<sup>21</sup> as ações funcionam como unidades do capital social, cada ação funciona com uma fração do capital social (BORBA, 2012, p. 241). São títulos representativos do capital social das companhias, que permitem aos seus titulares participarem dos resultados das atividades da sociedade anônima (TOMAZETTE, 2014, p. 446).

---

<sup>21</sup> Art. 11. O estatuto fixará o número das ações em que se divide o capital social e estabelecerá se as ações terão, ou não, valor nominal.

§ 3º O valor nominal das ações de companhia aberta não poderá ser inferior ao mínimo fixado pela Comissão de Valores Mobiliários.

A ação pode ser considerada um título de participação, instrumento que comprova a condição de sócio e veículo que possibilita a transmissão dessa condição.

Borba (2012, p. 241), sintetizou e diferenciou a transferência de ações da cessão de direitos: “Quem transfere ações não cede direitos, como ocorre em uma cessão de cotas, mas sim as próprias ações, dessas emergindo os direitos de acionista”.

Carvalhosa (2007, p. 139) salientou que o clássico conceito de ação, como uma das partes iguais em que se divide o capital social, representada por um título negociável, não deve ser levado em conta, pelo fato de que segundo a lei vigente o capital não se dividir em partes de valor monetário, uma vez que podem existir ações sem valor nominal, conforme o art. 11 §1º da Lei nº 6.404/76<sup>22</sup>.

A ação, geralmente representada por um título ou certificado, pode ser convertida em ação escritural, devendo cancelar o respectivo título ou certificado em circulação, nos termos do art. 34 da Lei n. 6.404/76<sup>23</sup>.

A ação pode ser definida, portanto como fração negociável em que se divide o capital social, representativa dos direitos e obrigações dos acionistas. É um instrumento através do qual os sócios exercem seus direitos assegurados na lei, no estatuto, seja com abstração completa ou parcial das entradas de capital (CARVALHOSA, 2007, p. 140).

A diferença entre a participação em uma sociedade anônima e em uma sociedade limitada, por exemplo, é que na sociedade limitada quem adquire quotas contrata com o alienante, mas também com os demais sócios componentes da sociedade, ao passo em que cria vínculos contratuais para com eles, enquanto o adquirente da ação contrata apenas com o acionista que está vendendo-a, acarretando em vínculos não contratuais, ou seja, meramente institucionais com os outros integrantes da sociedade anônima (COELHO, 2016, p.101).

A lei n. 6.404/76 modificou o sistema anterior, prevendo que as ações podem ter

---

<sup>22</sup> § 1º Na companhia com ações sem valor nominal, o estatuto poderá criar uma ou mais classes de ações preferenciais com valor nominal.

<sup>23</sup> Art. 34. O estatuto da companhia pode autorizar ou estabelecer que todas as ações da companhia, ou uma ou mais classes delas, sejam mantidas em contas de depósito, em nome de seus titulares, na instituição que designar, sem emissão de certificados.

§ 1º No caso de alteração estatutária, a conversão em ação escritural depende da apresentação e do cancelamento do respectivo certificado em circulação.

valor nominal ou não e somente as ações de companhias abertas deverão obedecer ao valor mínimo estabelecido pela CVM (CARVALHOSA, 2007, p. 137).

Inquestionavelmente as ações são valores mobiliários, ou seja, títulos livres para serem negociados que asseguram a participação dos acionistas nos resultados da empresa (TOMAZETTE, 2014, p. 450).

Na visão de Fran Martins (2017, p. 247) as ações têm a natureza de títulos de crédito, podendo ser cedidas livremente, sem que a sociedade possa impedir a sua transmissão.

Tomazette (2014, p. 451) defende que ação não teria natureza de título de crédito, pois a ela não se aplicam os princípios cardeais, faltaria a relação de crédito, executoriedade, autonomia e literalidade.

Como as sociedades anônimas são eminentemente de capital, a qualidade do sócio é transferível de forma livre, sem necessitar de prévio consenso dos demais sócios (VENOSA, 2015, p.181). Para Fabio Ulhoa Coelho (2016, p. 130) “a livre circulação das ações é o princípio fundamental do regime jurídico das sociedades anônimas”. Nas sociedades anônimas de capital aberto existe a possibilidade de impor limites legais e convencionais à circulação de ações.

Os primeiros derivam de previsão legal, como o art. 29 da Lei 6.404-76<sup>24</sup> só serem negociados depois de realizados 30% do preço de emissão, ou o art. 30<sup>25</sup> da mesma lei, que prevê que as sociedades anônimas não podem negociar com as próprias ações (VENOSA, 2015, p. 181).

Já os limites convencionais são pactuados no estatuto e restringem a livre transferência de ações, como por exemplo a limitação da transferência pela aprovação do órgão social (PAOLUCCI apud VENOSA, 2015 p. 181).

Por conseguinte, é evidente que a regra geral não será sempre seguida, uma vez que é da liberdade da companhia estabelecer as suas condições para a circulação de suas ações, devendo analisar o caso concreto para estabelecer quando poderiam ou não ser transferidas.

---

<sup>24</sup> Art. 29. As ações da companhia aberta somente poderão ser negociadas depois de realizados 30% (trinta por cento) do preço de emissão.

<sup>25</sup> Art. 30. A companhia não poderá negociar com as próprias ações.

## 2.3 OFERTA PÚBLICA DE AQUISIÇÃO

A oferta pública diferencia-se da oferta privada, uma vez que a primeira caracteriza-se pelo acesso de todos ou quase todos no sentido de terem sido objeto da divulgação e comunicação, conforme o art. 19 §3º da Lei nº 6.385/76, que prevê que a oferta pública de valores mobiliários se caracteriza pela “utilização de documentos, pessoas e estabelecimentos aos quais o público tenha acesso” (QUEIROZ, 2011, p. 197).

Fran Martins (2017, p. 335) demonstra que uma das possibilidades de aquisição de controle de uma companhia aberta pode ser feita mediante oferta pública. A oferta pública de aquisição do controle da companhia aberta, deve ocorrer mediante a compra ou permuta de ações que tenham o direito de voto (REQUIÃO, 2005, p. 292).

A oferta pública de aquisição, considerada por Gallo (2011, p. 570) como OPA por alienação de controle, está prevista na Lei nº 6.404/76, onde segundo o art. 254-A, a alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta poderá ser contratada, sob as condições suspensiva ou resolutiva, de modo que o adquirente se obrigue a realizar uma oferta pública de ações, assegurando o preço mínimo de 80% do valor pago por ação com direito a voto, ou seja, protege o acionista não controlador no caso de alienação do controle da companhia, como ressaltou Rubens Requião (2005, p. 285), uma vez que conforme o art. 256<sup>26</sup> da Lei nº 6.404/76 dependerá de deliberação da assembleia-geral extraordinária da compradora, especialmente convocada para conhecer do assunto, impedindo que seja adquirido o controle de companhias em precárias situações econômicas, ficando sempre à crivo da Assembleia geral da companhia compradora do controle.

A oferta pública para aquisição, também conhecida como *take over* ou OPA voluntária (GALLO, 2011, p. 570), é regulada nos artigos 257 a 263 da Lei nº 6.404/76, e consiste num mecanismo específico de mercado para que, independentemente de qualquer negociação com o controlador da companhia, e até

---

<sup>26</sup> Art. 256. A compra, por companhia aberta, do controle de qualquer sociedade mercantil, dependerá de deliberação da assembléia-geral da compradora, especialmente convocada para conhecer da operação, sempre que:

mesmo contra sua vontade, o pretendente venha a deter o poder da sociedade, através da aquisição original do controle.

Conforme a legislação aplicável, existem diversas regras aplicáveis ao mecanismo, como demonstra o art. 257 da Lei nº 6.404/76:

Art. 257. A oferta pública para aquisição de controle de companhia aberta somente poderá ser feita com a participação de instituição financeira que garanta o cumprimento das obrigações assumidas pelo ofertante.

§ 1º Se a oferta contiver permuta, total ou parcial, dos valores mobiliários, somente poderá ser efetuada após prévio registro na Comissão de Valores Mobiliários.

§ 2º A oferta deverá ter por objeto ações com direito a voto em número suficiente para assegurar o controle da companhia e será irrevogável.

§ 3º Se o ofertante já for titular de ações votantes do capital da companhia, a oferta poderá ter por objeto o número de ações necessário para completar o controle, mas o ofertante deverá fazer prova, perante a Comissão de Valores Mobiliários, das ações de sua propriedade.

§ 4º A Comissão de Valores Mobiliários poderá expedir normas sobre oferta pública de aquisição de controle.

Dentre as regras existentes destacam-se a necessidade de participação de instituição financeira, de modo a dar segurança a assegurar o cumprimento das obrigações, mantendo a ideia da segurança vigente no mercado de capitais. A obrigação de ter por objeto as ações com direito a voto, em número suficiente para assegurar a tomada de poder, tendo caráter irrevogável, de modo a realmente visar a tomada do controle da companhia que está a ser comprada pela companhia ofertante, demonstrando a preocupação com a segurança do mercado e com o seguimento as regras da OPA, sempre em prol do melhor funcionamento do mercado.

No tocante ao instrumento da oferta de compra e venda, as previsões se encontram no art. 258 da Lei nº 6.404/76, que dispõe:

Art. 258. O instrumento de oferta de compra, firmado pelo ofertante e pela instituição financeira que garante o pagamento, será publicado na imprensa e deverá indicar:

I - o número mínimo de ações que o ofertante se propõe a adquirir e, se for o caso, o número máximo;

II - o preço e as condições de pagamento;

III - a subordinação da oferta ao número mínimo de aceitantes e a forma de rateio entre os aceitantes, se o número deles ultrapassar o máximo fixado;

IV - o procedimento que deverá ser adotado pelos acionistas aceitantes para manifestar a sua aceitação e efetivar a transferência das ações;

V - o prazo de validade da oferta, que não poderá ser inferior a 20 (vinte) dias;

VI - informações sobre o ofertante.

Parágrafo único. A oferta será comunicada à Comissão de Valores Mobiliários dentro de 24 (vinte e quatro) horas da primeira publicação.

Importante ressaltar que a OPA deve ser mantida em sigilo até a publicação, regra que vale para todos os envolvidos na negociação, como preceitua o art. 260<sup>27</sup> da Lei nº 6.404/76. Comparato (1995, p. 350) afirma que essa regra de sigilo é válida quando não é consequência de um fato notório, que deve ser obrigatoriamente levado ao conhecimento da CVM. Ou seja se a oferta não é determinada por fato de conhecimento público, os que já tem conhecimento dela não podem utiliza-la para benefício próprio ou de terceiro, adquirindo antecipadamente a bom preço o que pretendem revender de forma lucrativa, no curso da oferta pública.

Uma exceção à regra de sigilo, como ressaltava Comparato (1995, p. 350) é a hipótese em que a OPA consista em permuta de ações, momento através do qual, por força do art. 257 §1º da Lei nº 6.404/76 só poderá ser realizada após prévio registro na CVM, diferente do que ocorre nas ofertas públicas que consiste em compra de ações, onde deve ser levada oficialmente ao conhecimento da CVM, nas 24 horas após a publicação da oferta, nos termos do art. 258, paragrafo único da Lei nº 6.404/76.

A ideia dessa regra de sigilo, segundo Comparato (1995, p. 353), não é impedir a divulgação antecipada da informação ao mercado pelo futuro ofertante, mas sim evitar que existam rumores especulativos que perturbem a normal negociação dos papéis ou até a revelação discriminatória a um ou alguns investidores, o que ensejaria o aproveitamento dessa informação reservada em prejuízo de outros.

Após a publicação o dever de realizar a divulgação, é do Diretor de Relações com Investidores da companhia, que deve divulgar na página da CVM na rede mundial de computadores, e, se for o caso, nas bolsas de valores e entidades de mercado de balcão organizado em que os valores mobiliários sejam negociados, os fatos relevantes ocorridos ou relacionados aos negócios, zelando pela ampla e imediata disseminação, simultaneamente em todos os mercados que os valores mobiliários sejam negociados, conforme a alteração dada pela Instrução Normativa nº 547/14 da CVM.

A aceitação da oferta pública de aquisição deverá ser feita nas instituições

---

<sup>27</sup> Art. 260. Até a publicação da oferta, o ofertante, a instituição financeira intermediária e a Comissão de Valores Mobiliários devem manter sigilo sobre a oferta projetada, respondendo o infrator pelos danos que causar.

financeiras ou no mercado de valores mobiliários indicados no instrumento, conforme o art. 261<sup>28</sup> da Lei nº 6.404/76.

Importante salientar a previsão no art. 262<sup>29</sup> da Lei nº 6.404/76 quanto à oferta concorrente, ou seja, uma oferta pública em andamento não impede que seja realizada uma nova oferta, chamada de concorrente. Nos termos do §1º do referido artigo, a nova oferta torna nulas as ordens de venda que já tenham sido firmadas em aceitação a oferta anterior, que tem o intuito de obter o melhor resultado útil para a companhia que tem como suas ações o objeto da oferta. No mesmo sentido, o §2º do já citado artigo permite ao primeiro ofertante prorrogar o prazo de sua oferta, até que coincida com a oferta concorrente.

A CVM, editou a Instrução Normativa nº 358/02<sup>30</sup>, que prevê em seu art. 9º, que imediatamente após a realização de oferta pública que dependa de registro na CVM, o ofertante deverá divulgar a quantidade de valores mobiliários a serem adquiridos ou alienados, o preço, as condições de pagamento e demais condições a que estiver sujeita a oferta.

O artigo 2º da Instrução Normativa nº 400/2003 da CVM prevê que toda oferta pública de valores mobiliários nos mercados primário e secundário, no território brasileiro, dirigida a pessoas naturais, jurídicas, fundo ou universalidade de direitos, residentes, domiciliados ou constituídos no Brasil, deverá ser submetida

---

<sup>28</sup> Art. 261. A aceitação da oferta deverá ser feita nas instituições financeiras ou do mercado de valores mobiliários indicadas no instrumento de oferta e os aceitantes deverão firmar ordens irrevogáveis de venda ou permuta, nas condições ofertadas, ressalvado o disposto no § 1º do artigo 262.

§ 1º É facultado ao ofertante melhorar, uma vez, as condições de preço ou forma de pagamento, desde que em porcentagem igual ou superior a 5% (cinco por cento) e até 10 (dez) dias antes do término do prazo da oferta; as novas condições se estenderão aos acionistas que já tiverem aceito a oferta.

§ 2º Findo o prazo da oferta, a instituição financeira intermediária comunicará o resultado à Comissão de Valores Mobiliários e, mediante publicação pela imprensa, aos aceitantes.

§ 3º Se o número de aceitantes ultrapassar o máximo, será obrigatório o rateio, na forma prevista no instrumento da oferta.

<sup>29</sup> Art. 262. A existência de oferta pública em curso não impede oferta concorrente, desde que observadas as normas desta Seção.

§ 1º A publicação de oferta concorrente torna nulas as ordens de venda que já tenham sido firmadas em aceitação de oferta anterior.

§ 2º É facultado ao primeiro ofertante prorrogar o prazo de sua oferta até fazê-lo coincidir com o da oferta concorrente.

<sup>30</sup> A instrução normativa versa sobre a divulgação e o uso de informações sobre ato ou fato relevante relativos às companhias abertas, disciplinando a divulgação de informações na negociação de valores mobiliários e na aquisição de lote significativo de ações de emissão de companhia aberta, estabelecendo vedações e condições para negociação de ações da companhia aberta na pendência de fato relevantes de fato não relevante divulgado no mercado.



previamente à CVM (SANTANA, 2012, p. 33).

Além disso, o art. 48<sup>31</sup> da Instrução normativa 400/03 da CVM visa a evitar que as pessoas envolvidas a viabilização de uma oferta pública utilizem indevidamente informações privilegiadas que tenham acesso, ressalvadas algumas exceções presentes nos incisos do mesmo dispositivo.

---

<sup>31</sup> Art. 48. A emissora, o ofertante, as Instituições Intermediárias, estas últimas desde a contratação, envolvidas em oferta pública de distribuição, decidida ou projetada, e as pessoas que com estes estejam trabalhando ou os assessorando de qualquer forma, deverão, sem prejuízo da divulgação pela emissora das informações periódicas e eventuais exigidas pela CVM:

### 3 INSIDER TRADING

Compreendidas as sociedades anônimas e as suas características relevantes, o presente capítulo se destina ao estudo do tipo penal *insider trading*, que é, simplificarmente, definido como a utilização indevida de informações privilegiadas sobre uma companhia, por parte das pessoas que tem acesso à ela por força do exercício profissional, que deveriam se abster de negociar para transacionar com suas ações antes de que sejam de conhecimento do público geral (EIZIRIK, 1983, p. 43).

Caso a informação seja obtida por alguém de modo não profissional, não poderá ser enquadrado como *insider trading* sob uma perspectiva penal, como será analisado adiante.

#### 3.1 HISTÓRICO

Imperioso antes de aprofundar a conceituação e a caracterização deste instituto, compreender o contexto histórico em que o instituto foi criado e sua evolução, o que permitirá acompanhar as necessidades momentâneas da sociedade.

##### 3.1.1 Estados Unidos

Nos Estados Unidos se percebe o maior número de casos julgados envolvendo a responsabilidade dos *insiders*. O sistema norte-americano é adotado por diversos outros países como fonte inspiradora sobre a repressão ao *insider trading* (EIZIRIK, 1983, p. 45). A autoridade responsável pela fiscalização do mercado de capitais é a *Securities Exchange Commission* (SEC), que segundo Proença (2005, p. 209) é uma autoridade administrativa.

O país foi o primeiro a se preocupar de maneira eficaz com o *insider trading*, as primeiras referências quanto à posituação datam do início da década de 1930, a

partir do *New Deal*<sup>32</sup> do Presidente Roosevelt, cujo objetivo era a preservação da equidade entre os agentes do mercado de capitais (BERTIN, 2010, p. 43).

O governo norte-americano, para tentar recuperar a economia que ainda sofria os efeitos da crise de 29<sup>33</sup>, buscava formas de incentivar um impulso à economia captando recursos para as sociedades que foram lesadas pela quebra da bolsa, para isso editou o *Securities Act*, em 1933, que tinha como objetivo colocar os proprietários de títulos em posição de igualdade, no que fosse possível, com os dirigentes das sociedades emissoras, buscando um patamar de igualdade entre o comprador e o vendedor, o que visava a proteção dos que desconheciam as condições do mercado contra os abusos dos que as conheciam (COMPARATO, 1971, p. 41).

Inicialmente cabe ressaltar que a agência reguladora do mercado de capitais norte-americano, a *Securities Exchange and Commission* (SEC) foi criada em 1934, pelo *Securities Exchange Act*, visando exatamente o maior controle do governo sobre os sistemas bancário e monetário, de modo a vigiar o mercado, disciplinar os empresários corrigindo investimentos arriscados e fiscalizando as especulações na bolsa de valores, dando mais segurança aos investidores e ao mercado. O mesmo ato que criou a agência, por meio da seção 16 (b), fixou a responsabilidade do *insider* para com a própria companhia (PROENÇA, 2005, p. 214) e impôs certas obrigações aos que trabalhavam na companhia e aos diretores (SEC, 1934, p. 1) estando esses proibidos de comprar e vender ou vender e comprar ações em intervalo inferior a seis meses (BERTIN, 2010, p. 43), a finalidade precípua era evitar a utilização desleal de informações privilegiadas.

O dispositivo, entretanto, deve ser combinado com o 16 (a), que abarca o princípio

---

<sup>32</sup> O *new deal* de Roosevelt foi um conjunto de medidas econômicas e sociais tomadas pelo governo nos anos de 1933 e 1937, com o objetivo de recuperar a economia dos Estados Unidos que ainda sofria com os efeitos da crise de 1929. Dentre as medidas tomadas está a reforma do sistema bancário e monetário, onde leis foram criadas e modificadas, permitindo ao Governo o controle e a fiscalização sobre o mercado financeiro (GUERREIRO, 2017, p. 4).

<sup>33</sup> O momento histórico em que se insere tal contexto é o pós I Guerra Mundial, onde restou consagrado o “American way of life”, marcado pela crescente da economia americana. Entretanto esse crescimento era artificial, e rapidamente se desfez, era uma prosperidade aparente, que rapidamente culminou na mais grave crise do capitalismo, marcada pela diminuição do consumo, superprodução agrícola e a quebra da bolsa de Nova York. A Bolsa quebrou pois os americanos compravam ações indistintamente, e de repente o valor das ações começou a cair, os investidores queriam vender, os preços caíram, pois ninguém queria comprar, deste modo os investimentos nas empresas diminuíram, o que fez vários empresários quebrarem e conseqüentemente bancos, que tinham realizado empréstimos e não conseguiram receber os valores. O que demandou uma reação do governo (GUERREIRO, 2017, p. 4).

do dever de informar, obrigando todo aquele que possua mais de 10% de qualquer categoria de ações do capital da companhia, tem o dever de enviar a SEC relatórios mensais, discriminando suas ações e possíveis alterações (BERTIN, 2010, p. 43).

O dispositivo, ainda, estabelece a responsabilidade objetiva dos insiders, onde não é necessário ao autor da ação comprovar a intenção do insider de obter lucros indevidos ou de causar dano a terceiros ou mesmo a efetiva utilização das informações confidenciais. Deste modo, a norma optou por uma presunção de que ocorre a utilização de informação privilegiada de informações nas negociações que ocorreram num período inferior a seis meses.

Esse dispositivo é o berço do atual “dever de informar”, como ressalta Proença (2005, p. 214), uma vez que o dispositivo obriga todos os detentores de qualquer categoria de ações que representem mais de 10% do capital da companhia, ou quem for administrador ou alto empregado da companhia, a informar a *Securities Exchange and Commission* (SEC) a respeito do número de ações que possui e, por meio de relatórios mensais, noticiar as eventuais alterações.

A penalidade, onde presumia-se a culpa ou dolo, era resumida na simples devolução, à companhia, do lucro auferido. Ou seja, o dever de informar somente existia aos detentores de ações que representassem mais de 10% do capital da companhia, só obstando o *insider trading* ocorrido dentro do prazo de 6 meses (PROENÇA, 2005, p. 213/215), definido pela seção 16 (a) (BERTIN, 2010, p. 43).

Há uma presunção de utilização desleal de informação privilegiada, se preenchidas condições, independente das intenções ou expectativas das pessoas envolvidas. (MUSSNICH, 1979, p. 34). Conforme Eizirik (1983, p. 44/45), a SEC não tem poderes para aplicar penalidades aos infratores, havendo apenas a possibilidade de responsabilidade civil, em ações propostas pela companhia ou pelos acionistas. Apesar dos esforços, a norma não deve ser vista como perfeita, como considera o Prof. Henry Manne (apud COMPARATO, 1971, p. 42), já que só impede o *insider trading* que se completa dentro de seis meses, deixando uma brecha à legislação, além de não abranger a utilização da informação de segunda mão.

Prosseguindo no sentido regulatório, graças ao dispositivo 10 (b) do *Securities and Exchange Act* que atribui competência à SEC para editar normas de proteção aos investidores contra práticas fraudulentas (COMPARATO 1971, p. 42), inserido na

política do New Deal, surgiu, em 1942, a seção 10 b-5, da SEC (SEC, 1942, p.1)<sup>34</sup>. É o dispositivo de maior alcance e uma das mais importantes regras para combater fraudes, que proibia aos administradores transacionarem com os valores mobiliários de suas companhias se eles possuísem qualquer informação relevante que não seja pública, obtida em razão do exercício do cargo, vedando qualquer operação na qual uma parte careça de informação que a outra parte deveria ter divulgado, alcançando qualquer pessoa jurídica que adquire a informação relevante (CASTELLAR, 2008, p. 88).

Ou seja, estabelece a ilicitude de conduta a qualquer pessoa que, ao negociar ações, preste informações falsas ou incorretas, ou, ainda, omita um “fato relevante”, que poderia ser levado em consideração por um investidor médio ao negociar ações (BERTIN, 2010, p. 43/44). Nota-se uma maior abrangência ao conceito de *insider*, permitindo enquadrar, inclusive, pessoas não vinculadas à empresa.

Já Eizirik (1983, p. 45) apresenta que a norma 10 b-5 combateu duas questões fundamentais. A primeira foi estabelecer as pessoas que podem ser consideradas *insiders*, permanecendo proibidas de negociar, que teve como tendência ampliar o conceito de *insider*. A segunda questão fundamental foi a proibição à utilização em proveito próprio da informação, tentando esclarecer se seria proibido o *insider* dentro da empresa (*inside information*) ou se seria proibido o *insider* do mercado (*market information*).

A discussão chegou até a Suprema Corte Americana, que reformou a decisão proferida com base no *market information*, entendendo que os deveres entre os administradores com a companhia e com o mercado seriam diferentes<sup>35</sup>.

Em reação imediata ao julgamento, foi editada regra 14 e-3, em 1984 vedando o “tipping”, que seriam as dicas sobre oferta pública de aquisição ainda não divulgada. Aumentando a proibição, já que anteriormente o *insider* só seria punido se fossem negociadas ações, agora seria punido qualquer um que simplesmente divulgasse a

---

<sup>34</sup> Rule 10 b-5 It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails or of any facility of any national securities exchange, a. To employ any device, scheme, or artifice to defraud, b. To make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or. c. To engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person, in connection with the purchase or sale of any security.

<sup>35</sup> A decisão refere-se ao caso *Chiarella v. United States*. Nelson Eizirik (1983, p. 47).

informação, sem analisar a efetiva utilização das informações (CASTELLAR, 2008, p. 88/89).

A regra 14 e-3, busca reprimir o insider trading no momento da mudança do controle de uma companhia. O “*tipping*” seriam as dicas dadas sobre uma oferta pública de aquisição ainda não divulgada, independente de a dica dada ser utilizada ou não (BERTIN, 2010, p. 44). Há uma clara preocupação com a segurança do mercado de capitais, sendo punido o mero vazamento das informações.

O objetivo da regra foi impor que qualquer pessoa que detenha uma informação confidencial relevante sobre uma oferta pública, e que tenha conhecimento de que a informação foi obtida do ofertante, fica obrigado a revelar tal informação ou abster-se de negociar (EIZIRIK, 1983, p. 47).

Entretanto, restou uma imprecisão quanto ao conceito de informação relevante que deve ser divulgada. A jurisprudência americana buscou definir, mas causou um conflito entre as cortes, já que uns entendiam ser vedada a utilização apenas da informação classificada como privilegiada na própria empresa ou se proibia, também, o uso das informações vazadas no mercado (BERTIN, 2010, p. 45).

Entrou em vigor, em 1998, o Insider Trading And Securities Fraud Enforcement Act (ITSFEA), reforçando a prevenção ao insider trading e às fraudes. Em 2000, a agência regulatória, SEC, criou a Regulation FD (regulação do fair disclosure), adotando regras de forma a esclarecer alguns aspectos da utilização de informações privilegiadas, vedando as companhias públicas a divulgação seletiva de informações à determinado público, o que poderia causar graves prejuízos aos investidores. (CASTELLAR, 2008, p. 89). A ideia era reprimir a assimetria de informações, diminuindo a formação de setores pequenos e privilegiados que recebiam informações relevantes de forma seletiva, o que ocasionava um desequilíbrio para com os investidores comuns, que somavam grandes perdas (BERTIN, 2010, p. 45).

Com a ocorrência de grandes escândalos, o governo americano aprovou o Sarbanes-Oxley Act<sup>36</sup>, em 2002, como reação à crise de governança, objetivando a

---

<sup>36</sup> O ato criou medidas adotadas pelo governo norte-americano, de modo a combater uma série de ocorrências de fraudes corporativas, reportados às empresas de grande porte com ações negociadas na bolsa dos Estados Unidos. Dentre os casos de maior impacto, Proença (2005, p. 236) cita os da Enron (energia elétrica) e da Worldcom (telefonia). Além disso, foi criado pelo ato um Conselho Regulador Independente de Contabilidade, controlado pela SEC, com poderes para supervisionar

veracidade das informações prestadas ao mercado. O principal mandamento, portanto, é a responsabilização direta dos administradores das empresas pelas informações transmitidas ao mercado, respondendo pelas imprecisões, omissões, falsas declarações ou pela não representação clara e precisa dos resultados da companhia (BERTIN, 2010, p. 45/46).

Perceptível, a responsabilidade dos administradores no tocante a divulgação das informações dentro do mercado, visando a igualdade dos investidores dentro do mercado de capitais.

O legislador norte-americano demonstra uma grande preocupação para com o mercado de capitais, valorizando a ética no fornecimento de informações, devendo sempre ser verdadeiras e claras, proporcionando uma simetria de informações entre os investidores, independente de sua posição.

### 3.1.2 Brasil

No Brasil, as sociedades anônimas foram regidas pelo Decreto Lei 2.627/40, que ao tempo de sua promulgação já era considerada uma lei ultrapassada (MUSSNICH, 1979, p. 43). Atualmente continua em vigor os arts. 59 à 73, que disciplinam “sociedade anônima ou companhia cujo funcionamento depende de autorização do governo, sociedades anônimas ou companhias nacionais ou estrangeira”. Dentre os referidos artigos, apenas o art. 70<sup>37</sup> faz referencia a revelação de informações pela companhia ao público (PROENÇA, 2005, p. 274).

Posteriormente, veio a Lei nº 4.728/65, que disciplinava o mercado de capitais, versando em seu art. 3º, X sobre a competência do Banco Central de:

fiscalizar a utilização de informações não divulgadas ao público em benefício próprio ou de terceiros, por acionistas ou pessoas que, por força de cargos que exerçam, a elas tenham acesso

Era uma previsão programática, que não contemplava normas suficientes para

---

auditorias contábeis, fixar padrões a serem adotados para a contabilidade das empresas e investigar supostas irregularidades contábeis.

<sup>37</sup> Art. 70. As sociedades anônimas estrangeiras devem, sob pena de ser-lhes cassada a autorização para funcionar no país, reproduzir no órgão oficial da União, e do Estado, si for caso (art. 173), as publicações que, segundo a sua lei nacional ou de origem, sejam obrigadas a fazer relativamente ao balanço, conta de lucros e perdas e atos de sua administração.

refrear a prática do *insider trading*. (PROENÇA, 2005, p. 275). Verifica-se, também, que a lei não continha os parâmetros ou condições necessárias para a fiscalização nela prevista, somada à imprecisão dos conceitos do fato delituoso, sem detalhar fatos capazes de configurar o privilégio de informações (LEÃES apud CASTELLAR, 2008, p.90). Ademais, apesar de incriminar e sancionar, as condutas eram genéricas, com sanções diversas, nem sempre adequadas às hipóteses delituosas, conforme o art. 4º §6º<sup>38</sup> da referida Lei (PROENÇA, 2005, p. 275).

O Banco Central, que antes da criação da CVM era o responsável pela regulação do mercado de capitais, editou as resoluções 39/66 e 88/68, onde existem previsões que podem ser vistas como percussores do *insider trading*, no Brasil, conforme o pensamento de Luiz Gastão de Barros Leães, citado por Castellar (2008, p. 90) e Proença (2005, p. 275).

A resolução 39/66 do Banco Central, se aproxima da figura do *insider trading*, ao prever em seu artigo 89 que será considerada manipulação fraudulenta de preço a publicação ou divulgação de matéria relativa a títulos e valores mobiliários, seu mercado, cotação e perspectivas, ou sobre a respectiva sociedade emitente, cujo autor ou veiculador receba ou tenha a receber qualquer pagamento, exceto dividendos, da mencionada sociedade, dos administradores ou de sócios dela, ou ainda dos distribuidores dos títulos e valores mobiliários; ou seja direta ou indiretamente ligado à sociedade, como diretor, conselheiro, empregado, prestador de serviços ou acionista que influa em seu controle. Há uma diferença do conceito de *insider trading*, uma vez que este não se confunde com manipulação de preços (CASTELLAR, 2008, p. 91).

A resolução começa a demonstrar uma preocupação do legislador com a reulação do mercado de capitais, protegendo o próprio mercado, a companhia e os investidores.

A segunda resolução do Banco Central, nº 88/68, pode ser considerada o berço do conceito de “fato relevante”<sup>39</sup>, analisado a sua previsão, de dar às companhias

---

<sup>38</sup> Art. 4º No exercício de suas atribuições, o Banco Central poderá examinar os livros e documentos das instituições financeiras, sociedades, empresas e pessoas referidas no artigo anterior, as quais serão obrigadas a prestar as informações e os esclarecimentos solicitados pelo Banco Central.

§ 6º O Banco Central fará aplicar aos infratores do disposto na presente lei as penalidades previstas no capítulo V da Lei n. 4.595, de 31 de dezembro de 1964.

<sup>39</sup> VI – As pessoas jurídicas que pretendam obter o registro deverão requerê-lo ao Banco Central, encaminhando o pedido por intermédio de Bolsa de Valores, Banco Central [...] d) compromisso



compromisso formal de revelarem ao público as decisões tomadas pela Diretoria e pela Assembleia Geral, com relação a dividendos, direitos de subscrição ou outros relevantes, capazes de afetar os preços dos títulos ou valores mobiliários de sua emissão, ou ainda, influenciar as decisões dos investidores (PROENÇA, 2005, p. 276).

O ordenamento jurídico brasileiro, até então não previa expressamente a figura do *insider trading*. Com a promulgação da Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976, passou a ser possível a extração indireta do conceito, através dos arts. 155 e 157, interpretados em harmonia com os arts. 145, 160 e 165 (AVOLIO, 2006). Neste momento a responsabilidade por *insider trading* era de natureza administrativa e civil, uma vez que não havia dispositivo penal tratando expressamente (EIZIRIK, 1983, p. 49).

O conceito, pode ser retirado dos arts. 155 e 157, que aplicam-se às operações com valores mobiliários de companhias abertas efetuadas nas Bolsas de Valores ou no Mercado de Balcão e às transações privadas, efetuadas fora das bolsas ou mercado de balcão, com valores mobiliários de companhias abertas (MUSSNICH, 1979, p. 43).

Nelson Eizirik (1983, p. 50) destaca que o art. 155 deve ser interpretado conjuntamente com o art. 157, da Lei das sociedades anônimas, sendo que ambos estabelecem os deveres dos administradores. O art. 155<sup>40</sup> tem como objetivo proibir

---

formal de revelarem, prontamente, ao público as decisões tomadas pela Diretoria e pela Assembleia Geral com relação a dividendos ou direitos de subscrição ou outros elementos relevantes que possam afetar os preços dos títulos ou valores mobiliários de sua emissão, ou influenciar as decisões dos investidores; (BANCO CENTRAL, 1968 p. 2).

<sup>40</sup> Art. 155. O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios, sendo-lhe vedado:

I - usar, em benefício próprio ou de outrem, com ou sem prejuízo para a companhia, as oportunidades comerciais de que tenha conhecimento em razão do exercício de seu cargo;

II - omitir-se no exercício ou proteção de direitos da companhia ou, visando à obtenção de vantagens, para si ou para outrem, deixar de aproveitar oportunidades de negócio de interesse da companhia;

III - adquirir, para revender com lucro, bem ou direito que sabe necessário à companhia, ou que esta tencione adquirir.

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

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

os administradores de utilizarem informações que ainda não tenham sido divulgadas para o seu próprio benefício, demonstrando implicitamente que também estão proibidos de utilizar essas informações os terceiros de confiança do administrador, por consequência da relação de confiança existente (MUSSNICH, 1979, p. 45), é a consagração do dever de lealdade existente entre o administrador e a companhia, os investidores e o mercado de capitais.

Segundo Carvalhosa (2009), a fraude caracterizada como *insider trading* encontra previsão nos parágrafos do art. 155 da Lei nº 6.404/76, somente sendo possível no âmbito das companhias abertas, na medida em que estabelece o aproveitamento pessoal de informação privilegiada para negociação com valores mobiliários da companhia negociados no mercado de capitais.

A Lei das sociedades anônimas, prevê em seu artigo 155, o dever de lealdade. A lealdade referida no dispositivo deve ser vista como lealdade para com a companhia e para com o mercado. A primeira pretende coibir conduta ilícita do administrador no âmbito de sua relação funcional com a sociedade. Carvalhosa (2009, p. 302) salienta que as antijuridicidades previstas nos incisos I, II e III o prejuízo não é o elemento fundamental, mas que no *insider trading* deve haver um efetivo prejuízo, falando em âmbito civil. O cumprimento desse dever de lealdade deve beneficiar os acionistas em todos os aspectos. O dever de lealdade com o mercado é a observância de que a proteção não é apenas em relação aos acionistas, mas também da companhia e do público investidor em geral, tendo em viso o interesse público na segurança e lisura do mercado de capitais (CARVALHOSA, 2009, p. 302).

Com o advento da Lei nº 10.303/01, que inseriu o §4º ao art. 155<sup>41</sup>, a conduta do *insider trading* por qualquer pessoa, e não somente pelos administradores. Deste modo, passou a ser considerado *insider* toda pessoa que tenha acesso a informações que possam influir de modo ponderável na cotação dos valores

---

§ 3º 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.

§ 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.

<sup>41</sup> § 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.

mobiliários de emissão da sociedade anônima.

Havendo a prática da conduta por interposta pessoa, haverá solidariedade do administrador para fins do plano civil, entretanto, só este responderá no plano administrativo, perante a CVM (CARVALHOSA, 2009, p. 301), ou seja, o vazamento de informações acarreta na responsabilidade civil e administrativa. Na hipótese de subordinados ou terceiros de confiança vazarem as informações, o terceiro lesado pode buscar a reparação do prejuízo dos infratores diretos, que divulgaram as informações, bem como do administrador. Sendo que o administrador responde pelo dever de lealdade, e os outros pelas regras gerais de responsabilidade consagradas no Código Civil ou na legislação trabalhista CARVALHOSA, 2009, p. 301).

Desta forma, a aferição da responsabilidade por *insider trading* deve ser objetiva, visto que a quebra do dever de lealdade com a companhia, acionistas e o mercado é considerada uma infração grave. A responsabilidade objetiva<sup>42</sup> deve ser estendida aos terceiros que se aproveitam do vazamento das informações. Nessas situações é dispensado o nexos entre a ação ou omissão e o prejuízo ou dano sofrido pela companhia (CARVALHOSA, 2009, p. 303).

Não há dúvidas de que o *insider trading* é uma infração grave, uma vez que quem comete o delito está submetido ao dever de lealdade e ao dever de sigilo, se enquadrando como responsabilidade objetiva uma vez que não é necessário apurar culpa. Não precisa comprovar que o administrador teve intenção de obter vantagem ao realizar a operação, presume-se que ele teve acesso à informação relevante e ao negociar com valores mobiliários há uma intenção por trás de obter vantagem, o que dá uma efetividade ao *insider trading*.

*Insider trading* deve ser visto como qualquer negociação com valores mobiliários, seja de compra ou venda, realizada pelos administradores ou por quem deles obteve qualquer informação relevante, este só após o advento da Lei 10.303/01, no período em que estas informações ainda não tenham sido divulgadas amplamente no mercado. Consequentemente, *insider* é toda pessoa, que por decorrência de suas

---

<sup>42</sup> Segundo Carlos Roberto Gonçalves (2010, p. 48) nas hipóteses de responsabilidade objetiva não se exige prova de culpa do agente para que seja obrigado a reparar o dano. O autor da ação, portanto, só precisa fazer prova da ação ou omissão e o dano resultante da conduta do agente, visto que a culpa é presumida.

funções de administrador ou por acesso à administração da companhia, detém antes dos demais acionistas, investidores e agentes do mercado de capitais informações relevantes relativas aos negócios da companhia, e aproveita-se dessa situação para tentativa de obtenção de vantagem, o que caracteriza o ilícito (CARVALHOSA, 2009, p. 310).

Em sentido similar, o art. 157<sup>43</sup> da referida lei consagra o dever de informar, consistente numa norma preventiva ao obrigar o administrador a revelar a situação com relação à titularidade de valores mobiliários da companhia (EIZIRIK, 1983, p. 50). De maneira mais específica, o §4º do art. 157 da Lei nº 6.404/76 estabelece que os administradores da companhia aberta tem obrigação de informar 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 negócios, que possa influenciar nas decisões dos investidores no mercado de compra e venda de ações (PROENÇA, 2005, p.277).

Além disso, o art. 157 foi inspirado na regra do *disclose or refrain from trading*, em tradução livre de Proença (2014, p. 256) significa “revele ou abstenha-se de negociar”, tendo como objetivo o equilíbrio das posições dos agentes do mercado, em consequência, a isonomia das relações prevenindo a assimetria informacional.

Dentre as mudanças trazidas pela Lei nº 10.303/01, outras também foram importantes, com relação ao *insider trading*, como o acréscimo do §6º ao art. 157 da Lei 6.404/76, prevendo que “os administradores da companhia aberta deverão informar imediatamente, nos termos e na forma determinados pela CVM, 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”, ou seja, sempre que adquirirem ou venderem ações têm o dever de informar, o que facilita à CVM a identificação de possíveis condutas ilícitas.

Ainda no sentido de estabelecer os deveres do administrador, o art. 153 da Lei nº 6.404/76. O primeiro estabelece o dever de diligencia onde o administrador deve

---

<sup>43</sup> 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.

empregar o cuidado e diligencia no exercício de suas funções (CASTELLAR, 2008, p. 95).

Da leitura conjunta dos dispositivos, fica evidente o dever do *insider* (que está por dentro) de divulgar ou abster-se de utilizar a informação em proveito próprio, ou seja, o administrador que estiver em posse de informação relevante tem obrigação fundamental de revelá-la ao público (EIZIRIK, 1983, p. 50). Entretanto, nos termos do §5º do art. 157, enquanto a informação não for publicamente revelada, o *insider* não pode utilizá-la em proveito próprio, restando proibido de comprar ou vender valores mobiliários da companhia, ou indicar que terceiros o façam.

Os arts. 145, 160 e 165 da referida lei tem como objetivo demonstrar que os deveres dos administradores se comunicam aos conselheiros e diretores; aos membros de órgãos criados pelo estatuto, com funções técnicas ou destinados a aconselhar os administradores; e aos membros do conselho fiscal, respectivamente. Podem ser *insiders*, também as pessoas subordinadas ao administrador, sejam empregados da companhia ou terceiros de sua confiança, por força do art. 155 §2º e, ainda, os acionistas controladores, uma vez que o *insider trading* constitui abuso de poder, que pode ser extraído do art. 117 da referida Lei (EIZIRIK, 1983, p. 51).

A Instrução Normativa nº8 /1979 da CVM estendeu aos intermediários e demais participantes do mercado a vedação do uso de prática não equitativa no mercado de valores mobiliários, desde que esta seja capaz de resultar em um tratamento desigual entre as partes, ou demonstre um desequilíbrio no mercado (AVOLIO, 2006, p. 447).

O que se estudou até o momento refere-se a normatização para aferição da responsabilidade civil do *insider*.

A responsabilidade administrativa, deverá ser apurada frente a CVM, que como já visto é a autarquia responsável pela regulamentação e fiscalização dentro do mercado de capitais, conforme a sua competência firmada no art. 8º da lei 6.385/76.

A responsabilidade penal, foi inserida no ordenamento jurídico brasileiro, também pela Lei nº 10.303/01, que tipificou algumas condutas criminais na Lei nº 6.385/76, dentre elas o *insider trading*, denominado uso indevido de informação privilegiada (AVOLIO, 2006, p. 455):

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.

Embora haja uma controvérsia doutrinária acerca da tipificação de crimes em leis esparsas, sob o receio da insegurança jurídica<sup>44</sup>, o crime de *insider trading* tem previsão legal no art. 27-D da lei 6.385/76, no capítulo “dos crimes contra o mercado da capitais” (PROENÇA, 2005, p. 294).

Consiste, portanto, em norma penal em branco<sup>45</sup> imprópria, visto que para conceituar informação relevante é necessário recorrer à legislação extra-penal, conforme o art. 155, §1º da Lei 6.404/76 e a Instrução Normativa 31/1984 da CVM, posteriormente alterada pela IN 358/02 da CVM.

Em um primeiro momento se percebe a tutela da ordem econômica, em seus fundamentos da livre concorrência e da defesa do consumidor e, em especial, confiabilidade e regulação das operações, pela prevenção contra manipulações financeiras e garantia do acesso equitativo à informação relevante, propiciando aos investidores a possibilidade de decisão racional (AVOLIO, 2006, p. 456).

De modo a enrijecer o exposto, a CVM criou a Instrução Normativa 358/2002, que no art. 11 §3º, traz mais rigidez ao dever de prestação de informações aumentando o rol de pessoas obrigadas a prestá-las:

---

<sup>44</sup> Segundo Sebastian Borges de Albuquerque Mello (2004, p. 112/113), o surgimento de novos microssistemas jurídicos, conseqüentemente aumentou o número de bens e interesses tuteláveis, o que cria, ao lado do direito penal clássico ou primário (contido no Código Penal), um direito penal extravagante ou secundário, contido em leis avulsas, possuindo relação com a ordenação jurídica constitucional com relação aos direitos sociais, mas também à organização econômica, como é o caso do delito previsto na Lei nº 6.385/76. Nesse direito penal secundário há uma substituição do o perigo pelo dano, do risco em vez de ofensa efetiva a um bem jurídico, do tipo fechado pelo aberto, e um bem jurídico coletivo ao invés de individual. O direito penal extravagante, portanto, encontra-se previsto nas leis esparsas, que instituem um tipo de criminalidade específica, restrito aquele segmento, que criminaliza condutas, de modo a assegurar autonomia e independência em relação ao direito codificado. A ideia é garantir a unidade física do microssistema, acrescentando à matéria penal crimes que parecem atender mais aos princípios do microssistema que aos princípios gerais do direito penal. A legislação extravagante, passa a falsa impressão de que se pode criar um novo direito penal que seria superior ao codificado, sendo que é impossível legislar de forma ilimitada.

<sup>45</sup> Norma penal em branco são as normas incompletas, que precisam de complementação de outras normas. A norma complementar de uma norma penal em branco integra o próprio tipo penal (BITENCOURT, 2012, p. 199).

Art. 11. Os diretores, os membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas criados por disposição estatutária ficam obrigados a informar à companhia a titularidade e as negociações realizadas com valores mobiliários emitidos pela própria companhia, por suas controladoras ou controladas, nestes dois últimos casos, desde que se trate de companhias abertas.

§ 3º A comunicação a que se refere o caput deste artigo deverá conter, no mínimo, o seguinte:

I – nome e qualificação do comunicante, indicando o número de inscrição no Cadastro Nacional de Pessoas Jurídicas ou no Cadastro de Pessoas Físicas;

II – quantidade, por espécie e classe, no caso de ações, e demais características no caso de outros valores mobiliários, além da identificação da companhia emissora e do saldo da posição detida antes e depois da negociação; e

III – forma de aquisição ou alienação, preço e data das transações.

A Lei nº 10.303/01, trouxe alterações ao art. 155, acrescentando o §4º, que veda 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.

É perceptível a preocupação do legislador brasileiro em acompanhar a tendência mundial de modo a assegurar a segurança do mercado de capitais, visto que a conduta já contava com sanção administrativa e hipótese de reparação civil, não sendo consideradas suficientes, optando o legislador pela criminalização da conduta de *insider trading*.

### 3.2 CONCEITO

Analisada, a forma como o instituto evolui nos ordenamentos jurídicos norte-americano e brasileiro, pode ser feito, agora uma análise quando ao seu conceito adotado pela doutrina.

O *insider trading* é definido por Nelson Eizirik (1983, p. 43) da seguinte forma:

a utilização de informações relevantes sobre uma companhia, por parte das pessoas, que por força do exercício profissional, estão “por dentro” de seus negócios, para transacionar com suas ações antes que tais informações sejam de conhecimento do público

A definição legal, prevista no art. 27-D da Lei nº6.385/76 dispõe que utilizar informação relevante ainda não divulgada, da qual tenha conhecimento e dever de

sigilo, que seja capaz de propiciar para si ou terceiro, vantagem indevida, por meio de negociação, em nome próprio ou não, com valores mobiliários.

Em sentido similar (SCALZILLI; SPINELLI, 2007, p. 45) considera a utilização de informação relevante capaz de afetar a negociação de valores mobiliários antes de ser ela divulgada aos demais investidores, por pessoa que tenha obtido, normalmente, por força da relação profissional. Salientando que a proibição a utilização da informação engloba tanto as negociações no mercado, seja bolsa de valores ou mercado de balcão, ou transações privadas, onde não há intervenção de instituição financeira, sendo as negociações sempre realizadas com os títulos mobiliários de emissão de companhia aberta.

Já a definição de Proença (2014, p. 255) é que a expressão *insider trading* traduziria uma distorção de relações no mercado de capitais, identificado no uso de informações confidenciais, reservadas ou ainda não divulgadas, acerca dos negócios de uma sociedade anônima, por seus administradores, principais acionistas ou outros que a elas tenham acesso, para efetuar transações que lhes são vantajosas comparadas às realizadas pelos outros investidores, constituindo uma flagrante assimetria informacional.

No mesmo contexto, *insider trading* é visto por Carvalhosa (2009, p. 311) como:

Toda negociação de compra e venda de valores mobiliários feita pelos administradores ou por quem deles obteve de qualquer forma informações relevantes, no período em que tais informações não foram ainda divulgadas junto ao mercado, de forma ordinária ou extraordinária, conforme as circunstâncias

Desta forma, e conforme os aspectos históricos analisados e o que será visto em seguida, a definição que melhor se adequa à realidade do instituto é a de Proença, por abarcar praticamente todas as hipóteses que refletem o instituto.

### **3.2.1. Tipo objetivo**

Sobre o prisma do tipo objetivo, Lucchesi (2011, p. 146) demonstra que para a configuração o *insider trading* é preciso alguns requisitos: existência de informação relevante; não divulgação desta informação ao mercado; dever de sigilo do autor; possibilidade de obtenção de vantagem indevida; e a utilização da informação, em



negociação em nome próprio ou de terceiro, no mercado de valores mobiliários.

Conclui-se, portanto, que além da existência de informação relevante, que será estudada a seguir, é necessário que esta não seja de conhecimento do público geral, não tendo sido divulgada amplamente no mercado e sendo de conhecimento exclusivo de pessoas ligadas à companhia. Não sendo levada ao mercado a informação relevante é considerada como “privilegiada”, já que seu conhecimento é restrito às poucas pessoas que possuem a confiança da companhia (LUCCHESI, 2011, p. 147).

Não bastando a informação ser relevante, o agente deve estar obrigado a guardar sigilo sobre tal informação, por força do art. 157 §1º da Lei nº 6.404/76 (CARVALHOSA, 2009, p. 312) conforme a disposição do art. 8º da Instrução Normativa nº 358/2002, que prevê que cumpre aos que obtiveram informação relativa a ato ou fato relevante às quais tenham acesso privilegiado, em razão de ocuparem cargo ou função dentro da companhia devem guardar sigilo até que esta seja divulgada no mercado.

Além da necessidade de haver um ato ou fato relevante, que constitua uma informação relevante, e do qual deva ser mantido sigilo, deve haver um potencial para gerar vantagem pecuniária indevida e proveito daquele que indevidamente a utilize (LUCCHESI, 2011, p. 149). É preciso que haja uma possibilidade de alteração no preço dos valores mobiliários da companhia que são negociados no mercado de valores mobiliários, de modo a permitir ao comprador ou vendedor uma vantagem indevida, por uso de informação que os demais investidores não tiveram acesso.

Interessante ressaltar que o tipo penal não exige a obtenção de vantagem, sendo somente importante a utilização da informação privilegiada, utilizada mediante uma negociação no mercado de valores mobiliários, possibilite o benefício econômico ao agente (LUCCHESI, 2011, p. 150). O que permite a sua caracterização como um tipo formal, onde não exige para a sua consumação a comprovação de vantagem auferida pelo autor em detrimento do mercado, a consumação é pressuposto no momento em que o agente utiliza a informação.

O último dos requisitos é a existência de um nexo de causalidade entre a obtenção da sua informação e a utilização dentro do mercado de valores mobiliários, devendo ser feita pelo próprio sujeito que obteve a informação ou por terceiro (LUCCHESI,

2011, p. 150).

### **3.2.2. Tipo subjetivo**

O tipo subjetivo deve ser analisado apenas como o dolo de auferir vantagem por meio de uma operação financeira envolvendo informação privilegiada obtida em razão de cargo ou função.

Imperioso observar que a finalidade de auferir vantagem com a negociação não deve ser confundida com a efetiva obtenção da vantagem, isto é, mesmo que o usuário da informação obtenha prejuízo, estará caracterizado o uso indevido da informação privilegiada. No mesmo sentido, não é necessário que o infrator realize a operação completa, de comprar as ações vender após a divulgação das informações, bastando que seja realizada apenas uma das transações com base nas informações privilegiadas (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2016, p. 20).

Conclui-se, portanto, que o tipo subjetivo é apenas a vontade de obter vantagem mediante a utilização da informação relevante, independente da obtenção real da vantagem, que não precisa ser provada.

### **3.3 INFORMAÇÃO RELEVANTE**

Conforme o que está disposto nos artigos regulamentadores do instituto, torna-se imprescindível analisar o conceito preciso do que seriam as informações relevantes. A informação relevante se torna ainda mais importante, quando a regra vigente no mercado de capitais brasileiros diz que as informações relevantes relativas ao emissor devem ser disponibilizadas à todo público ao mesmo tempo, devendo ser verdadeiras e claras (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2016, p. 7).

No tocante a informação privilegiada no mercado de capitais é importante salientar que não se trata de algo necessariamente secreto, mas sim de dados ou elementos informativos não adequadamente veiculados pelos canais regulares de publicidade.

Além desse caráter “secreto”, as informações devem ser capazes de influenciar a cotação dos títulos, ou a decisão dos agentes no mercado de adquirir ou vender (COMPARATO, 1995, p. 341).

A informação relevante é definida pela Comissão de Valores Mobiliários (2016, p.8/12), como uma “informação que não é pública e que é material”. Ou seja, a informação é confidencial até que se torne pública e se considera relevante qualquer ato ou acontecimento de caráter político, administrativo, técnico, negocial, econômico ou financeiro ocorrido ou relacionado aos negócios de uma companhia aberta que possa influir de modo ponderável, na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta, na decisão dos investidores relativa a compra e venda de ações ou na decisão dos investidores de exercer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a ela referidos.

Ainda na sua função regulamentar, a CVM estabeleceu no art. 3<sup>o</sup><sup>46</sup> da Instrução normativa 358/02, que a responsabilidade pela correta divulgação ao mercado das informações relevantes é de competência do Diretor de Relações com Investidores. E ainda, o art. 5<sup>o</sup><sup>47</sup> da mesma instrução determina que a informação deve ser divulgada, sempre que possível, antes do início ou após o encerramento das atividades das Bolsas de Valores e Mercados de Balcão (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2016, p. 9/10).

O conceito de fato relevante, referido nos arts. 155 § 1<sup>o</sup>, 157 §4<sup>o</sup> da Lei nº 6.404/76 e no art. 27-D da Lei nº 6.385/76, é definido pelo art. 2<sup>o</sup> da Instrução Normativa 358/2002 da CVM.

O art. 155 demonstra, em seu parágrafo primeiro<sup>48</sup>, uma obrigação dos

---

<sup>46</sup> Art. 3<sup>o</sup> Cumprir ao Diretor de Relações com Investidores enviar à CVM, por meio de sistema eletrônico disponível na página da CVM na rede mundial de computadores, e, se for o caso, à bolsa de valores e entidade do mercado de balcão organizado em que os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação, qualquer ato ou fato relevante ocorrido ou relacionado aos seus negócios, bem como zelar por sua ampla e imediata disseminação, simultaneamente em todos os mercados em que tais valores mobiliários sejam admitidos à negociação. Redação dada pela Instrução Normativa 547/14 da CVM.

<sup>47</sup> Art. 5<sup>o</sup> A divulgação de ato ou fato relevante 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.

<sup>48</sup> § 1<sup>o</sup> Cumprir, ademais, ao administrador de companhia aberta, guardar sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, obtida em razão do cargo e capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários, sendo-lhe vedado valer-se da informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários.

administradores de zelar pelas informações ainda não divulgadas no mercado, o que as torna relevantes, obtida em razão do cargo e capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários, sendo-lhe vedado valer-se da informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra e venda, ainda que não públicas, de modo a não vazarem por meio de terceiros.

Fica fácil perceber a intenção do legislador ao considerar tão importantes as informações ainda não divulgadas no mercado de capitais, de modo a trazer tamanha preocupação. O parágrafo segundo do artigo, deixa nítido que o administrador deve zelar para que a informação não seja revelada por meio de subordinados ou de terceiros de sua confiança.

Além disso, a previsão do §4º do art. 155<sup>49</sup> estabelece que o uso indevido de informações privilegiadas é vedado a qualquer pessoa que tenha acesso a informação relevante.

O paragrafo quarto, incluído pela Lei nº 10.303/01, em consonância com a Instrução Normativa nº 31/84<sup>50</sup> da CVM, posteriormente revogada pela Instrução Normativa 358/2002 da CVM, acrescentou que é vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com o intuito de obter vantagem indevida, o que demonstra que é suficiente o intuito de auferir a vantagem, não precisando obter o “lucro” (PROENÇA, 2005, p. 278/279).

Na Lei nº 6.404/76, também se positivou o art. 157<sup>51</sup>, colaborando com a regulação mais taxativa do *insider trading* no direito brasileiro, abraçando o princípio do dever de informar<sup>52</sup>. Além do mais, o art. 157 traz dois importantes aspectos, conforme Proença (2005, p. 278): o primeiro aspecto é quanto à obrigação dos

---

<sup>49</sup> § 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.

<sup>50</sup> Instrução normativa elaborada pela CVM em 1984 com o intuito de dispor acerca da divulgação e da utilização de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas. No artigo primeiro trouxe uma conceituação do que seria relevante, considerando relevante qualquer deliberação da assembleia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato ocorrido nos seus negócios que possa influir de modo ponderável: na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta; ou na decisão dos investidores em negociar com aqueles valores mobiliários; ou na determinação de os investidores exercerem quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia.

<sup>51</sup> 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.

<sup>52</sup> Derivado do princípio norte-americano “*duty of disclosure*”.

administradores de revelar as transações realizadas com qualquer espécie de ativo emitido pela sociedade anônima ou seus derivativos, uma vez que isto caracterizaria a subsunção ao tipo penal; já o segundo aspecto caracteriza a obrigação da companhia de revelar amplamente os fatos relevantes, sendo exceção o fato relevante capaz de prejudicar a companhia ou os seus interesses.

Inserido pela Lei nº 10.303/01, o art. 27-D na Lei nº 6.385/76<sup>53</sup>, que efetivamente caracterizou o tipo penal do *insider trading* no direito brasileiro, vedando a utilização de informação relevante, continuou sem deixar claro quais informações poderiam ser consideradas como relevantes.

O advento das leis, mesmo com as alterações posteriores, não preencheram a lacuna quanto ao conceito de informação relevante.

No intuito de preencher a lacuna, existente desde 1976 quando foram criadas as leis, a CVM regulamentou a Instrução normativa 31/84 que preia o que seria ato ou fato relevante em seu art. 1º. Entretanto, foi revogada pela Instrução Normativa 358/2002 da CVM, que dispôs em seu 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.

Ao trazer tal previsão, a instrução normativa enumerou vinte e dois exemplos em que poderia ser configurado o fato relevante, estabelecendo os deveres e responsabilidades do administrador na divulgação de ato ou fato relevante, sendo considerada infração grave, que ocorrendo, deve ser informada ao Ministério Público, pela CVM (CASTELLAR, 2008, p. 101).

---

<sup>53</sup> 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

A influência de um fato relevante na companhia pode ser positiva, a divulgação pode acarretar numa valorização dos seus papéis de maneira rápida e vertiginosa, como o exemplo trazido por Santana (2012, p.56):

o conhecimento prévio por parte de um investidor de que uma companhia será adquirida por outra, por exemplo, pode gerar interesse na compra de suas ações que, muito provavelmente, terão um acréscimo substancial em seu valor de mercado, podendo ser vendidas com grande lucro no mercado secundário após a divulgação da informação ao público em geral

Entretanto nem sempre a divulgação tem como impacto a valorização dos papéis, podendo ocorrer um impacto negativo, ocasionando uma desvalorização dos papéis.

O fato relevante, ocorrido dentro de uma companhia, gera uma informação privilegiada, que não deve ser utilizada por quem a detenha, até que seja amplamente divulgada no mercado de capitais.

O conceito de informação privilegiada ou relevante é trazido no Manual das Políticas de Divulgação e de Negociação de Valores Mobiliários da BM&F BOVESPA (2016, p. 4):

Informação relativa a atos ou fatos relevantes até que sejam divulgados aos órgãos reguladores, às Bolsas de Valores e outras entidades similares e, simultaneamente, aos acionistas e investidores em geral.

A informação é importante para o mercado de capitais, uma vez que ela influencia diretamente no seu funcionamento, sendo elemento fundamental na tomada de decisões pelo investidores acerca do sistema financeiro (FERREIRA, 2013, p. 46/47). São as informações que possibilitam o investidor avaliar suas possibilidades de ganhos dentro do mercado, ou seja, os valores mobiliários são comprados e vendidos a partir de dados indicadores da probabilidade de alta ou queda (PROENÇA, 2014, p. 255).

A informação privilegiada ou não divulgada deve ser submetida ao regime imposto nos parágrafos do art.155 da Lei das Sociedades Anônimas, devendo ser preenchidos determinados atributos que justifiquem a severidade do tratamento previsto na lei. O *insider trading* somente poderá ser caracterizado quando houver uma informação privilegiada.

Existindo informação privilegiada, o agente tem duas opções: divulgá-la, se possível

ou abster-se da negociação. Essas atitudes estão presentes no princípio do “*disclosure*”, também chamado como princípio da transparência (PROENÇA, 2015, p. 401), ou ainda, ampla divulgação das informações (CASTELLAR, 2008, p. 203).

De modo contrário à diversos mercados, o mercado de capitais não permite que sejam auferidas qualidades das mercadorias comercializadas, restando consideradas como mercadorias as informações que circulam no mercado, e possibilitam o investidor avaliar suas possibilidades de lucros (PROENÇA, 2015, p. 400). O mercado, funciona estritamente vinculado à circulação das informações, por esse motivo o preço dos valores mobiliários reflete as informações sobre cada companhia. Deste modo, o mercado de capitais só é eficiente quando as informações disponíveis sobre as companhias são contempladas no mercado de valores mobiliários. Mesmo sabendo que o mercado não é perfeito, e que há uma assimetria das informações, esta deve ser a menor possível. O crime visa a equilibrar as negociações realizadas com base nas informações, para que todos negociem em igualdade, e que o mercado seja seguro e confiável (SCALZILLI; SPINELLI, 2007, p. 48).

A informação relevante deve ser vista como a informação relativa a ato ou fato da companhia que tenha capacidade de influenciar a cotação dos valores mobiliários, o que conseqüentemente afeta a decisão dos investidores quanto às negociações com os valores mobiliários, afetando a ideia de simetria informacional e da segurança do mercado de capitais.

Por esse motivo há uma preocupação tão grande com a segurança e confiabilidade do mercado de capitais, bem como à divulgação de suas informações, que devem estar disponíveis para todos que desejam negociar na bolsa no mesmo momento, de modo a garantir o igualdade entre os acionistas.

### 3.4 BEM JURÍDICO

Antes de adentrar no estudo do bem jurídico tutelado pelo delito, cabe salientar que existem autores que criticam a tipificação do *insider trading*, por ser um tipo penal que protege o risco excessivo da atividade financeira, sendo considerado um crime

de perigo abstrato<sup>54</sup> (OLIVEIRA, 2012, p. 379) A crítica é feita com base no entendimento de Luiz Flávio Borges D'Urso, que apresenta três fundamentos: inexistência de bem jurídico penalmente tutelável, ausência de lesividade do crime de perigo abstrato e ferimento ao princípio da intervenção mínima. A teoria expõe que adotar a proteção ao mercado financeiro como tutela penal, poderia ocasionar riscos a segurança do direito penal. Alega, ainda, que pelo *insider trading* ser crime de perigo abstrato, não gerando necessariamente uma lesividade, que seria indispensável a uma dogmática jurídica tradicional, o que conseqüentemente levaria a uma não constatação de lesão a bem jurídico.

Oliveira (2012, p. 381) enfatiza que o crime é tipificado como crime formal<sup>55</sup> ou seja, necessita apenas da conduta para consumir-se, independente de resultado que pode ocorrer ou não. Por fim, salienta que o direito penal deve tutelar não apenas resultados, mas também condutas potencialmente capazes de ocasionar dano. Ainda no entendimento de que o *insider trading* é um crime formal, Lucchesi (2011, p. 152) demonstra não ser necessária a obtenção de vantagem ilícita pelo autor, visto que embora prescindida a verificação de obtenção de vantagem ilícita, a lei pressupõe uma lesão ao mercado de valores mobiliários, o que efetiva a consumação do crime.

No tocante a violação a intervenção mínima, Oliveira (2012, p. 382) alega ser compreensível a intervenção penal, já que em sua visão a conduta é sancionada de forma insuficiente por outros ramos do direito, o que evidencia a necessidade da tutela do direito penal. O direito penal deve ser visto de forma supletiva, uma vez que primeiro deve ser buscada a responsabilização junto à CVM.

Visto que não há problema quanto à tipificação do *insider trading* pela ausência de bem jurídico, deve ser analisado qual é o bem jurídico tutelado, questão que está longe de ser pacífica na doutrina e apresenta diversos entendimentos.

---

<sup>54</sup> O crime de perigo abstrato deve ser entendido como aquele presumível, não precisando ser provado, a simples prática da ação já é considerada perigosa. Bitencourt (2012, p. 275) ressalta que nesses crimes deve ser, ao mínimo, demonstrado a idoneidade da conduta realizada pelo agente, permitindo que ela seja capaz de produzir um potencial resultado de dano ao bem jurídico, mesmo que sob uma perspectiva genérica.

<sup>55</sup> O crime formal, assim como o material descreve um resultado, entretanto diferencia-se pela não necessidade do resultado para a consumação, sendo suficiente a ação do agente e a vontade para a concretização, através da verificação do dano potencial. Através do crime formal, o legislador antecipa a sua consumação, satisfazendo-se com a simples ação do agente (BITENCOURT, 2012, p. 273).



Nelson Eizirik, partilhando o pensamento de Frederico de Lacerda Pinto Costa, entende que a principal função deste tipo é a proteção da função pública da informação, uma vez que ela constitui um critério de distribuição do risco do negócio no mercado de valores mobiliários. Onde se considera a informação um bem econômico, necessário para a tomada de decisões, sendo necessária a igualdade entre os negociantes do mercado de valores mobiliários. Em outras palavras, a norma tem como objetivo consagrar a proteção a ampla divulgação de informações, que é o elemento essencial de tutela dos interesses dos investidores. Assim, o bem jurídico objeto da tutela penal está no funcionamento do mercado de capitais, uma vez que a prática do *insider trading* desestabiliza o mercado, comprometendo a sua eficiência (CASTELLAR, 2008, p. 102/104).

O sistema norte-americano, adota, que o bem jurídico tutelado nos crimes contra o mercado de capitais é a proteção aos interesses patrimoniais dos investidores<sup>56</sup> (ALONSO, 2009, p. 94).

Castellar (2008, p. 106), aponta divergência em relação ao bem jurídico tutelado. Afirma, que o mero funcionamento de um mercado onde se compra e vende valores mobiliários corresponda ao interesse de um indivíduo ou de um número indeterminado deles, não podendo, assim considerar bem jurídico. Coadunando-se ao pensamento de Juarez Tavares, que considera que bem jurídico é o que possa ser reduzido a um ente próprio da pessoa humana, ou seja, precisa que determinado valor possa implicar, direta ou indiretamente, num interesse individual ou coletivo. Com essa discordância, Castellar entende que o bem jurídico tutelado é a confiança dos investidores no mercado de capitais.

Milena Baker (2012, p. 461) parte da premissa de que o direito penal não deve tutelar apenas ataques a bens jurídicos individuais, devendo tutelar, também, os bens jurídicos supraindividuais, de modo a proteger toda a coletividade, visto que existem bens jurídicos de natureza coletiva, que refletem interesses de todos, sendo necessária a tutela pelo direito penal.

---

<sup>56</sup> O sistema norte-americano adota dois aspectos distintos, a proteção ao mercado de capitais, a Teoria do dever fiduciário (*Fiduciary Duty Theory*) e a Teoria da Apropriação Indevida (*Misappropriation Theory*). O órgão administrativo, SEC passou a entender a prática ao *insider trading* como fraude na negociação de valores mobiliários, depois passando a ampliar o espectro de alcance da vedação para além daqueles detentores de um dever de fidejussão para com os investidores. (ALONSO, Leonardo, 2009, p. 94/98)

Assim, parece muito complexa a definição de bem jurídico do *insider trading*. Podendo-se utilizar diversos bens jurídicos abrangidos nesse delito.

No âmbito do direito norte-americano, é perceptível a existência de três teorias acerca do bem jurídico tutelado. A primeira denominada de tradicional foi desenvolvida no julgamento dos casos *Chiarella vs United States* e *Dirks vs SEC*, onde foi definida como penalmente relevante a violação a um dever fiduciário devido aos acionistas da companhia, utilizando, em seu benefício próprio, informação não divulgada obtida pelo *insider*. Esta teoria foi considerada restrita demais, pois aplicaria apenas aos casos em que a informação seria utilizada pelo *insider* (LUCCHESI, 2011, p. 153).

A segunda teoria norte-americana derivada do caso *United States vs. O'Hagan*, onde ficou estabelecido que o bem jurídico seria uma violação ao dever fiduciário com a fonte da informação utilizada de forma indevida, e não para com os acionistas. Também foi considerada insuficiente, uma vez que não importa o modo através do qual a informação foi obtida, o importante é que o autor do fato desfruta de uma vantagem, desconhecida do investidor (LUCCHESI, 2011, p. 153).

A última teoria, refere-se ao voto vencido do Ministro Warren E. Burger, no caso *Chiarella vs. United States*, sendo esta a preferida pelos doutrinadores norte-americanos, segundo Lucchesi (2011, p. 153). Para essa teoria, a prática do *insider trading* constitui delito omissivo, pois ao deixar de divulgar determinados fatos, o autor corrompe estes, de modo a interferir no mercado, afetando a decisão de terceiros quanto às negociações.

Lucchesi (2011, p. 157) entende que esses possíveis bens jurídicos seriam insuficientes para justificar a criminalização do delito, pois segundo ele não representam prejuízo material ao mercado financeiro. O autor entende que a criminalização do instituto não aumenta a confiança dos investidores no mercado, nem os leva a efetuar mais negociações.

Entretanto, o entendimento de Lucchesi está longe de ser majoritário na doutrina. Uma análise mais aprofundada pela ótica do direito penal, faz perceber que existem os bens jurídicos mediatos e os imediatos, neste caso, é uníssono que o bem jurídico mediato é, via de regra a ordem econômico-financeira. No tocante ao bem jurídico imediato, que é o previsto no crime e diretamente tutelado, podendo ser

apontados cinco possíveis bens jurídicos imediatos tutelados: interesse da sociedade emissora dos valores mobiliários, o patrimônio do investidor, correto funcionamento do mercado, igualdade de oportunidades e confiança no mercado de capitais conforme demonstra Heidi Rosa Florêncio Neves (2013, p. 1).

João Carlos Castellar (2008, p. 105) expõe que há uma confusão entre bem jurídico e a função, associando-se ao pensamento de Juarez Távora, que considera que o bem jurídico só pode ser reconhecido se for possível sua redução a um ente próprio da pessoa humana, não podendo ser uma entidade abstrata, como o mercado de valores mobiliários. Deste modo, sustenta que o bem jurídico a ser protegido é apenas a confiança no mercado como bem jurídico a ser protegido.

Parte da doutrina considera o patrimônio do investidor como bem jurídico, justificado pelo fato de que os investidores não portadores da informação privilegiada tem seu patrimônio afetado toda vez que a tal informação é utilizada no mercado. Entretanto, para Heidi Rosa Florêncio Neves (2013, p.2) é ponderável que nem sempre é possível estabelecer um nexos causal entre a conduta do *insider* e o prejuízo obtido pelo investidor não portador da informação. É uma teoria onde a comprovação da efetiva lesão ao patrimônio do investidor se mostra demasiadamente difícil<sup>57</sup>.

Alonso (2010, p. 135), conclui que a lesão patrimonial dos investidores, mesmo que mediata, é fundamental para determinação do objeto de tutela, não podendo ser afastada totalmente. Destaca, também, que o conceito de investidor, abarcado na tutela patrimonial, deve ser visto de forma mais ampla, sendo considerados os interesses de um público de investidores, englobando os investidores efetivos e em potencial, ou seja, um bem jurídico supraindividual<sup>58</sup>.

A tutela da confiança dos investidores no correto funcionamento do mercado é

---

<sup>57</sup> Leonardo Alonso (2010, p. 134) reconhece a dificuldade de identificar os efetivos prejuízos, uma vez que as cotações nem sempre são influenciadas apenas pela divulgação de informação relevante, havendo uma grande diferença entre os grandes e pequenos investidores, no tocante à capacidade econômica, ao acesso à informação e a motivação para realização dos negócios. O que se tornaria muito difícil comprovar os investidores que realmente tinham acesso a informação no momento em que efetuaram a negociação. Ressaltando que para alguns autores o alcance da proteção ao mercado de capitais seria mais amplo, não se limitando à mera proteção patrimonial ao investidor. Ao contrário de outros, que consideram o interesse patrimonial dos investidores bem juridicamente tutelado, uma vez que o crime deve ser visto como de perigo abstrato.

<sup>58</sup> Significa uma proteção do conjunto numericamente indeterminado de todos os investidores atuais e futuros, englobando toda a oferta e demanda. O sujeito deve ser visto como integrado à comunidade, o que permite o bem jurídico abarcar bens que surgem e cobram importância com o contrato social (ALONSO, 2010, p. 158).

considerada, para parte da doutrina, como bem jurídico. A ideia é de que o bom funcionamento do mercado e a confiança do público nos mesmos mercados são condição essencial para o crescimento econômico e prosperidade, visto que as situações de abuso na utilização das informações não divulgadas no mercado afetam a integridade do mercado de capitais, bem como a confiança do público (ALONSO, 2010, p. 143). Alonso ainda ressalta que a desigualdade entre os investidores é fator intrínseco ao mercado, sendo necessário analisar a confiança dos investidores sob uma perspectiva de igualdade de oportunidades entre os investidores, que juntamente com o correto funcionamento do mercado são capazes de proporcionar a confiança pretendida (ALONSO, 2010, p. 144).

A Diretiva 2003/6/CE<sup>59</sup>, apontou a confiança como um dos valores a serem tutelados, evidenciando uma grande preocupação com a proteção da integridade do mercado e com a confiança dos investidores:

(12) O abuso de mercado abrange o abuso de informação privilegiada e a manipulação de mercado. O objectivo da legislação contra o abuso de informação privilegiada é o mesmo da legislação contra a manipulação de mercado: garantir a integridade dos mercados financeiros comunitários e promover a confiança dos investidores nos mesmos. Por conseguinte, é aconselhável adoptar regras conjuntas para combater tanto o abuso de informação privilegiada como a manipulação de mercado. Uma directiva única garantirá o mesmo enquadramento em toda a Comunidade para a atribuição de responsabilidades, aplicação da legislação e cooperação

A Diretiva também demonstra, que o abuso de informação privilegiada e a manipulação de mercado, impedem a transparência plena e adequada do mercado, o que é fundamental para às operações de todos os agentes econômicos envolvidos no mercado financeiro integrado, nos termos do item 15 da Diretiva.

O bom funcionamento dos mercados de valores mobiliários e a confiança do público nos mesmos mercados são uma condição essencial do crescimento econômico e da prosperidade. As situações de abuso de mercado prejudicam a integridade dos mercados financeiros e a confiança do público nos valores mobiliários e nos instrumentos de proteção (PARLAMENTO EUROPEO, 2003, p. 1).

A conduta do *insider* coloca em risco a confiança no mercado de capitais, uma vez que os investidores deixam de crer na igualdade de acesso às informações entre

---

<sup>59</sup> As diretivas do parlamento europeu são atos legislativos auto-executivos da União Europeia por meio do qual passa a exigir aos estados membros um determinado resultado, entretanto, não dita os meios que devem ser utilizados para que o resultado seja atingido.

eles.

Em outra perspectiva, a o bem jurídico tutelado pode ser visto como a igualdade entre os investidores, devendo esta ser vista como uma justa igualdade de oportunidades na participação no Mercado de Capitais (ALONSO, 2010, p. 138). A tutela da igualdade entre os investidores, deve ser ressalvada pelo alcance dessa igualdade, uma vez que dentro do mercado de capitais é praticamente impossível assegurar uma igualdade entre os investidores participantes do mercado.

Heidi Rosa Florêncio Neves (2013, p. 3) entende que:

a tutela penal no crime de *insider trading* não busca proteger direitos individuais negociados no mercado de valores, e sim interesses coletivos, representados pela confiança que toda a sociedade deposita nesse mercado, o que só pode ser alcançado por meio da igualdade de informações.

A igualdade entre os investidores, dado que uma das premissas do mercado de capitais é a sua transparência, deve ser analisada a partir do comportamento dos participantes que devem agir conforme boa-fé objetiva. No caso do *insider trading*, um abuso da situação durante uma ineficiência temporal do mercado, o *insider* deve se abster das negociações, uma vez portador de informação ainda não divulgada no mercado (ALONSO, 2009, p. 103).

As doutrinas majoritárias Alemã e Espanhola apontam o correto funcionamento do mercado como bem jurídico tutelado, na visão de Heidi Neves (2013, p. 2/3) parece equivocado, uma vez que o correto funcionamento do mercado também demonstra uma grande imprecisão, o que trocaria uma imprecisão por outra. Ainda, significaria que o direito penal deveria intervir em qualquer disfunção ocorrida nos setores econômicos, que é de responsabilidade da administração pública.

A tutela do correto funcionamento do mercado de valores mobiliários, segundo Alonso (2010, p. 147) resulta da insuficiência de argumentos que justifiquem tão somente os interesses patrimoniais dos investidores como bem jurídico protegido. Imperiosa a preocupação da Diretiva do Parlamento Europeu, com o correto e adequado funcionamento do mercado de capitais. Entretanto, o correto funcionamento do mercado é sustentado por três pilares: proteção dos investidores, igualdade entre os investidores e a transparência das informações (MONROY ANTÓN apud ALONSO, 2010, p. 148).

Luis Arroyo Zapatero (1995, p. 55), defendendo entendimento similar, considerando como bem jurídico tutelado tanto administrativo quanto penal, o bom funcionamento do mercado de valores mobiliários, se desdobrando no financiamento dos agentes econômicos ou na confiança dos investidores no mercado.

O interesse da sociedade emissora dos valores mobiliários também pode ser tutelado como bem jurídico, e seria justificado pela possibilidade de a reputação da companhia poder ser ferida, quando uma pessoa a ela relacionada utiliza informação privilegiada para obtenção de vantagem indevida. Os defensores dessa teoria apontam haver uma violação ao dever de lealdade do administrador, por utilizar a informação em benefício próprio, abandonando o interesse da sociedade anônima. Para Heidi Neves (2013, p.1) este não deve ser entendido como bem jurídico tutelado pelo tipo penal, uma vez que muitas vezes a conduta praticada pelo *insider* não é capaz de alterar a situação patrimonial da companhia, muito menos uma repercussão negativa à sua imagem.

Carlos Martínez Buján Pérez (apud CASTELLAR, 2008, p. 105) entende que o bem jurídico deve ser visto como um objeto supraindividual difuso, consistente no correto funcionamento do mercado de valores mobiliários, caracterizado pela igualdade de oportunidades entre os investidores.

Não resta nenhuma dúvida de que a proteção ao mercado de capitais e ao patrimônio do investidor devem ser considerados como bens jurídicos tutelados, muito embora seja difícil identificar as pessoas lesadas e a extensão dos danos causados, estes são importantíssimos, visto que são os investidores que financiam o mercado de capitais, e a confiança no mercado aumenta o interesse dos investidores (Alonso, 2010, P. 154).

Da mesma forma, a igualdade entre os investidores encontra-se relacionada com a garantia da livre concorrência, e conseqüentemente com a segurança e a higidez do mercado de capitais, não podendo ser desconsiderada como bem jurídico tutelado. A proteção aos investidores constitui, portanto, conseqüência de uma regulação eficiente, o que está correlacionado com o funcionamento do mercado de capitais.

O delito de *insider trading*, deve ser visto como um crime formal, de perigo abstrato, onde não é necessário uma efetiva lesão ao bem jurídico protegido, bastando a presunção de dano analisada sob a perspectiva da situação de perigo ao bem

jurídico, que deve ser visto como a segurança e integridade do mercado financeiro, bem como, a igualdade, confiança dos investidores e a proteção patrimonial dos investidores.

Com a existência de diversas teorias, o bem jurídico do *insider trading* está longe de ser uníssono, para tanto é pertinente analisar a posição que adotada pela jurisprudência no caso concreto, para assim compreender qual será o bem jurídico protegido no Brasil.

Certo é que a vontade do legislador, ao criar a norma, é de principalmente punir o agente que utiliza a informação ainda não divulgada ao público geral, seja por meio de lesão a igualdade de informações, a confiança dos investidores, a proteção ao correto funcionamento do mercado de capitais, proteção ao patrimônio do investidor. Embora sejam tidos distintos pela doutrina, parecem estar relacionados, visto que a lesão à igualdade dos investidores, conseqüentemente afeta a confiança dos mesmos, que é uma das premissas fundamentais do mercado de capitais, conseqüentemente ocasionaria num possível abandono por parte de muitos investidores frente a um mercado de capitais abalado, em busca de investimentos mais seguros e com regras mais claras aos seus participantes.

### 3.5 SUJEITOS

Analisado o bem jurídico do delito em estudo, deve-se partir para o estudo dos sujeitos ativos e passivos referentes. Sendo o sujeito ativo aquele que pratica a conduta e sujeito passivo aquele lesado pela prática da conduta pelo sujeito ativo.

#### 3.5.1. Sujeito Ativo

Segundo Oliveira (2012, p. 373), o sujeito ativo do delito em análise é aquele obrigado por força de lei ou de contrato obrigado a guardar sigilo das informações obtidas em razão do referido vínculo, como os administradores, conselheiros e diretores, podendo ser incluídas nesta categoria os acionistas, controladores ou

minoritários, prestadores de serviços jurídicos ou contábeis à companhia, bem como agentes públicos ou privados, que atuam no mercado mobiliários.

Conforme o pensamento de Nuno Peixoto Amaral (2006, p. 1064), o *insider* é aquele que independentemente da função que desempenha e possui informação que se considera privilegiada, enquanto não divulgada e que seria capaz de influenciar os preços dos valores mobiliários no mercado, a utiliza, tenta utilizar ou faz com que alguém se aproveite da informação.

Este dever existe para essas pessoas, pois elas tem o dever ético e legal de sigilo quanto à estas informações, sendo-lhes vedada a utilização para obtenção de lucros para si ou para outrem seja pela compra ou pela venda destas, sendo irrelevante a real obtenção da vantagem.

Castellar (2008, p. 120) ao considerar o *insider* trading como crime próprio, salienta que só quem pode cometer são aqueles que a lei atribui o dever de lealdade, quais sejam: administradores, conselheiros e diretores, integrantes de órgãos técnicos e consultivos, os subordinados ou terceiros de confiança dos administradores (*tipees*), os membros do conselho fiscal, os acionistas controladores e minoritários, as pessoas que prestam serviços jurídicos ou contábeis à companhia, os agentes privados que atuam no âmbito do mercado de valores mobiliários, os agentes públicos encarregados da fiscalização do setor, além dos elencados no art. 13 §2º da Instrução Normativa nº 358/02 da CVM, que são os administradores que se afastam da administração da companhia antes da divulgação de oferta pública de negócio ou fato iniciado durante o seu período de gestão, valendo pelo período de seis meses do afastamento.

Deve ser feita a ressalva de que a informação pode ser obtida por um indivíduo externo à relação, onde deverá ser analisada a existência de um nexo de causalidade com as pessoas submetidas ao dever de lealdade. Nesses casos, para Castellar (2008, p. 121) os meios utilizados para obter as informações podem ser lícitos ou ilícitos, o que não classificaria o delito comum, já que “o tipo ostenta a expressão da qual deva manter sigilo, não sendo prevista punição aos casos que se enquadrem no §4º do art. 155 da Lei nº 6.404/76 na esfera penal, devendo a pessoa apenas não utilizar a informação.

Há a possibilidade de enquadramento na modalidade *insider* secundário, que é o



receptor de uma informação, desde que consciente de que está adquirindo uma informação privilegiada, o que o faz concorrer ao tipo penal, pelo exposto no art. 30 do Código Penal, a qualidade de detentor do dever de lealdade é circunstância de caráter pessoal elementar do crime, que se comunica aos demais coautores ou partícipes (CASTELLAR, 2008, p. 122).

Deste modo, o entendimento da maioria da doutrina, conforme analisa Milena Baker (2012, p. 487), é de que o crime deve ser visto como delito próprio, quanto ao uso indevido de informação, uma vez que exige determinada qualidade ou condição pessoal do agente, segundo Bittencourt (2012, p. 275), que inclusive exemplifica essa “condição especial” como uma condição especial jurídica, no caso dos acionistas.

### **3.5.2. Sujeito Passivo**

Oliveira (2012, p. 376) considera como sujeito passivo imediato do crime de *insider trading* o Estado, uma vez que o bem jurídico tutelado é a “confiabilidade do mercado”, mas também os investidores lesados da companhia. O sujeito passivo mediato é a própria companhia, uma vez que ao não cumprir o dever de sigilo, ela perde a credibilidade frente aos seus investidores e aos possíveis investimentos futuros no mercado de valores mobiliários.

No mesmo sentido, Castellar (2008, p. 122) apresenta o entendimento majoritário de que o sujeito passivo do crime deve ser analisado à luz do interesse supraindividual, ou seja, é o interesse coletivo, representado pela sociedade ou pelo Estado, na medida em que o interesse é a regulação do mercado de valores mobiliários e em segundo plano os investidores e a própria companhia. Sendo lesados, os que eventualmente tenham tido um prejuízo patrimonial com a atuação do *insider* ao negociar antes da divulgação da informação.

O próprio Castellar (2008, p. 122) discorda do entendimento majoritário, considerando como sujeito passivo todos os que tenham sofrido prejuízo patrimonial, isto pois o autor entende como bem jurídico o interesse patrimonial dos investidores, tendo como núcleos a tutela de funcionamento do mercado, junto com a confiança dos investidores, e ainda a proteção dos interesses patrimoniais dos investidores.

Diante da grande discussão acerca do bem jurídico tutelado, devem ser considerados como sujeitos passivos do crime de *insider trading* o Estado, que é o primeiro interessado na regulação do mercado de valores mobiliários, e por consequentemente com a sua segurança e confiabilidade. E em segundo plano, mas não menos importante, os investidores, que tem interesses patrimoniais envolvidos, além de terem investido no mercado de capitais acreditando na sua confiança e higidez.

### 3.6 RESPONSABILIDADE CIVIL E ADMINISTRATIVA E IMPORTÂNCIA DA CRIMINALIZAÇÃO

A responsabilidade administrativa fica à cargo da CVM, que é a instituição competente pela regulação, monitoramento e punição no âmbito do mercado de valores mobiliários. A CVM pune os infratores por meio dos seus Processos Administrativos Sancionadores (PAS). A autarquia exerce papel fundamental para aumentar a eficiência da atividade regulatória, principalmente no combate ao uso indevido de informação privilegiada. A adoção pelo Brasil do sistema autorregulatório para determinadas atividades no mercado de valores mobiliários auxilia à CVM no desempenho das funções (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2016, p. 30).

No tocante ao uso indevido de informação privilegiada, a entidade reguladora desempenha papel fundamental na definição dos requisitos de divulgação das informações, definição de procedimentos no tratamento de informações sensíveis, definição de restrições de negociação para determinados atores do mercado, limitação da possibilidade de negociação com base em informação privilegiada e educação dos agentes do mercado (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2016, p. 31).

Nos casos em que forem identificadas condutas ou transações suspeitas, é aberto um processo administrativo para apuração, que poderá ser arquivado ou pode resultar na instauração de um inquérito administrativo. As penas cominadas pela

CVM estão consagradas no art. 11<sup>60</sup> da Lei nº 6.385/76, sendo normalmente impostas: advertência, multa ou inabilitação (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2016, p. 36)

Viviane Muller Prado e Renato Vilela (2015, p. 158) realizaram estudo relacionado à atividade punitiva da CVM com relação ao *insider trading*, onde analisaram, no período de 2002 à 2014, setecentos e dezessete processos administrativos sancionadores, em rito ordinário, sendo que desses quarenta envolviam o ilícito do *insider trading*, ou seja, apenas 5%.

Importante observar dentre os casos analisados os sujeitos que praticaram as condutas, para isso dividiram em três categorias: a primeira dos internos, que são os que possuem vínculo direto e permanente com a companhia emissora dos papéis negociados com a utilização da informação privilegiada; a segunda categoria é a dos externos, considerados os profissionais e instituições sem vínculo direto com a companhia emissora e que prestam serviços relacionados as operações ou negócios que geram informações privilegiadas; e a terceira categoria é formada pelos agentes de mercado que de alguma forma obtém as informações e as utilizam. A pesquisa demonstra que dos 187 indiciados, que geraram os 40 PAS, 56 eram agentes internos, 12 agentes externos e 119 agentes do mercado (PRADO; VILELA, 2015, p. 162/163).

Dos 187 indiciados, 51 foram punidos e 136 absolvidos, o que não demonstra uma negligência da agência reguladora quando a punição do ato ilícito, mas sim que a agência não possui os meios necessários para a devida investigação dos fatos, o

---

<sup>60</sup> Art . 11. A Comissão de Valores Mobiliários poderá impor aos infratores das normas desta Lei, da lei de sociedades por ações, das suas resoluções, bem como de outras normas legais cujo cumprimento lhe incumba fiscalizar, as seguintes penalidades:

I - advertência;

II - multa;

III - suspensão do exercício do cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários;

IV - inabilitação temporária, até o máximo de vinte anos, para o exercício dos cargos referidos no inciso anterior;

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

VI - cassação de autorização ou registro, 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.

que culmina no alto número de absolvições (PRADO; VILELA, 2015, p. 165).

É perceptível que o grande número de absolvidos demonstra o fraco poder da CVM para elucidar os fatos, e poder efetivamente punir os supostos acusados, uma vez que não tem poderes ou capacidade para apurar a culpa nos casos concretos. É necessária a criminalização, para que os infratores possam ser efetivamente punidos, uma vez que o judiciário possui os meios eficazes para apurar a culpa.

No mesmo sentido Avolio (2006, p. 459) demonstra que a regulação administrativa exercida no Brasil, encontra-se mais afeita às questões econômicas e geralmente aplica sanções de forma mais ágil e eficaz, entretanto não dispõe dos meios de prova eficazes, que só podem ser determinadas pelo Poder Judiciário, no curso da investigação policial ou de processo penal.

A pesquisa (PRADO; VILELA, 2015, p. 174) não consegue demonstrar se a regulação da instituição é suficiente para coibir a prática do ato ilícito pela via administrativa, mas permite ao pesquisador algumas conclusões interessantes: o uso de informação privilegiada de modo ilícito aparece na atividade punitiva da CVM; os principais agentes punidos são administradores das companhias emissores. As informações privilegiadas, geralmente, são utilizadas no âmbito de alteração da estrutura de capital da companhia; e o critério para definir a multa, geralmente representa duas ou três vezes o ganho obtido ou perda evitada.

No tocante a responsabilidade civil, aquelas pessoas que se sentirem prejudicadas pelo uso indevido de informação privilegiada por terceiro, poderão pleitear a compensação (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2016, p. 39/40). A Lei nº 6.404/76, prevê que nos §1º e 2º do art. 155 que o *insider trading* é um ato ilícito, no momento em que se negocia valores mobiliários de emissão da companhia, para si ou para outrem, com base em informação relevante. Com base nessa lei, se tem a ideia de que os administradores e seus equiparados tem o dever de guardar sigilo sobre as informações relevantes, devem obedecer a proibição de não negociar com base nessas informações visando a obtenção de vantagem e de zelar para que os subordinados e terceiros de sua confiança guardem sigilo quanto às informações e não as utilizem para comprar ou vender valores mobiliários (PARENTE, 1978, p. 6/7).

A infração em qualquer uma das modalidades citadas no parágrafo interior gera um

direito de receber indenização, em perdas e danos, pagas pelo infrator, ao que foi lesado. No *insider trading*, os administradores, conselheiros, diretores, membros de órgãos estatutários com funções técnicas e consultivas de conselheiros fiscais respondem pelos atos próprios ou por atos das pessoas a quem tenham transmitido a mensagem, por força do art. 155 §4º (PARENTE, 1978, p. 7).

A ideia dos dispositivos é consagrar a ideia que se o investidor for prejudicado por alguma conduta de *insider trading*, ele terá direito à indenização em perdas e danos, impondo ao administrador o dever de evitar que essa utilização indevida de informações ainda não divulgadas ocorra. Os dispositivos também são fundamentais por não deixarem dúvidas ao investidor quanto a quem procurar no caso de ser prejudicado, uma vez penalizado, o administrador poderá cobrar de quem efetivamente prejudicou ao investidor, sendo importante salientar que o administrador sempre será o responsabilizado pelo investidor.

Com relação ao Código Civil, faz nascer ao prejudicado o direito de anular o negócio jurídico, nos termos dos arts. 145 a 147, ou, ainda, pleitear a reparação por perdas e danos, conforme o art. 186 do Código Civil. A grande diferença é que nesse caso, a ação para reparação dos danos deve ser feita contra quem efetivamente causou o dano, motivo que a maioria das ações visando a reparação são lastreadas na Lei nº 6.404/76, e não no código civil, pela facilidade de identificar algum responsável (PARENTE, 1978, p. 8).

Deste modo, a criminalização do *insider trading* demonstra um considerável avanço quanto a possibilidade de facilitação da sua prova, já que o judiciário dispõe de meios mais efetivos do que a agência reguladora. De modo a aumentar o papel relevante da ética empresarial, cultuando nas políticas corporativas a responsabilidade dos profissionais pela estrita observância dos deveres, principalmente no tocante às informações classificadas como públicas, de modo a efetivar ainda mais a proteção à segurança do mercado, interesse do Estado e dos investidores (AVOLIO, 2006, p. 459/460).

Uma das mais importantes observações a ser feita neste tópico consiste na independência das sanções, ou seja, as sanções administrativa, civil e criminal não tem dependência, possibilitando que o indivíduo responda às três, de forma cumulativa (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2016, p. 41). É consagrado o entendimento de que há uma independência e autonomia das instancias judicial

(civil e penal) e administrativa, decorrente da tripartição dos poderes do Estado, que permite a imposição da sanção administrativa antes mesmo do julgamento no âmbito civil ou penal, o que parece adequado, principalmente pensando na integração dos mercados de capitais no mundo globalizado, onde um ilícito pode ofender ordens jurídicas distintas (MACIEL; MARTIN, 2014, p. 17).

Há, portanto, a possibilidade de ações cível, penal e processo administrativo sancionador tramitarem simultaneamente, mesmo se fundados em um mesmo ilícito, que no caso, é o abuso de informação privilegiada. Embora independentes, pode haver uma relação da sentença penal gerando efeitos em âmbito cível e administrativo, nos termos dos arts. 63 a 65 do Código Penal, de modo que a sentença penal absolutória produz efeitos no sentido de reconhecer a inexistência material do fato ou a negativa da autoria. Já a sentença penal condenatória transitada em julgado produz efeitos na seara cível, permitindo que o ofendido execute a sentença penal para obter reparação de danos sem necessidade de fase de conhecimento em ação cível (MACIEL; MARTIN, 2014, p. 17).

Na esfera administrativa, a ausência de precisão de dispositivos legais, como ampla defesa, contraditório e princípio da inocência, é inviável a extensão dos efeitos da coisa julgada penal condenatória ao PAS. Imperioso observar que as decisões cíveis ou administrativa não causam efeitos no processo penal, nem a decisão cível causa efeitos na decisão administrativa ou penal, uma vez que a análise é feita em bases distintas, tendo diversos bens protegidos (MACIEL; MARTIN, 2014, p. 18).

O entendimento que deve prosperar, portanto, é que o ato ilícito cometido pelo *insider* está submetido às três instâncias. Podendo ser punido administrativamente pela CVM, que é a responsável pela regulação e fiscalização do mercado de capitais; civilmente pela justiça comum, em reparatória e indenizatória movida pelos lesados; e penalmente pela justiça criminal, vez que a partir da Lei nº 10.303/01 a conduta foi criminalizada.

## 4 PRIMEIRA CONDENAÇÃO JUDICIAL NO BRASIL

Analisados os aspectos fundamentais para a compreensão do ambiente em que se insere a conduta do delito, que são as sociedades anônimas, bem como o próprio tipo penal, previsto na Lei nº 6.385/76, sua evolução histórica e as características mais importantes é hora de analisar a primeira condenação judicial ocorrida no Brasil, confirmada pelo STJ no ano de 2016, no Resp. de nº 1.569.171/SP, derivada do processo registrado sob o nº 0005123-26.2009.403.8161.

Muito embora a primeira criminalização tenha ocorrido em 2001, a primeira denúncia pela prática só foi oferecida em 2009 pelo Ministério Público Federal de São Paulo, o que pode ter sido motivado por conta do acordo firmado em 2008 entre a CVM e o MPF para troca de informações<sup>61</sup> (PRADO, V., *et al*, 2016, p. 70).

### 4.1 RESUMO DO CASO

O primeiro passo para a perfeita compreensão do caso é o entendimento sobre os principais pontos que o cercam. O presente tópico analisará as linhas gerais do processo, com o objetivo de detalhar os principais aspectos discutidos no caso.

O processo teve início a partir de uma denúncia oferecida pelo Ministério Público Federal, após receber da CVM a cópia dos autos do Processo Administrativo Sancionador, que julgou os acusados em âmbito administrativo. A ação foi distribuída na 6ª Vara Federal Especializada em Crimes Contra o Sistema Financeiro Nacional e Lavagem de Valores, em São Paulo, sob o número 0005123-26.2009.403.8161, a competência da justiça federal foi um dos primeiros aspectos discutidos no caso, vez que foi a primeira denúncia por *insider trading* em âmbito judicial (AGU, 2009, p. 1). Foram acusados Luiz Gonzaga Murat Filho, ocupante do cargo de Diretor de Finanças e Relações com Investidores da Sadia S.A., Romano Ancelmo Fontana Filho, membro do Conselho de Administração da Sadia S.A, e Alexandre Ponzio de Azevedo, Superintendente Executivo de empréstimos

---

<sup>61</sup> Após a realização do acordo de cooperação, o foro criminal já foi acessado por três vezes

estruturados e gestão de portfólio do banco ABN AMRO REAL S.A. (BRASIL, JF/SP, 2009, p. 1137/1139)<sup>62</sup>.

É evidente, portanto, que os três acusados estabeleciam relações profissionais para com a empresa Sadia S.A., submetidos aos deveres de diligência, lealdade, de informar e de garantir que os interesses da companhia estejam sempre a frente dos seus próprios interesses, nos termos da Lei 6.404/76.

A acusação lastreia-se nas condutas praticadas pelos três acusados, que teriam utilizado informação relevante, que tiveram acesso por consequência da profissão, utilizando-a para negociar valores mobiliários relacionados com a informação relevante ainda não divulgada no mercado, da qual deveriam manter sigilo ou se absterem de negociar com valores mobiliários à ela relacionados, nos termos do art. 155 §1º e §4º da Lei nº 6.404/76.

A informação relevante ainda não divulgada no mercado que os acusados tiveram acesso foi o projeto de Oferta Pública de Aquisição<sup>63</sup>, através da qual a Sadia S.A. pretendia tomar o controle da concorrente Perdigão S.A., onde a empresa já se organizava juntamente com a instituição financeira necessária para tal oferta, sendo sempre mantida em sigilo, por força do artigo 260 da Lei 6.404/76, e ainda, pelo interesse da companhia, já que a divulgação antecipada certamente interferiria nos preços das ações da Perdigão S.A., o que consequentemente afetaria a OPA, que como já visto é um mecanismo específico para qualquer negociação com o controlador da companhia, que mesmo contra sua vontade pode perder o controle da companhia. (BRASIL, JF/SP, 2009, p. 1139).

A Oferta Pública de Aquisição em comento, só pode ser exercida nas companhias abertas, conforme explicado no tópico 2.3. No caso em análise, as duas empresas são sociedades anônimas abertas, visto que negociam os seus valores mobiliários em Bolsas de Valores, inclusive na Bolsa de Valores de Nova Iorque, onde ocorreu a negociação dos acusados com as ações da Perdigão S.A., por meio das ADR's, vide tópico 2.2.4, que permitem a negociação de valores mobiliários por companhias de

---

<sup>62</sup> A numeração das páginas foi adotada conforme o processo eletrônico, disponível no site do Superior Tribunal de Justiça. Sendo importante a ressalva uma vez que a numeração da versão eletrônica não corresponde a versão física do processo.

<sup>63</sup> A oferta pública de aquisição, já estudada no tópico 2.3, necessita da presença de instituição financeira para garantir o cumprimento da oferta, por isso o Banco ABN Amro é tão importante, uma vez que assegura a segurança ao mercado de capitais.



um país em mercado de capitais estrangeiro.

Por conta da informação relevante, obtida<sup>64</sup> em razão das funções do exercício profissional, os acusados negociaram ADR's antes da divulgação da informação ao público geral, na bolsa de valores de Nova Iorque, tendo Luiz Gonzaga negociado duas vezes, Romano Ancelmo negociado quatro vezes e Alexandre Ponzio negociado uma única vez. BRASIL, JF/SP, 2009, p. 1137).

Importante salientar que a Oferta Pública de Aquisição de Ações tinha como objetivo a compra de ações diretamente dos investidores, sem passar pelos órgãos deliberativos da companhia emissora das ações objeto da oferta. A Oferta Pública da Sadia S.A. para aquisição da totalidade das ações da Perdigão S.A., foi publicada no dia 16 de julho de 2006, a um preço 21,22% superior à cotação das ações no fechamento do pregão no dia 14 de julho de 2006, sendo que o edital só foi publicado no dia 17 de julho de 2006.

Deste modo, apenas a partir da publicação da OPA seria possível que os três acusados negociassem os valores mobiliários das companhias, sem atuar em desigualdade com os outros investidores, de modo a manter a segurança do mercado.

A oferta foi revogada, no dia 21 de julho de 2006, após reunião do conselho, tendo em vista que os acionistas da Perdigão continuavam recusando a venda, mesmo com o aumento dos preços.

As negociações realizadas por Luiz Murat foram feitas em nome da empresa offshore<sup>65</sup> BRACKHILL INVESTMENTS Inc., registrada nas Ilhas Virgens Britânicas, por intermédio da corretora Merryl Lynch, através da qual adquiriu ações da Perdigão S.A. no valor unitário de U\$69,20, totalizando um valor de U\$352.907,00, equivalentes a 5.100 ADR's na primeira compra, no dia 07 de abril de 2006 e

---

<sup>64</sup> O entendimento adotado no caso é que a informação relevante foi obtida pelos acusados no dia da Reunião realizada com o presidente e vice da instituição financeira, no dia 07 de abril de 2006, oportunidade em que estudada a viabilidade da proposta. Como a reunião foi tratada como sigilosa por todos os participantes da reunião, que inclusive se comprometeram com o dever de sigilo, não deve ser considerado outro momento a partir do qual a informação se tornou relevante, se não o da reunião.

<sup>65</sup> São pessoas jurídicas denominadas assim por serem autorizadas por determinados países a constituírem suas sedes dentro dos seus territórios, estando limitadas a só operarem, via de regra, adquirindo patrimônio fora do país onde estão sediadas, apesar de se submeterem ao regime jurídico e as leis do país em que está sua sede (MONEDA, 2014, p. 1). Já Passos (2011, p. 180) entende como centros bancários extraterritoriais não submetidos ao controle das autoridades administrativas de nenhum país, sendo isentos de controle.

U\$586.801,00, equivalentes a 30.600 ADR's na segunda compra, datada de 29 de junho de 2006 (BRASIL, JF/SP, 2009, p. 1138).

Romano Ancelmo adquiriu em 05 de julho de 2006, em nome próprio, a partir da conta mantida na corretora do HSBC Republic Bank Suisse, dez mil ADR's, representativos de ações de emissão da Perdigão S.A. na Bolsa de Valores de Nova Iorque (NYSE), totalizando U\$193.000,00. A segunda negociação foi feita no dia 07 de julho de 2006, onde foram adquiridas mais cinco mil ADR's, totalizando U\$95.000,00. A terceira negociação foi realizada no dia 12 de julho de 2006, onde foram adquiridos mais três mil ADR's de emissão da Perdigão S.A., totalizando U\$56.100,90. A última negociação realizada pelo acusado ocorreu no dia 21 de julho de 2006, onde foram vendidos os dezoito mil ADR's adquiridos anteriormente totalizando U\$438.215,40, o que representou um lucro de U\$139.114,50 (BRASIL, JF/SP, 2009, p. 1138/1139).

Importante esclarecer que o acusado Luiz Murat só foi acusado pelas compras das ADR's, visto que ao vendê-las a informação sobre a oferta pública já tinha sido divulgada no mercado, diferentemente do acusado Romano Ancelmo, que efetuou a venda antes da informação se tornar pública, o que pode ser comprovado pela diferença nos preços de vendas, U\$26,84 para Romano Ancelmo e U\$23,00 para Luiz Murat.

O terceiro acusado, Alexandre Ponzio, adquiriu no dia 20 de junho de 2006, em nome próprio catorze mil ADR's representativos de ações da Perdigão S.A., na Bolsa de Valores de Nova Iorque, por intermédio da corretora estadunidense Charles Schwab & Co., num montante de U\$269.919,95 (BRASIL, JF, 2009, p. 1139).

Deste modo, a conduta dos acusados permitiu o enquadramento no delito previsto no art. 27-D da Lei nº 6.385/76, ou seja, *insider trading*, abordado no segundo capítulo do presente trabalho. Resta esclarecer que no bojo da ação penal há a atuação da CVM como assistente de acusação nos termos do art. 26 da Lei nº 7.492/86<sup>66</sup> (BRASIL, JF/SP, 2009, p. 1140).

O acusado Alexandre Ponzio de Azevedo foi agraciado com a proposta do Parquet

---

<sup>66</sup> O art. 26 da Lei n. 7.492-1986 prevê que será admitida a assistência da Comissão de Valores Mobiliários, sempre que o crime tiver sido praticado no âmbito de atividade sujeita à disciplina e a fiscalização dessa Autarquia.

federal da suspensão condicional do processo<sup>67</sup>, pelo período de 3 (três) anos, além do cumprimento de duas condições: o comparecimento pessoal e obrigatório a juízo, uma vez a cada dois meses para informar e justificar suas atividades e a prestação de serviços à comunidade pelo período de seis meses, quatro horas por semana, perante uma entidade de natureza filantrópica vinculada ao Juízo Federal. (BRASIL, JF, 2009, p. 265/266). A aceitação do acusado da suspensão condicional do processo proposta pelo MPF ocasionou o desmembramento do feito em relação a Alexandre (BRASIL, JF/SP, 2009, p. 1139/1140).

Foi demonstrado, durante o processo que os acusados responderam processos administrativos no Brasil, perante a CVM, sendo impostas sanções, bem como responderam administrativamente nos Estados Unidos, onde realizaram acordo com a SEC. Em ambos a sanção tinha como objetivo afastar os *insiders* das funções de administrador ou diretor de sociedades anônimas, ou seja, é demonstrada uma grande preocupação com a segurança do mercado, afastando os que podem afetá-lo, tornando-o desigual, além da devolução de valores obtidos indevidamente e multa.

Em meio a fundamentação, o Magistrado de primeiro grau realizou uma breve síntese da evolução histórica do *insider trading*, salientando os deveres presentes no art. 157 §4º da Lei nº 6.404/76, ou dever de ampla informação e o art. 155 §1º da Lei nº 6.404/76, que no entendimento do magistrado tratou pela primeira vez expressamente do instituto, estabelecendo deveres ao administrador, como o de não utilizar informação ainda não divulgada no mercado de capitais, o que apenas permitiria ao investidor lesado haver uma indenização por perdas e danos do infrator. A criminalização adveio com a Lei nº 10.303/01, seguindo uma tendência mundial de criminalização dessa prática, e somando às regras já existentes de responsabilização civil e administrativa (BRASIL, JF/SP 2009, p. 1160).

A ausência de bem jurídico tutelado pelo delito em estudo, conforme alegado pelas defesas, foi outro ponto controvertido apreciado no caso. Devido a relevância da

---

<sup>67</sup> A suspensão condicional do processo, prevista no art. 89 da Lei nº 9099/95, é cabível nos delitos em que a pena mínima cominada for igual ou inferior a um ano, cabendo ao Ministério Público propor a suspensão, no prazo de 2 a 4 anos, se o acusado preencher os requisitos do art. 77 do Código Penal. O acusado deve aceitar a proposta, caso contrário o processo seguirá. O efeito da suspensão condicional do processo é a paralisação dos efeitos do processo, sem que haja uma sentença condenatória. Durante o período de suspensão o réu fica sujeito a cumprimento de certas obrigações estabelecidas pelo Juiz. Se cumpridas as obrigações, resta extinta a punibilidade. (LOPES JR., Aury, 2013, p. 980/987)

discussão, esta será estudada em tópico específico, sendo necessário antecipar que o entendimento do magistrado foi de que o objetivo do delito é a proteção da confiança dos investidores na transparência das informações existentes no mercado de capitais (BRASIL, JF/SP, 2009, p. 1161).

No mesmo sentido do estudo do bem jurídico tutelado, foi analisado pelo magistrado a configuração dos elementos do tipo penal no caso concreto, o que torna pertinente outro subtópico, dada a relevância desta primeira aplicação do tipo penal no caso concreto em âmbito judicial.

Os motivos expostos no bojo do processo levaram o magistrado de primeiro grau a entender pela condenação dos réus Luiz Murat e Romano Ancelmo. Ao primeiro foram arbitradas as penas de um ano e nove meses, além da multa no valor de R\$349.711,53, sendo possível a substituição da pena privativa de liberdade por duas restritivas de direitos: prestação de serviços à comunidade e proibição do exercício do cargo de administrador e/ou conselheiro fiscal de companhia aberta pelo prazo de cumprimento da pena (BRASIL, JF/SP, 2009, p. 1197/1203). Ao segundo foi arbitrada pena definitiva em um ano, cinco meses e quinze dias de reclusão, além de multa no valor de R\$374.940,52, sendo concedida a substituição de pena privativa de liberdade em duas restritivas de direitos, que foram as mesmas impostas ao primeiro condenado. (BRASIL, JF/SP, 2009, p. 1204/1218).

Insatisfeitos com a sentença, foram opostos recursos de apelação pelo Ministério Público Federal (BRASIL, TRF, 2009, p. 1220/1239) e pelos acusados Luiz Gonzaga (BRASIL, TRF, 2009, p. 1516/1643) e Romano Ancelmo (BRASIL, TRF, 2009, p. 1413/1512). A assistente da acusação, autarquia CVM, também apelou. (BRASIL, TRF, 2009, p. 1253/1270). Tendo sido apresentadas as contrarrazões normalmente, foi proferido acórdão pela 3ª Turma do Tribunal Regional Federal, sob relatório do Desembargador Luiz Stefanini (BRASIL, TRF, 2009, p. 1622/1767).

O acórdão deu provimento parcial ao recurso de apelação, o que resultou na majoração das penas dos acusados, totalizando dois anos seis meses e 10 dias de reclusão para Luiz Gonzaga e dois anos e um mês para Romano Ancelmo. Além de condenar os réus ao pagamento de danos morais coletivos, conforme aduzido pelo MPF, invocando o art. 387, IV do Código de Processo Penal, enfatizando que o dano moral coletivo está previsto no Código de Defesa do Consumidor e na Lei de Ação

Civil Pública, alegando, ainda a existência da Lei nº 7.913/89<sup>68</sup>, que a prevê nos casos de responsabilidade por danos causados aos investidores no mercado de valores mobiliários. Considerando que é obrigação do Estado tutelar os interesses difusos de pequenos investidores e do correto funcionamento do mercado acionário, com a conduta delitativa que violou os arts. 153 e 155 da Lei nº 6.404/76, foi estabelecido o pagamento a título de danos morais coletivos nos valores de R\$254.335,66 para Luiz Murat e R\$305.036,36 para Romano Ancelmo (BRASIL, TRF, 2009, p. 1757).

Descontentes com a condenação majorada, os acusados interpuseram, com fulcro no art. 105, III da Constituição Federal Recurso Especial, tombado sob o nº 1.569.171 – SP, que teve como relator o Ministro Gurgel de Faria.

O recurso especial foi julgado, sendo que o recurso de Romano Ancelmo foi considerado prejudicado, por conta da prescrição da pretensão punitiva, nos termos do art. 109, V c/c art. 110 §1º, ambos do Código Penal, quanto ao recurso de Luiz Gonzaga, foi dado provimento parcial, através do qual foi afastada da condenação a imposição de valor mínimo para reparação a título de danos morais coletivos, por entender que as condutas foram praticadas no ano de 2006, antes da entrada em vigor da Lei nº 11.719/08, que deu nova redação ao art. 387, IV do Código de Processo Penal, não podendo ser aplicada por conta do princípio constitucional que veda a retroatividade da lei penal *in pejus*<sup>69</sup>.

## 4.2 COMPETÊNCIA DA JUSTIÇA FEDERAL

Uma das discussões mais interessantes na ação e condenação judicial por *insider trading*, foi quanto a competência da Justiça Federal, uma vez que foram opostos por todos os acusados exceções de incompetência, sendo todas rejeitadas pelo juízo de primeiro grau, conforme os autos de nº 0005123-29.2009.403.6181 em suas folhas 269/272, 274/279 e 281/284. A ação foi distribuída na 6ª Vara Federal Criminal Especializada em crimes contra o Sistema Financeiro Nacional e em

---

<sup>68</sup> Lei que instituiu a ação civil pública, de 07 de dezembro e 1989.

<sup>69</sup> Bitencourt (2012, p. 55) ressalta que só é permitida no direito penal a retroatividade da lei penal mais benigna ao réu, ou seja, a lei nova que formais favorável sempre retroage, não sendo favorável, não poderá retroagir.

Lavagem de Valores, do Tribunal Regional Federal da 3ª Região. As três exceções de incompetência passaram por alguns argumentos, dentre os quais alguns merecem destaque.

Primeiro deve ser analisado o argumento utilizado pela exceção de incompetência de Luiz Gonzaga, foi no sentido de sinalizar que as operações relativas a ADR's, que são títulos negociados no mercado de valores norte-americano, não poderiam ser processados pelo judiciário brasileiro, uma vez que haveria um conflito de jurisdição, dado que os fatos já teriam sido objeto de procedimento da autoridade estadunidense competente pela regulamentação do mercado, a *Securities and Exchange Commission*, sendo elaborado um *consent decree*<sup>70</sup>, que determinou pagamento de sanções pecuniárias, bem como a inabilitação para atuar no mercado de valores norte-americano, entendendo-se pela desnecessidade de ação penal (BRASIL, JF/SP, 2009, p. 281).

Na mesma linha, acrescentou que já foi instaurado procedimento administrativo no Brasil, perante a Comissão de Valores Mobiliários, acerca desses fatos, o que configuraria um *bis in idem*<sup>71</sup>, pois o acusado seria punido mais de uma vez pelo mesmo crime, devendo prevalecer a jurisdição da justiça norte-americana. Ainda acrescentou que mesmo que as ordens de compra tivessem sido emitidas de São Paulo, por telefone, a negociação se operou em Nova Iorque (EUA), tendo as operações recaído sobre títulos, negociados, exclusivamente, no mercado de valores mobiliários norte-americano, sendo este país o único competente para julgar, visto que as condutas não violaram bens jurídicos protegidos no Brasil, tendo somente violado a desigualdade entre os investidores que atuam no mercado norte-americano (BRASIL, JF/SP, 2009, p. 281).

Pela defesa de Romano Ancelmo, nas folhas 269/272 dos autos do processo de nº 0005123-26.2009.403.6181, foi alegado que o crime previsto no art. 27-D da Lei nº 6.385/76 não guarda relação com os delitos tipificados nas leis nº 7.492/86 e 6.585/76, logo não deveria prevalecer a competência do juízo especializado. Este foi o mesmo argumento utilizado pela defesa de Alexandre Ponzio na exceção de

---

<sup>70</sup> *Consent and decree* é a denominação dada nos Estados Unidos aos acordos realizados no âmbito administrativo entre a SEC e algum agente.

<sup>71</sup> *Bis in idem* segundo Nucci (2017, p. 56) significa processar alguém duas vezes em razão de um mesmo fato, ou seja, significa uma dupla punição. No direito processual penal brasileiro vige a ideia do *ne bis in idem*, que significa a vedação ao duplo processo pelo mesmo fato, o que seria nitidamente lesivo à dignidade da pessoa humana ser punida duas vezes pelo mesmo fato.

incompetência, entretanto, ele complementa que a redistribuição deveria ser realizada para alguma das varas da justiça estadual, pelo delito em tela não estar submetido a jurisdição da justiça federal (BRASIL, JF/SP, 2009, p. 274).

Ao analisar as exceções de incompetência, o magistrado decidiu por não acolher as exceções.

De início utilizou como fundamento que o direito penal brasileiro adota, quanto ao lugar do crime, a teoria da ubiquidade, conforme art. 6º do Código Penal<sup>72</sup>, bastando que um único ato executório ocorra no território nacional, ou que o resultado seja no país abrangido pela jurisdição brasileira, para que esta tenha competência (BRASIL, JF/SP, 2009, p. 282).

Ao analisar o argumento no tocante ao bem jurídico tutelado pelo tipo penal previsto na Lei nº 6.385/76, demonstrando que a criminalização da conduta é relativamente recente e não há jurisprudência formada sobre o assunto. Entretanto, entendeu que o delito abala a credibilidade, estabilidade e eficiência do mercado de capitais e tem como objetivo fazer nascer o interesse das pessoas em investir a sua poupança em companhias, que necessitam de tais recursos para o seu desenvolvimento. Tendo a premissa de que a percepção de lucros é o que movimenta o mercado de capitais, a negociação de valores mobiliários deve ocorrer em regime de uniformidade de informações. Se as negociações se basearem em informação privilegiada, não disponível a todos, haveria uma ofensa ao mercado de capitais, sendo o comportamento desleal do uso de informação privilegiada passível de lesar os demais investidores, e o próprio mercado, que tem a confiança como característica (BRASIL, JF/SP, 2009, p. 283).

Além disso demonstra que os certificados de depósitos, são considerados valores mobiliários, conforme o art. 2º, III da Lei nº 6.385/76, assim seria possível que a negociação desses títulos afete bem jurídico protegido no Brasil, já que segundo a CVM os preços dos ADR's e das ações mantidas no Brasil são correlacionados, demonstrando a influencia da bolsa de Valores de Nova Iorque na brasileira (BRASIL, JF/SP, 2009, p. 283).

Não deve ser alegado a ocorrência de bis in idem entre a ação penal brasileira, com

---

<sup>72</sup> Art. 6º - Considera-se praticado o crime no lugar em que ocorreu a ação ou omissão, no todo ou em parte, bem como onde se produziu ou deveria produzir-se o resultado.

o acordo realizado nos Estados Unidos, uma vez que não é evidente o efeito dos acordos de transação, não existindo nenhuma vedação que impossibilite à duplicidade de julgamento pelo mesmo dato, apesar de ser observada uma eventual condenação, conforme o art. 8º do Código Penal<sup>73</sup>.

No tocante à Lei nº 6.385/76, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários, cria a CVM e objetiva a proteção do mercado de capitais, não há expressa menção sobre a competência da Justiça Federal para julgar os delitos, ao contrário do que ocorre nos previstos na Lei nº 7.492/86. O magistrado utilizou o art. 109, IV da Constituição Federal<sup>74</sup> para demonstrar que os juízes federais tem competência para julgar os crimes políticos e as infrações penais em detrimento de bens, serviços ou interesse da União, suas entidades autárquicas e empresas públicas. E em seguida, no mesmo artigo, o seu inciso VI prevê que os juízes federais são competentes para processar e julgar crimes contra organização do trabalho e, nos casos determinados por lei, crimes contra o sistema financeiro nacional (BRASIL, JF/SP, 2009, p.274/275).

Primeiro foi enfrentada a questão de se os crimes cometidos contra o sistema financeiro nacional são sempre de competência da justiça federal, ou apenas quando estiver expresso na lei. O entendimento aplicado ao caso foi de que a competência seria sempre da Justiça Federal, quando houver interesse da União envolvido, entendendo que o dispositivo constitucional, inciso VI do art. 109, não esgota a disciplina em relação a competência da JF relativo aos crimes contra o sistema financeiro nacional e a ordem econômico-financeira, na verdade há uma ampliação da competência, fazendo com que a competência ordinária subtraia da justiça estadual para julgar tais causas<sup>75</sup> (BRASIL, JF/SP, 2009, p 275/276).

Ou seja, há um entendimento que o inciso VI não restringe o IV, mas sim o amplia, dando a Justiça Federal a competência para processar e julgar crimes que a princípio caberia a justiça estadual, mas somente nos casos em que afete bem ou interesse da União, como no caso dos crimes contra o sistema financeiro nacional e

---

<sup>73</sup> Art. 8º - A pena cumprida no estrangeiro atenua a pena imposta no Brasil pelo mesmo crime, quando diversas, ou nela é computada, quando idênticas.

<sup>74</sup> Art. 109. Aos juízes federais compete processar e julgar:

IV - os crimes políticos e as infrações penais praticadas em detrimento de bens, serviços ou interesse da União ou de suas entidades autárquicas ou empresas públicas, excluídas as contravenções e ressalvada a competência da Justiça Militar e da Justiça Eleitoral;

<sup>75</sup> Conforme voto do relator Ministro Sepúlveda Pertence no Recurso Extraordinário nº 502.915-8.



contra ordem econômico-financeira.

Nada adiantaria tamanha discussão sobre competência se o crime em tela não fosse contra o sistema financeiro nacional<sup>76</sup>. O magistrado salienta que o crime praticado atinge diretamente o mercado de capitais, que sem dúvidas é integrante no Sistema Financeiro Nacional e, conseqüentemente, afeta interesse direto e frontal da União, já que além de afetar os demais investidores, afeta o mercado de capitais aniquilando a confiança e a lisura de suas atividades (BRASIL, JF/SP, 2009, p. 277).

No mesmo sentido, demonstra que o Provimento nº 238 de 27 de agosto de 2004, do Conselho da Justiça Federal da 3ª Região, determinou que a competência para julgar crimes contra o Sistema Financeiro Nacional, no âmbito de São Paulo, é somente da 2ª e 6ª Varas Federais Criminais da Subseção Judiciária de São Paulo. Embora não tenha referencia expressa quanto aos crimes da Lei nº 6.385/76, não há interferência de serem julgados pela Justiça Federal os crimes contra o Sistema Financeiro Nacional (BRASIL, JF/SP, 2009, p. 271).

Sendo assim, considerou competente a Justiça Federal, especificamente Vara Especializada em Crimes contra o Sistema Financeiro Nacional e em “lavagem” de dinheiro, para julgar o delito previsto no art. 27-D da Lei nº 6.385/76.

A decisão proferida, aos olhos da legislação em vigor parece correta, uma vez que o Sistema Financeiro Nacional, protegido pela Lei nº 7.492/86, consiste, no conjunto de instituições monetárias, bancárias e sociedades por ações., além do mercado financeiro, que engloba o mercado de capitais e de valores mobiliários (PRADO, L., 2014, p. 146), o que não deixa dúvida que o mercado de capitais é integrante do mercado financeiro, o que torna a justiça federal competente para tal julgamento.

#### 4.3 BEM JURÍDICO TUTELADO

A definição do bem jurídico, com já demonstrado no tópico 3.4, é bastante controversa, principalmente na ausência de jurisprudência para a consolidação. Com

---

<sup>76</sup> Quanto ao tema, o magistrado apresentou decisão do Superior Tribunal de Justiça que reconheceu a competência da Justiça Federal para o crime previsto no art. 27-C da Lei 6.385/76, sendo as razões idênticas as aplicadas para o delito previsto no art. 27-D da mesma lei (CC 82961/SP, Rel. Ministro Arnaldo Esteves Lima, Terceira seção, julgado em 27/05/2009, DJe 22/06/2009).

a primeira condenação por *insider trading* no Brasil, há uma esperança de que se pacifique o bem jurídico tutelado entre a doutrina e a jurisprudência.

A primeira defesa, de Luiz Murat, sustentou que os possíveis bem jurídicos tutelados pela conduta seriam o interesse dos investidores, dano ao interesse da empresa, igualdade de oportunidades no mercado, confiança dos investidores, correto funcionamento do mercado ou vulneração à justiça informativa. Sustentando que nenhum dos bens jurídicos existentes no Brasil teria sido violado. Complementando que se houve alguma violação, esta se operou no mercado de valores norte-americano ou aos investidores atuantes em tal mercado. Considera, para tanto, como bem jurídico a igualdade entre os investidores, o que implica na transparência informativa das quotizações, afetando, tão somente, os players atuantes no mercado de valores norte-americano, visto que as operações foram de títulos negociados naquele país.

A segunda defesa, de Romano Ancelmo, deixou evidente que as operações foram realizadas no exterior, devendo estar sujeitas ao controle dos órgãos daquele país. A ideia é de que a informação relevante não tinha sido divulgada no Brasil, e foi utilizada nos Estados Unidos, não permitindo caracterização de lesão ou risco ao mercado de capitais brasileiro: não foi causado prejuízo aos investidores brasileiros, nem criou condições de desigualdade entre eles, não caracterizando a desconfiança dos investidores no mercado nacional, nem prejudicando correto funcionamento do mercado. E continua alegando que não há afetação ao mercado de capitais brasileiro ou bem protegido pela legislação.

Feita a alegação de que a utilização de informação privilegiada de forma indevida prejudica o interesse patrimonial dos investidores, ferindo a justiça quanto a distribuição do risco do negócio do mercado de valores mobiliários. A defesa demonstra que o risco é inerente ao mercado de valores mobiliários, sendo os valores variáveis em razão da oferta e demanda, o que impediria que a negociação feita nos Estados Unidos afetasse os valores negociados no Brasil. Ou seja, se houve prejuízo patrimonial este foi em relação aos investidores do mercado norte-americano.

Outro argumento defendido tem relação com o *insider trading* defendendo a isonomia dos players do mercado. Mas se isto, no caso ocorreu, foi em relação aos investidores do mercado norte-americano, não havendo que ser levado em conta

para punição no Brasil. No tocante a lesão à confiança dos investidores a defesa é que em nenhum momento os investidores do mercado brasileiro deixaram de confiar nas suas atividades, visto que as operações foram realizadas nos Estados Unidos, não se submetendo à fiscalização de órgãos brasileiros.

A terceira defesa, de Alexandre Ponzio, que apesar da suspensão condicional do processo apresentou defesa o que enriquecerá o debate, visou demonstrar que a conduta perpetrada não violou o bem jurídico tutelado no art. 27-D da Lei nº 6.385/76, uma vez que não foi demonstrado o dano que possa ter causado, já que a negociação única realizada pelo acusado não teria impactado o mercado nacional, demonstrando através dos preços das ações, que após a negociação realizada pelo acusado, os preços não apresentaram uma variação fora do normal, o que permite concluir que não houve impacto no mercado nacional pela transação realizada na Bolsa de Nova Iorque. Deve prevalecer, segundo a defesa, o entendimento de que os negócios realizados não tiveram e não poderiam afetar o mercado de capitais brasileiro, já que não afetam os valores dos títulos negociados no Brasil, bem como não causaram dano a investidor brasileiro. Deste modo, não houve afetação do bem jurídico tutelado pela norma, que subsiste na confiança que deve prevalecer entre os operadores do mercado, ou até o mercado, envolvendo o sistema financeiro nacional como um todo.

Os argumentos aduzidos na defesa, não foram capazes de convencer o magistrado de primeiro grau, que elegeu como regra geral que o bem jurídico protegido pelo tipo é a confiança dos investidores na transparência das informações existentes no mercado de capitais. Devendo ser analisado na medida em que o funcionamento regular do mercado depende da confiança que os investidores depositam nele (BRASIL, JF/SP, 2009, p. 1165).

A proteção desse bem jurídico decorre da necessidade de proteção ao mercado de capitais, uma vez que a liberdade dos investidores para transacionarem da forma que lhes for conveniente é inerente ao mercado, devendo, para isso, estar munido das informações relevantes de maneira tempestiva e simétrica, com relação aos outros investidores. Configurando uma prática atentatória ao mercado e seus investidores, por quebrar a confiança existente. Sendo mais preciso, o entendimento é de que o bem jurídico tutelado é a confiança dos investidores na transparência das informações existentes no mercado de capitais. (BRASIL, JF/SP, 2009, p.

1161/1162).

Ao entender que o *insider trading* abala a credibilidade, a estabilidade e a eficiência do mercado de capitais, isso afastaria o interesse dos investidores no mercado de capitais, o que impediria o desenvolvimento econômico do país. Muito embora as negociações tenha ocorrido na Bolsa de Valores norte-americana, para o magistrado de primeiro grau, continua por afetar a confiança dos investidores brasileiros

(...) o bem jurídico protegido é a confiança que os investidores depositam no mercado de capitais. A prática de negociação de valores mobiliários a partir da utilização de informações privilegiadas obtidas em companhias brasileiras, com ações negociadas na bolsa de valores brasileira, evidentemente afeta o mercado brasileiro

Prevaleceu a ideia de que o investidor brasileiro ao tomar conhecimento das práticas envolvendo companhias brasileiras, a partir de ordens emitidas do território brasileiro, ficariam afastados, desconfiados e menos propensos a investir no mercado de capitais, independentemente do local de onde as negociações tenha ocorrido.

Há uma preocupação do magistrado em demonstrar que o bem jurídico é ofendido com a simples prática maléfica da utilização da informação privilegiada, ocasionando a perda da confiança dos investidores no mercado de capitais (BRASIL, TRF, 2009, p. 29). Demonstrada a diferença do delito previsto no art. 27- C da Lei 6.404/76 para o art. 27-D da mesma lei, onde o segundo não se deve ser confundido com a mera manipulação de preços, visto que o comportamento do *insider* não influi obrigatoriamente no valor dos títulos negociados. Ou seja, não há necessidade de verificação de influencia, mesmo que meramente potencial, sobre os valores mobiliários negociados.

Além do mais, o direito penal brasileiro adota, no art. 6º do Código Penal, a teoria da ubiquidade quanto ao lugar do crime, bastando que um único ato executório atinja o território nacional, ou que o resultado ocorra no país, para que possa ser abrangido pela jurisdição penal brasileira.

Assim, o entendimento judicial consagra-se como a confiança dos investidores no regular funcionamento do mercado de capitais. Conforme ressalta Alonso (2010, p. 142) o bom funcionamento do mercado depende em grande medida da confiança dos investidores, visto que a confiança dos investidores aliada ao bom funcionamento do mercado é condição essencial para o crescimento econômico. As

situações de abuso de mercado prejudicam a integridade do mercado financeiro, a confiança do público nos valores mobiliários e instrumentos derivados.

A desigualdade entre investidores, mesmo sendo inerente ao mercado, gera desconfiças, como por exemplo, o a utilização de informações ainda não divulgadas no mercado.

Para Leonardo Alonso (2010, p. 143) para se alcançar a confiança dos investidores no mercado, é necessário uma eficiente regulação com os fundamentos da tutela administrativa ou até penal. Ressaltando, ainda, que a utilização indevida de informação privilegiada, a quebra de confiança recai mais sobre as sociedades emissoras dos valores mobiliários do que sobre o mercado como um todo.

O entendimento judicial quanto ao bem jurídico tutelado foi quanto à confiança dos investidores na transparência das informações existentes no mercado de capitais, objetivando assegurar que o investidor tenha a liberdade para realizar as transações que achar interessantes e para isso a lei impõe a simetria de informações dentro do mercado, para que as negociações sejam realizadas de forma paritária em relação à todos os investidores.

Embora seja um dos possíveis bens jurídicos tutelados, aparenta ser pobre, com relação à infinidade de bens jurídicos que podem ser lesados. Um exemplo disso é o entendimento do Juiz de que

a prática do *insider trading*, portanto, abala a credibilidade, a estabilidade e a eficiência do mercado de capitais e mina o interesse das pessoas em investir sua poupança em companhia que, com tais recursos poderiam promover o desenvolvimento econômico do país” (BRASIL, JF/SP, 2011, p. 1164)

Evidente que o bem jurídico escolhido pelo Juiz não abarca todos que efetivamente podem ser lesados pelo cometimento do ato ilícito. Deste modo, o entendimento é que o bem jurídico não é supra individual, atendendo apenas a um grupo restrito. A confiança dos investidores, apesar de vista como condição essencial para o crescimento econômico, já que a desconfiança, segundo a doutrina, diminuiria o interesse dos investidores em acreditar no mercado, o que consequentemente reduziria a captação de recursos pelas companhias.

Embora Heidi Rosa Florêncio Neves (2013, p. 2) entenda que o bem jurídico protegido é a confiança dos investidores na transparência das informações, o que

não se discute pela proteção da igualdade de oportunidades. Este não é o único bem jurídico a ser protegido. A confiança dos investidores não deve ser na transparência das informações, mas sim no mercado como um todo, o que conseqüentemente traria confiança na transparência das informações.

É possível concluir de que foi eleito um bem jurídico menos abrangente do que o alcance buscado pela norma. Utiliza-se a confiança dos investidores na transparência das informações para proteger o mercado, possivelmente seria mais eficaz adotar a confiança no próprio mercado, uma vez que se está for abalada será possível proteger os investidores, o próprio mercado, a companhia e, ainda, o interesse público existente no mercado de capitais, inserido no Sistema Financeiro Nacional.

No momento em que o judiciário brasileiro elegeu o bem jurídico tutelado, ficou perceptível que deveria ter sido eleito um bem jurídico mais amplo que a mera confiança dos investidores na transparência das informações no mercado de capitais, uma vez que assim a proteção é exclusivamente aos investidores da companhia, não sendo protegidos os investidores do mercado como um todo, a companhia e o próprio mercado de capitais.

Percebe-se que a decisão foi tímida, onde foi escolhido como bem jurídico tutelado um dos menos abrangentes, quando poderia ser mais amplo, de modo a aumentar a confiança dos investidores no mercado de capitais, o que conseqüentemente traria um maior aporte de valores ao mercado de capitais e contribuiria para a movimentação da economia.

Seria mais interessante se eleito como bem jurídico tutelado o o bom funcionamento do mercado de valores mobiliários, se desdobrando em proteção aos investidores não só da companhia em questão, mas do mercado de valores em geral, uma vez que gera uma desconfiança acerca da confiança esperada dentro do mercado de capitais.

#### 4.4 ATIPICIDADE DA CONDUTA

No presente capítulo será analisada a subsunção do fato a norma, de modo a

estabelecer se a conduta foi típica ou atípica, para tanto, serão analisados dois aspectos: os sujeitos ativos e a existência e efetiva utilização de informação relevante.

#### 4.4.1 Sujeito Ativo

Com relação aos sujeitos ativos, o entendimento jurisprudencial adotado foi no sentido de imputar tal conduta somente aos que estão obrigados pelos deveres legais e sigilo, não podendo ser enquadrados no *insider trading*, os que obtiveram tal informação privilegiada, mas não possuem o dever de sigilo, sendo enquadrados apenas no art. 155 §4º da Lei nº 6.404/76, fora da esfera criminal.

Ao analisar o sujeito ativo do tipo penal, o magistrado de primeiro grau entendeu que estes devem ser considerados às pessoas que devem manter sigilo sobre a informação privilegiada, considerando excluídas do tipo penal as pessoas que tenham acesso à informação, que não tinha obrigação legal de guardar sigilo sobre ela, à exceção de responder em concurso com o detentor do dever de sigilo. Salienda que não devem ser confundidos com o dever de não utilização da informação privilegiada, estando incluídas as pessoas que a ela tenha acesso pelo art. 155 §4º da Lei nº 6.404/76, com o dever de manter segredo sobre as informações que recai a um grupo mais restrito.

Para poder enquadrar os sujeitos ativos, é necessária a apuração de quem detinha o dever de sigilo, sendo necessária a análise dos arts. 146, 155 §1º e 160 da Lei das sociedades anônimas e, ainda, o art. 8º da Instrução Normativa nº 358/02 da CVM. Bem como a análise do art. 13, §1º da IN 358/02<sup>77</sup>, que faz referência aos

---

<sup>77</sup> 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.

profissionais que mantenham relação comercial, profissional ou de confiança com a companhia.

No caso concreto não restou dúvida de que os acusados exerciam cargos que lhes impunham o dever de sigilo, conforme os mesmos alegaram nos depoimentos pessoais, sendo assim estavam aptos para cometer o delito, uma vez que ocupavam funções correlacionadas com o dever de sigilo, ao tempo dos fatos, quais sejam, Diretor de Relações com Investidores, no caso de Luiz e membro do Conselho de Administração no caso de Romano (BRASIL, STJ, 2016, p. 5).

Alexandre não tinha vínculos com a Sadia S.A., logo estava submetido ao dever de lealdade e foi a falta desse dever que levou o Ministério Público a entender que a sua conduta seria menos grave, possibilitando a suspensão condicional do processo. Mesmo que o acusado tivesse o dever de sigilo, pois estava participando do estudo de viabilidade da OPA, que por si só já traz o dever de sigilo, prova disso é a advertência feita aos envolvidos pelo advogado que acompanhava a negociação sobre o dever de se abster das negociações com valores mobiliários.

Perceptível que a jurisprudência consagrou o entendimento doutrinário de que o *insider trading* configura um crime próprio, por exigir qualidade ou condição especial do agente, considerando os que tem a informação mas não tem o dever legal de guardar sigilo fora da esfera criminal, se sujeitando apenas as responsabilidades cível e administrativa.

#### **4.4.2 Existência e efetiva utilização de Informação Relevante**

Com relação a negociação dos ADR's, as provas nos autos comprovam a efetiva negociação pelos réus dos valores mobiliários, tanto estes confirmaram em juízo a negociação, restando configurada a conduta.

O próximo passo a ser analisado é se a informação que eles utilizaram para realizar a negociação era relevante. No entendimento do Ministro Gurgel de Faria, a informação será relevante para fins penais se a utilização ocorrer antes da divulgação no mercado de capitais, utilizando para sua definição os arts. 3º e 6º da

---



IN 358/02, bem como do art. 157 §4º da Lei nº 6.494/76. A partir da leitura dos dispositivos o entendimento judicial é que a informação relevante é a que não foi tornada pública, capaz de influir de modo ponderável na cotação dos títulos e valores do mercado mobiliários e que seja preciosa ou concreta, podendo ser relativa tanto aos títulos da companhia, à própria companhia ou a determinado segmento específico (BRASIL, STJ, 2016, p. 13).

Interessante ponderação do Ministro Gurgel de Faria, no sentido de que o art. 27-D da Lei nº 6.385/76 constitui norma penal em branco, uma vez que a legislação brasileira não explicitou o que seria informação relevante, sendo necessário recorrer ao art. 2º da IN 358/02 da CVM, que enumera 22 hipóteses de ato ou fato relevante, dentre elas o inciso VII do parágrafo único: “incorporação, fusão ou cisão envolvendo a companhia ou empresas ligadas”, e ao art. 155 §1º da Lei nº 6.404/76, que versa quanto o dever de sigilo (BRASIL, STJ, 2016, p. 13).

As negociações realizadas pelos réus foram feitas com base em informação relevante, uma vez que as informações eram confidenciais à companhia, tendo sido obtidas em razão da profissão, da qual a obrigação dos acusados era de guardar sigilo. Para tal constatação foram importantes os depoimentos das testemunhas e dos próprios acusados, que confirmaram que durante a reunião ocorrida no dia 7 de abril de 2006, a OPA foi tratada como assunto de sigilo absoluto pelos envolvidos, uma vez que um possível vazamento de informação afetaria o preço das ações da Perdigão S.A., o que dificultaria a compra, havendo, inclusive advertência pelo advogado Dr. Maurício Guizeline quando a proibição dos envolvidos no processo de negociarem com valores mobiliários (BRASIL, STJ, 2016, p. 13/14).

A linha de raciocínio adotada pelas defesas, nas apelações, alega que a informação só se tornaria relevante após a publicação do Edital da Oferta Pública para Aquisição de Ações de Emissões da Perdigão S.A., quando o negócio fosse considerado irreversível, argumento não acolhido pela judiciário. A reunião ocorrida no dia 07 de abril de 2006 deve ser vista como mero encontro informal, onde ainda se apurava um estudo de viabilidade do negócio (BRASIL, STJ, 2016, p. 8 e 10).

O fundamento utilizado para afastar essa tese é de que a todo momento a oferta pública foi tratada como confidencial por todos os envolvidos, com a utilização de codinomes para as empresas, pois havia a preocupação de que a mera divulgação ao mercado da possibilidade da OPA afetasse a negociação. Além do mais, o

processo em questão, que culminaria na fusão de duas grandes empresas do setor alimentício é complexo, e não deve ser analisado pela irreversibilidade. A natureza especulativa do mercado de ações reitera a ideia de que a informação já deveria ser considerada relevante na mera especulação da OPA (BRASIL, STJ, 2016, p. 7):

Não me parece crível que a reunião ocorrida no dia 07/04/2006 na qual estiveram presentes pessoas de alto escalão de duas empresas – BANCO ABN AMRO S.A. e SADIA S.A.- possa ser qualificada, conforme pretende o recorrente, como simples “encontro formal”, principalmente se as testemunhas que participaram da reunião deixaram claro que o tema em pauta já indicava a possibilidade de realização de oferta hostil (compra feita diretamente aos acionistas, sem que o grupo controlador da sociedade alvo da oferta tenha manifestado interesse ou concordância em alienar o referido controle), ocasião em que tomaram conhecimento do projeto (BRASIL, STJ, 2016, p. 14)

Nestes termos, todas as negociações foram consideradas baseadas em informação relevante, ainda não divulgada no mercado. Inclusive a realizada por Luiz Murat, no dia da primeira reunião, onde já era do conhecimento de todos o dever de sigilo e a possibilidade da realização do negócio, que dado ao tamanho não deve ser considerado em estágio inicial, visto que alcançar esse estágio já um forte indicio da possibilidade da efetivação. Comprovação se extrai do trecho a seguir:

Não há controvérsia quanto às datas em que as operações ocorreram e nem quanto ao fato de que o acusado participou das discussões e tratativas visando à elaboração da oferta pública de aquisição de ações da Perdigão S.A., obtendo, na reunião do dia 7 de abril de 2006, informações confidenciais de sua companhia – Sadia S.A.- as quais, no exercício de sua profissão tinha o dever de manter em sigilo(BRASIL, STJ, 2016, p. 14)

Em resumo, o entendimento que prevaleceu na jurisprudência foi a informação deve ser considerada como relevante a partir da expectativa gerada na realização de um negócio jurídico de grande vulto, no caso, a potencialidade da realização da oferta pública de aquisição das ações da Perdigão S.A. O que deve ser visto como informação relevante uma vez que o valor das ações da perdigão pode sofrer variações com a divulgação, bem como pode ser capaz de influenciar as decisões dos investidores.

O Ministro relator, buscou deixar claro que a informação não precisa ser necessariamente relativa a operação concluída:

Ainda que a informação em comento se refira a operações em negociação, ou seja, não concluídas, os estudos de viabilidade de aquisição das ações da Perdigão já se encontravam em estágio avançado, conforme “decisão

proferida pelo Rel. Marcos Barbosa Pinto no procedimento administrativo realizado na CVM (BRASIL, JF/SP, 2009, p. 1751)

De que não há dúvida quanto a existência de informação relevante:

Dúvida não há de que uma potencial oferta pública, por parte da SADIA S.A., de aquisição das ações da PERDIGÃO S.A., é considerada uma informação relevantes, isto é, teria aptidão para influenciar de forma ponderável as decisões de investimento, e, por conseguinte, a cotação dos ativos da Perdigão S.A. (BRASIL, JF/SP, 2009, p. 1176)

E que a prática do *insider trading* se verifica na:

Mera expectativa de realização de um negócio jurídico de vulto já deve ser considerada como um fato relevante. Deve-se exigir uma postura rígida por parte dos dirigentes da companhia. A vedação ao *insider trading* traduz um dever de lealdade, especialmente dos administradores em relação à companhia. A partir do momento em que se tem notícia de algum ato ou fato que, ainda que sujeito a diversos condicionantes, possa vir a ser considerado relevante, deve o administrador, ou equiparado se abster de negociar os valores mobiliários que possam ter seus preços afetados (BRASIL, STJ, 2016, p. 14)

Com a certeza de que a informação era relevante e que foi utilizada efetivamente para obtenção de vantagem indevida, resta saber se a informação utilizada na negociação nos Estados Unidos seria capaz de impactar nos preços de valores mobiliários no Brasil.

No bojo do processo, é demonstrado, pela CVM, que os preços dos ADR's e das ações mantidas no Brasil são fortemente correlacionados. Segundo a CVM as alterações ocorridas nos preços das ações da Perdigão S.A. no período em que foi divulgada a oferta pública de aquisição até momentos após a sua retirada, ficando evidente, conforme o gráfico apresentado nas folhas 3.302 do processo de nº 0005123-26.2009.403.6181, onde é observado o mesmo comportamento das ações negociadas na Bolsa de Valores de Nova Iorque (NYSE), onde as ações da Perdigão S.A. são negociadas sob o código PDA e das ações na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa), sob o código PRGA3.

A conclusão da CVM frente a correlação demonstrada dos preços é de que os efeitos das notícias sobre os preços das ações no Brasil são transmitidos ao mercado americano, de forma que as operações realizadas em um mercado certamente afetariam os preços do outro.

Analisando em linhas gerais, os entendimentos adotados pelo magistrado e

confirmados pelo tribunal regional federal e pelo STJ parecem adequados à necessidade do mercado de capitais, bem como a realidade jurídica do país. Agiu corretamente ao buscar soluções deixadas pela norma penal em branco nas leis e instruções normativas, de modo a preencher lacunas e não deixar dúvidas quanto ao tipo penal.

#### 4.5 INOCORRÊNCIA DE BIS IN IDEM

Sustentado pela defesa que o processo judicial no Brasil acarretaria em bis in idem, uma vez que os acusados teriam sido processados e condenados na CVM, embora não exista comprovação nos autos sobre uma possível ação de responsabilidade civil. Como analisado no capítulo anterior, o *insider trading* pode ser alvo de uma punição em esfera penal, administrativa, bem como uma responsabilização na esfera civil.

Além disso foi argumentado que a transação realizada na SEC já seria uma punição para o fato, o que analisado a identidade de sujeitos, configuraria um bis in idem, o que impossibilitaria a condenação no Brasil.

##### 4.5.1 Independência entre as instâncias no Brasil

Entretanto, sabe-se que o direito brasileiro separa as instâncias penal, administrativa e civil, sendo estas independentes. Vigoram e convivem de forma independente.

Segundo Carvalho Filho (2015, p. 570) o fato gerador responsabilidade alterna de acordo com a natureza jurídica que o contempla, o que possibilita diversos tipos de responsabilidade<sup>78</sup>. O fato gerador deve ser visto como a prática de conduta ilícita (CARVALHO FILHO, 2015, p. 800). Deste modo, com a prática da conduta ilícita de natureza penal a responsabilidade provocada é a penal, se a norma é de natureza

---

<sup>78</sup> Carlos Roberto Gonçalves (2010, p. 42) demonstra que o fundamento das responsabilidades civil e penal são quase os mesmos, a diferença está relacionada as condições em que surgem, sendo uma mais exigente que a outra. Na responsabilidade penal o agente infringe norma de direito público, a sociedade é lesada. Já na responsabilidade civil o interesse diretamente lesado é o privado, portanto, o prejudicado poderá pleitear reparação.

civil se tem a responsabilidade civil e caso o fato esteja previsto em norma administrativa, a responsabilidade será administrativa.

As normas penais, civis e administrativas são autônomas entre si, de modo que as responsabilidades também serão independentes. Há a possibilidade de conjugação de responsabilidade, só sendo possível nos casos em que a conduta violar simultaneamente normas de naturezas diferentes (CARVALHO FILHO, 2015, p. 570). No caso de cumulação das responsabilidades a consequência lógica é a cumulação de sanções, visto que há uma espécie de sanção para cada tipo de responsabilidade.

A responsabilidade civil é, resumidamente, a imputação de reparar dano causado do lesado, sendo este decorrente de conduta dolosa ou culposa, de caráter comissivo ou omissivo, podendo ser observada a responsabilidade objetiva ou subjetiva (CARVALHO FILHO, 2015, p. 800).

Em outro aspecto, a responsabilidade penal é a decorrente de conduta que a lei penal tipifica como infração penal, devendo a solução final do litígio definida pelo poder judiciário, só podendo ser atribuída se a conduta for dolosa ou culposa, o que descarta a responsabilidade objetiva (CARVALHO FILHO, 2015, p. 802).

Já a responsabilidade administrativa é atribuída quando o agente pratica um ilícito administrativo, podendo ser visto por conduta comissiva ou omissiva. A apuração se dá em processo administrativo disciplinar, sendo assegurado o direito à ampla defesa e ao contraditório. A esfera administrativa é arcada por condutas mais genéricas, sem a definição precisa como ocorre na esfera penal, devendo ser atendido, para tanto, os princípios da proporcionalidade<sup>79</sup> e o da motivação<sup>80</sup> (CARVALHO FILHO, 2015, p. 803).

Ao analisar a possibilidade de bis in idem pela condenação na CVM através do Processo Administrativo Sancionador, o Juiz de primeiro grau buscou demonstrar que a sanção penal se somou às já existentes regras de responsabilização civil e administrativa do *insider trading*, o que afirma a independência entre as instâncias. Para tanto foi invocado o entendimento do STJ no REsp. 677.585/RS, onde foi

---

<sup>79</sup> O ente administrativo julgador deve observar margem a discricionariedade para compatibilizar a conduta com a sanção.

<sup>80</sup> É a necessidade de se apontar os elementos que comprovam que há uma correlação entre a infração e a punição imposta.

considerado que inexistiria violação ao princípio do ne bis in idem, tendo em vista a possibilidade de instauração concomitante de ação civil pública e de processo administrativo para investigação e punição de um mesmo fato, considerando as esferas de responsabilização civil, penal e administrativa independentes (BRASIL, JF/SP, processo nº 0005123-26.2009.403.6181, p. 1192).

Fica evidente, portanto, que já há entendimento sedimentado no STJ quanto à independência das esferas de responsabilização, o que demonstra que o argumento da defesa não merece prosperar.

#### 4.5.1.1 Condenação na CVM

A competência da CVM impor aos infratores das normas da Lei 6.385/76, da Lei nº 6.404/76 e das suas resoluções, bem como de outras normas legais que a fiscalização seja de sua responsabilidade, poderá impor algumas sanções, previstas no art. 11<sup>81</sup> da Lei nº 6.385/76.

Os acusados Romano Ancelmo e Luiz Murat foram julgados pela CVM no Processos Administrativos Sancionadores SP 2007/117 e SP 2007/0118, respectivamente, sendo punidos com inabilitação temporária pelo prazo de cinco anos para o exercício do cargo de administrador ou conselheiro fiscal de companhia aberta, por infração ao art. 155 §1º da Lei 6.404/76, além de terem constatados indícios de prática de crime, sendo enviado ofício ao MP, o que resultou na denúncia e consequente julgamento em análise.

---

<sup>81</sup> Art . 11. A Comissão de Valores Mobiliários poderá impor aos infratores das normas desta Lei, da lei de sociedades por ações, das suas resoluções, bem como de outras normas legais cujo cumprimento lhe incumba fiscalizar, as seguintes penalidades:

I - advertência;

II - multa;

III - suspensão do exercício do cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários;

IV - inabilitação temporária, até o máximo de vinte anos, para o exercício dos cargos referidos no inciso anterior;

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

VI - cassação de autorização ou registro, 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.

O acusado Alexandre Ponzio foi julgado por meio do PAS SP 2007/0119, sendo aplicado o termo de compromisso, nos termos do 5º do art. 11<sup>82</sup> da Lei nº 6.385/76 apresentado pelo acusado e aceito pelo Colegiado da CVM. A acusação foi motivada no art. 155 §4º da Lei nº 6.404/76, uma vez que ele não era administrador da companhia aberta, mas sim uma pessoa que obteve acesso à informação, sendo encaminhado cópia dos autos ao Ministério público, pelo indício da infração ao art. 27-D da Lei nº 6.385/76, passível de ação penal pública. O termo de compromisso celebrado com a CVM, onde o acusado se comprometeu a cessar a prática do ato considerado ilícito, bem como correção das irregularidades, inclusive indenizando os prejuízos, salientando que foi demitido por justa causa do Banco ABN Amro S.A. e pagou multa no valor de US\$ 135.380,45 à SEC, ao assinar o termo de compromisso, se comprometendo a pagar a quantia de R\$238.000,00 à CVM, após a celebração do termo de compromisso.

A CVM afirmou a sua competência com base no art. 11 da Lei nº 6.385/76, quando se trata de quebra do dever de lealdade, a autarquia tem competência para aplicar as penalidades previstas, sem nenhuma limitação territorial. A conclusão tirada é que o devido artigo não dá competência para punir administradores de companhias estrangeiras, o que não se aplica ao caso, uma vez que os acusados são administradores de companhia registradas no Brasil e regidas pela Lei nº 6.404/76, de modo que não importa o local onde a infração foi cometida para firmar a competência da CVM.

O entendimento é de que os acusados causaram dano à imagem da Sadia S.A. frente ao mercado, além de terem causado dano aos acionista da companhia, afetados indiretamente pela quebra do dever de lealdade. O dano independe da quantificação, visto que seria muito difícil quantificar o dano à imagem da sociedade anônima, assim como o dano indireto sofrido pelos acionistas.

Ao analisar a qualidade das informações que os acusados tinham no momento da negociação prevaleceu, a previsão do art. 155 §1º , a ideia de que a informação

---

<sup>82</sup> § 5º A Comissão de Valores Mobiliários poderá, a seu exclusivo critério, se o interesse público permitir, suspender, em qualquer fase, o procedimento administrativo instaurado para a apuração de infrações da legislação do mercado de valores mobiliários, se o investigado ou acusado assinar termo de compromisso, obrigando-se a:

I - cessar a prática de atividades ou atos considerados ilícitos pela Comissão de Valores Mobiliários;  
II - corrigir as irregularidades apontadas, inclusive indenizando os prejuízos.

precisa ser “capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários”, estando o administrador proibido de negociar com base nessa informação, sendo considerado óbvio que a realização de uma oferta pública influenciaria afetaria a cotação dos ADR’s da companhia Perdigão S.A.. Embora seja alegado que a negociação com os ADR’s tenha sido motivada pelos reflexos da crise aviária, fica evidente que as compras foram realizadas, a primeira de Luiz Murat no dia da primeira reunião que discutiu a realização da oferta. E as outras à época em que as negociações já estavam em estágio bem avançado, a menos de um mês da oferta, o que não há como entender que as ADR’s não foram compradas em razão da informação.

A autarquia entendeu que os acusados Luiz Murat e Romano Ancelmo, adquiriram ADR’s após terem iniciado as tratativas com o Banco ABN Amro S.A. para a realização de uma oferta pública de aquisição de controle, o que viola o dever de sigilo, previsto na Lei das sociedades anônima, entendendo que no momento de aquisição, e venda no caso de Romano Ancelmo, das ADR’s a informação era concreta e já poderia ser utilizada como informação privilegiada, como ocorreu. O momento em que as ADR’s foram negociadas a informação não era pública, muito menos estava amplamente disseminada no mercado.

Muito embora a conduta dos acusados não tenha atrapalhado o negócio, visto que a oferta foi revogada voluntariamente pela Sadia S.A., é certo de que em outros casos a conduta pode provocar aumentos indesejados no preço das ações ou fornecer argumentos para que os administradores da companhia alvo recomendem a rejeição das ofertas pelos acionistas.

Ao analisar as alegações da ocorrência de *bis in idem*, com relação ao acordo realizado frente a SEC, foi entendido, conforme entendimento do STF que o *bis in idem* tem aplicação limitada no âmbito administrativo, no sentido de que órgãos administrativos distintos podem penalizar duplamente a mesma conduta. Inclusive, no direito penal, onde é expressamente acolhido pela legislação é visto como um princípio geral e não como uma regra absoluta. Além disso, o acordo realizado com a SEC, *consent decree*, não é uma penalidade, mas sim um mero acordo homologado em juízo, o que não impede a aplicação de penalidade administrativas, mas pode ser levado em consideração na fixação da sanção.



#### 4.5.2 Inexistência de Relação com os Acordos realizados nos Estados Unidos

Em relação a condenação nos Estados Unidos pela SEC, o magistrado também não acolheu a existência de *bis in idem*, visto que a punição sofrida pelos acusados nos Estados Unidos trata-se de uma transação. Devendo ser considerado que o ordenamento jurídico brasileiro não veda o julgamento pelo mesmo fato em jurisdições de países distintos, devendo ser observada a regra presente no art. 8º do Código Penal, que prevê a detração da pena<sup>83</sup>.

Além do exposto, as transações realizadas entre os acusados e a SEC têm natureza meramente administrativa, o que não permite a ocorrência do *bis in idem* frente a um processo administrativo no Brasil, muito menos quanto a um processo criminal.

No tocante ao processo administrativo, é evidente que o mercado de valores mobiliários globalizado permite a emissão de ordens de compra e venda de valores mobiliários em países distintos, o que possibilita que a conduta seja apreciada simultaneamente por órgãos de regulamentação de diferentes mercados, de países distintos, cada um buscando resguardar o mercado de valores mobiliários local e punir a ofensa aos direitos difusos de seus investidores (MACIEL; MARTIN, 2014, p. 20).

A análise sob essa perspectiva não deixa dúvidas de que é possível a aplicação de duas sanções administrativas distintas, por órgãos reguladores de países distintos, visto que a única conduta pode gerar danos a diferentes mercados de capitais, violando deveres impostos por cada país. O que deixa ainda mais claro tal pensamento é a diversidade de acordos assinados entre a CVM e diferentes órgãos de regulamentação e fiscalização ao redor do mundo<sup>84</sup> prevendo cooperação para a troca de informações sobre condutas ilícitas perpetradas em diferentes mercados, o que torna evidente que a condenação em um país não limitam o poder de sanção dos órgãos signatários em seu território, que exercerão os seus poderes conforme

---

<sup>83</sup> A detração da pena é o instituto que permite descontar na pena, ou na medida de segurança o tempo de prisão ou internação que o condenado cumpriu antes da condenação (BITENCOURT, 2012, p. 625). No caso em análise deverá ser descontado da condenação o tempo que o acusado cumpriu no estrangeiro.

<sup>84</sup> O acordo de cooperação assinado entre dois países é chamado de *Memorandum of Understanding*. A CVM possui diversos acordos dessa natureza, inclusive dois com a SEC, datados de julho de 1988 e julho de 2012.

legislação própria (MACIEL; MARTIN, 2014, p. 20). Ou seja, cada órgão pune os infratores pelos danos perpetrados em seu respectivo mercado.

Pode-se concluir que a condenação administrativa não caracteriza *bis in idem* ocorrendo em órgãos reguladores de diferentes mercados, visto que cada entidade reguladora visa a proteger o seu próprio mercado, e a conduta perpetrada pode, facilmente, causar prejuízos a dois mercados distintos, e no caso de ferir os interesses do Estado, cabe uma procedimento administrativo.

Ao analisar pela perspectiva da possibilidade de condenação em duas diferentes esferas administrativas de países diferentes, como ocorreu no caso, a punição perante a SEC e a CVM, não há nenhuma dúvida que a condenação em âmbito administrativo na SEC não deve ser vista como obstáculo para a condenação cível ou penal no Brasil, uma vez que vige a teoria independência das esferas de responsabilidade no Brasil. Se a condenação administrativa no Brasil não impede a responsabilização cível ou penal no Brasil, nem a responsabilização administrativa americana impede a responsabilização administrativa no Brasil, não será a responsabilização administrativa americana que será impedimento para a condenação em outras esferas no Brasil, não havendo nenhuma incidência de *bis in idem* no presente caso (BRASIL, JF/SP, processo nº 0005123-26.2009.403.6181, p. 1193/1194).

Conforme ficou sedimentado na sentença do juiz de primeiro grau do caso em estudo:

Em primeiro lugar, ressalto que não existe, no ordenamento jurídico brasileiro, vedação à duplicidade de julgamento pelo mesmo fato em relação a país de jurisdição diferente, desde que observada, em caso de eventual condenação, a regra disposta no art. 8º, do Código Penal

O magistrado demonstra, ainda que os acusados tinham conhecimento quanto à natureza administrativa das transações realizadas nos Estados Unidos, onde foi determinado o pagamento de sanções pecuniárias, além da proibição de atuar como diretor ou administrador de qualquer companhia aberta registrada nos Estados Unidos. Ainda, no acordo de transação ficava clara a possibilidade de um processo penal frente à justiça norte-americana, o que não ocorreu.

E prossegue:

Note-se que o fato de a persecução penal não ter sido iniciada nos EUA, ainda que por suposta disponibilidade do Ministério Público daquele país, não implica, como sustentam as Defesas dos acusados, impossibilidade de sua condenação criminal no Brasil. Mesmo que se aceite que lá se entendeu pela suficiência de acordo de caráter civil e administrativo para evitar a ação penal, no Brasil a mesma conclusão é inadmissível, porquanto aqui, a ação penal é pública, de caráter indisponível – com a exceção de institutos como a transação penal e a suspensão condicional do processo, inaplicáveis a presente feito-, bem como porque não possui o juiz o poder de deixar de aplicar a multa por falta de previsão de perdão legal nesse caso.

Assim, não há hipótese que permita a configuração da ocorrência de *bis in idem*, de modo que o acordo realizado com a SEC nos Estados Unidos não maculou o processo administrativo da CVM e o processo penal em território brasileiro.

## 5 CONCLUSÃO

A sociedade anônima é a denominação dada para às sociedades que tem o seu capital dividido por ações, onde a responsabilidade dos sócios ou acionistas é limitada ao preço das ações subscritas. É uma sociedade complexa, demanda uma regulação específica, para atender aos interesses dos acionistas como instrumento de produção de lucros, bem como à função social, que ganha relevância com o passar dos anos. Além disso não se pode esquecer a importância das ações como instrumento de financiamento de grandes empresas.

As sociedades abertas são marcadas pela possibilidade de livre negociar suas ações dentro do mercado de capitais, rateando o capital com o público geral, como consequência da impessoalidade. Assim se torna possível a captação de recursos frente ao público geral dentro do mercado de valores mobiliários, inserido no mercado de capitais, sendo regulado pela Comissão de Valores Mobiliários, que desempenha papel regulatório, fiscalizatório e sancionador.

Dentre as espécies de valores mobiliários que representam o capital social das companhias, encontram-se as ações e também os ADR's, representativos de ações que permitem negociação em outros países, por meio de uma instituição financeira, ampliando a captação de recursos.

Existem diversas formas de negociação para compra e venda de ações, uma delas é a Oferta Pública de Aquisição, tão importante que exige regras específicas e rígidas para sua efetivação, tais como a indispensável participação de instituição financeira e o dever de sigilo dos envolvidos.

No contexto das sociedades anônimas abertas, diante da complexidade e importância econômica, existem na lei diversos instrumentos que visam a assegurar o correto funcionamento do mercado de capitais, bem como a segurança da companhia e dos investidores, havendo um prévio estabelecimento de regras e condutas, que devem ser seguidas por todos.

Uma dessas preocupações, é referente à utilização de informações relevantes, ainda não divulgadas no mercado, o que ocasiona ao portador dela o dever de se abster de negociar no mercado de valores mobiliários antes da divulgação dessas informações ou de divulgá-la ao público, de modo a manter a simetria informacional.

No Brasil, a lei das sociedades anônimas, de 1976, trouxe as primeiras previsões legais acerca do *insider trading*, que entretanto apenas repercutia nas esferas cível e administrativa, onde os agentes que divulgassem as informações relevantes, que são as relativas a ato ou fato da companhia ou do mercado que tenha capacidade de influenciar a cotação dos valores mobiliários

Com o advento da Lei nº 10.303/01, houve a extensão do dever de lealdade a qualquer pessoa que tenha tido acesso as informações, bem como a criminalização do *insider trading*, no art. 27-D da Lei nº 6.385/76. Desta forma, a esfera penal recebeu a competência para julgar o administrador pela utilização da informação relevante, o que só é possível devido à independência de instâncias. De modo contrário, os terceiros que tomem conhecimento da informação e a utilizem não podem responder em âmbito penal.

O conceito adotado pela doutrina brasileira é de que o *insider trading* traduz um desequilíbrio no mercado de capitais, representado no uso de informações confidenciais, que podem ser sigilosas ou apenas não divulgadas no mercado, acerca dos negócios de uma companhia pelos administradores, principais acionistas ou a quem tenha acesso. A definição adotada para o tipo objetivo é feita com base na análise de uma série de fatores: deve existir uma informação relevante que não possa ser divulgada no mercado, o agente deve responder ao dever de sigilo, deve haver a possibilidade de obtenção de vantagem indevida e deve ser analisada a efetiva utilização da informação. O tipo subjetivo resume-se a vontade de obtenção de vantagem mediante a utilização da informação relevante.

A definição de informação relevante consiste nos atos ou fatos que digam respeito à empresa ou ao mercado que possa afetar as negociações, sendo exemplificados na instrução normativa 358/02 da CVM, e também nos deveres impostos pelos arts. 155 §1º e 157 §4º da Lei nº 6.404/76. Conclui-se que a informação é relevante quando referir-se a ato ou fato da companhia que tenha capacidade de influenciar na cotação dos valores mobiliários.

O bem jurídico tutelado é objeto de grande discussão na doutrina, parte entende como bem jurídico inexistente, o que não merece prosperar. Em sentido totalmente contrário são apontados diversos possíveis bens jurídicos. Conclui-se que os bens jurídicos tutelados sempre envolvem a proteção da confiança dos investidores, do patrimônio dos investidores, da segurança do mercado, na transparência das

informações. Comprova-se que todos os possíveis bens jurídicos apontados encontram-se relacionados, e visam a segurança e efetividade do mercado, direcionando para a manutenção e continuidade dos investimentos nas companhias.

O sujeito ativo é visto pela doutrina como o que está obrigado a guardar sigilo, por força de lei ou contrato, das informações obtidas em razão do exercício profissional. Os sujeitos passivos do delito são vistos sob a perspectiva dos possíveis bens jurídicos tutelados, sendo considerados como os interessados no mercado de capitais, ou seja, o Estado, também por conta do interesse supraindividual, e os investidores.

Conclui-se que *insider trading* é um crime de perigo abstrato, necessita apenas da conduta para consumar-se. É um delito próprio, por exigir do agente uma determinada qualidade ou condição pessoal, visto que só respondem na esfera penal pelo crime os que tem o dever de sigilo. É formal, por exigir a ação do agente e a vontade par concretização.

A independência das instâncias no Brasil, já consagrada na jurisprudência, não deixa dúvidas de que não há óbice à possibilidade de condenação pelo mesmo fato nas três instâncias. O agente responde de forma independente em cada instância, na forma prevista.

Embora a criminalização só tenha ocorrido em 2001, o que pode ser considerado tardio em relação às leis que versam sobre sociedades anônimas, a primeira condenação judicial no Brasil pelo *insider trading* demorou a ocorrer. A denúncia oferecida em 2009, só veio a condenar os réus em 2011, sendo confirmada posteriormente pelo Tribunal Regional Federal em 2013 e pelo Superior Tribunal de Justiça em 2016.

Os agentes foram acusados pelo Ministério Público Federal pela utilização de informação relevante antes da divulgação no mercado da qual obtiveram conhecimento por conta do exercício profissional, graças a um acordo realizado com a CVM que na fiscalização apurou esse ato ilícito, o que motivou a punição administrativa dos três acusados, por meio de processos administrativos sancionadores.

A conduta perpetrada pelos acusados foi a negociação de ADR's da empresa Perdigão S.A., na bolsa de valores de Nova Iorque. A referida empresa seria alvo de

uma oferta pública de aquisição, na qual a Sadia S.A., companhia com a qual os acusados tem relações profissionais, pretendia tomar o controle da sua concorrente.

O processo contou com diversas discussões interessantes, dentre elas destacam-se a discussão frente a competência da justiça federal para o julgamento, o que foi acertadamente confirmado pelo magistrado. Premissa da discussão é saber que o mercado de valores mobiliários integra o sistema financeiro nacional. Assim, por força da aplicação do art. 109, IV da Constituição Federal, que demonstra a competência dos juízes federais para julgar os crimes políticos e infrações em detrimento de bens, serviços ou interesse da União, entidades autárquicas e empresas públicas, não há dúvida quanto a competência da Justiça Federal para o julgamento do caso.

Fundamental foi a definição adotada pelo judiciário com relação ao bem jurídico tutelado pelo tipo penal previsto da Lei nº 6.385/76, sendo eleito como a confiança dos investidores na transparência das informações no mercado de capitais, o que de início pode parecer adequado. Entretanto, deixa alguns interessados na segurança do mercado desprotegidos. Não parece ser o mais completo e adequado, uma vez que a confiança no mercado de capitais seria capaz de ser mais abrangente e protetiva para o mercado, investidores e as companhias.

Em sequência, foi estudado o entendimento do judiciário brasileiro com relação a tipicidade da conduta, uma vez que foi alegado pela defesa que a conduta praticada seria atípica. Acertadamente afastado, sendo considerada a conduta típica, visto que os sujeitos eram capazes de se enquadrar na prática do delito, bem como a informação que portavam era relevante e foi efetivamente utilizada por eles, com o intuito de obter vantagem, embora essa não seja necessária.

Há ainda o estudo referente a possível ocorrência de dupla condenação em relação as esferas administrativas no Brasil e nos Estados Unidos. Não merecem prosperar, como bem decidiu o judiciário brasileiro, uma vez que no país vige a regra de independência entre as esferas, sendo o processo penal independente do administrativo. E com relação a condenação em território norte-americano, esta ocorreu em esfera administrativa, o que não afeta a condenação criminal no Brasil, e mesmo que fosse uma condenação criminal, não impediria a condenação no território brasileiro, por conta da teoria da ubiquidade, onde a pena imposta impactaria na pena brasileira.

Assim, não há dúvida de que a condenação tem extrema importância no sentido da criminalização da conduta, o que certamente desestimulará os agentes do mercado de capitais a agirem de acordo com a forma prevista em lei, embora já existentes sanções civis e administrativas, a penal vem para dar mais segurança ao mercado de capitais e aos *players*, e neste caso, também as companhias, que podem ser altamente prejudicadas com o vazamento das informações relevantes.

O presente estudo buscou analisar aspectos societários no julgamento do caso, que para tanto se entrelaçou com diversos conceitos do direito penal. A importância da primeira condenação está cercada pela possibilidade de criar uma jurisprudência quanto ao assunto, explorando conceitos de forme inédita, como ocorre com o bem jurídico tutelado, a competência da justiça federal e a tipicidade da conduta.



## REFERÊNCIAS

AGU. **Procuradoria atua em primeira denúncia de insider trading no Brasil.** 12 mai. 2009. Disponível em: < <http://www.agu.gov.br/noticia/procuradoria-atua-em-primeira-denuncia-de-insider-trading-no-brasil>> Acesso em: 02 mai. 2017

ALONSO, Leonardo. **Crimes contra o mercado de capitais.** São Paulo, 2009. Dissertação. Orientador: Professor Associado Renato de Mello Jorge Silveira. Mestrado em Direito, Universidade de São Paulo.

\_\_\_\_\_. O bem jurídico nos crimes contra o mercado de capitais. **Revista Brasileira de Ciências Criminais.** São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, ano 18. n. 82, p. 129/160 jan./fev. 2010.

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

ARROYO ZAPATERO, Luis. ***El abuso de información privilegiada en el Derecho español. Hacia in Derecho Penal Económico Europeo, jornadas en honor del Professor Kalus Tiedemann.*** Madrid; Boletín Oficial Del Estado, 1995.

AVOLIO, Luiz Francisco Torquato. A criminalização do *insider trading* no Brasil e seu contributo para o direito penal econômico. **Revista dos Tribunais.** São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, ano 95. v. 850, p. 441/461, ago. 2006.

BAKER, Milena Gordon. O delito de *insider trading*: aspectos gerais e estudo comparativo das legislações espanhola e brasileira. **Revista Brasileira de Ciências Criminais.** São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, ano 20. n. 94, p. 459/491, jan./fev, 2012.

BANCO CENTRAL. Resolução 39 de 20 de outubro de 1966. Disponível em: <[https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/40060/Res\\_0039\\_v1\\_O.pdf](https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/40060/Res_0039_v1_O.pdf)> Acesso em: 14 mar. 2017.

\_\_\_\_\_. Resolução 88 de 30 de janeiro de 1968. Disponível em: <[http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1968/pdf/res\\_0088\\_v1\\_O.pdf](http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1968/pdf/res_0088_v1_O.pdf)> Acesso em: 14 mar. 2017.

\_\_\_\_\_. **Glossário**. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/glossario.asp?Definicao=56&idioma=P&idpai=GLOSSARIO>>. Acesso em 09 mar. 2017.

BERTIN, Dirceu. **Insider Trading, controle do uso de informação**. 2010, São Paulo. Dissertação. Orientador Prof. Dr. Fabiano Dolenc del Masso. Mestrado em Direito Político e Econômico da universidade Presbiteriana Mackenzie.

BITENCOURT, César Roberto. **Tratado de direito penal, parte geral 1**. 17 ed. São Paulo: Saraiva, 2012.

BM&F BOVESPA. **Manual das Políticas de Divulgação e de Negociação de Valores Mobiliários**. 2016, Disponível em: [http://ri.bmfbovespa.com.br/fck\\_temp/26\\_129/file/Manual%20das%20Pol%C3%ADticas%20de%20Divulga%C3%A7%C3%A3o%20e%20de%20Negocia%C3%A7%C3%A3o\\_20161216.pdf](http://ri.bmfbovespa.com.br/fck_temp/26_129/file/Manual%20das%20Pol%C3%ADticas%20de%20Divulga%C3%A7%C3%A3o%20e%20de%20Negocia%C3%A7%C3%A3o_20161216.pdf). Acesso em 09 mar. 2017.

BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito Societário**. 13. Ed. Rev. e atual. Rio de Janeiro: Renovar, 2012.

BRASIL. **Lei 4.728/65**, de 14 de julho de 1965. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L4728.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L4728.htm). Acesso em: 14. Mar. 2017.

\_\_\_\_\_. **Lei 6.385/76**, de 07 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários.

Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L6385.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385.htm). Acesso em: 11 nov. 2016.

\_\_\_\_\_. **Lei 6.404**, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: < [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L6404compilada.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404compilada.htm)>. Acesso em: 07 nov. 2016.

\_\_\_\_\_. **Lei n. 10.198**, de 14 de fevereiro de 2001. Conversão da MPV n. 2.110-40, de 2001. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/LEIS\\_2001/L10198.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LEIS_2001/L10198.htm). Acesso em: 17 de nov. de 2016.

\_\_\_\_\_. **Lei n. 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. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/LEIS\\_2001/L10303.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LEIS_2001/L10303.htm). Acesso em: 18 de nov. de 2016.

\_\_\_\_\_. **Código Civil, Lei n. 10.406**, de 10 de janeiro de 2002. Institui o Código Civil. Disponível em: < [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/2002/L10406.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/L10406.htm)>. Acesso em: 07 nov. 2016.

\_\_\_\_\_. **Lei n. 12.543**, de 8 de dezembro de 2011. Autoriza o Conselho Monetário Nacional, para fins de política monetária e cambial, a estabelecer condições específicas para negociação de contratos derivativos; altera os arts. 2º e 3º da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, o inciso IV do art. 3º do Decreto-Lei nº 1.783, de 18 de abril de 1980, os arts. 1º, 2º e 3º da Lei nº 8.894, de 21 de junho de 1994, e a Lei nº 10.931, de 2 de agosto de 2004; e dá outras providências.  
. Disponível em: < [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_Ato2011-2014/2011/Lei/L12543.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2011-2014/2011/Lei/L12543.htm) >. Acesso em: 20 mar. 2017.

\_\_\_\_\_. Justiça Federal/SP (5ª região). **Sentença dos autos nº 0005123-26.2009.403.6181 (2009.61.81.005123-4)**. Autor: Ministério Público Federal Réu: Luiz Gonzaga Murat Júnior e outros. 6ª Vara Federal Especializada em Crimes contra o Sistema Financeiro Nacional e Lavagem de Valores. São Paulo, 2009. Disponível em: <  
<http://www.jfsp.jus.br/assets/Uploads/administrativo/NUCS/decisooes/2011/110221insidersadia.pdf>> Acesso em: 10 out. 2016.

\_\_\_\_\_. Tribunal Regional Federal (5 Região). **Apelação criminal nº 0005123-26.2009.403.6181 SP (2009.61.81.0005123-4/SP)**. Apelantes: Justiça Pública e outros e outros. Apelados: Justiça Pública e outros. Relator: Desembargador Federal, Luiz Stefanini. São Paulo, 2013. Disponível em: <  
[https://www.google.com.br/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0ahUKEwitxKT7p-PTAhXCD5AKHTyWCwkQFggiMAA&url=https%3A%2F%2Fedisciplinas.usp.br%2Fploginfile.php%2F88150%2Fmod\\_folder%2Fcontent%2F0%2FAcordao%2520Caso%2520Sadia.docx%3Fforcedownload%3D1&usg=AFQjCNF3fssfQJGRscCdt4dleINRHVj6tw&cad=rja](https://www.google.com.br/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0ahUKEwitxKT7p-PTAhXCD5AKHTyWCwkQFggiMAA&url=https%3A%2F%2Fedisciplinas.usp.br%2Fploginfile.php%2F88150%2Fmod_folder%2Fcontent%2F0%2FAcordao%2520Caso%2520Sadia.docx%3Fforcedownload%3D1&usg=AFQjCNF3fssfQJGRscCdt4dleINRHVj6tw&cad=rja)> Acesso em: 10 out. 2016.

\_\_\_\_\_. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial n. 1.569.171 - SP – Proc. 0005123-26.2009.403.6181. Recorrentes: Luiz Gonzaga Murat Júnior e Romano Ancelmo Fontana Filho. Recorrido: Ministério Público Federal. Relator: Min. Gurgel de Faria. Brasília, DJ 25 fev. 2016. Disponível em: <  
[https://ww2.stj.jus.br/processo/revista/documento/mediado/?componente=ITA&sequencial=1480454&num\\_registro=201401067916&data=20160225&formato=HTML](https://ww2.stj.jus.br/processo/revista/documento/mediado/?componente=ITA&sequencial=1480454&num_registro=201401067916&data=20160225&formato=HTML)>. Acesso em: 25 mar. 2017.

BRUSCATO, Wilges. **A proteção judicial aos investidores**. In WALD, Arnaldo (organizador) *Direito Empresarial: mercado de capitais*, v. 8. p. 877/902. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2011.

CANTIDIANO, Luiz Leonardo. **Alienação e aquisição de controle**. In WALD, Arnaldo (organizador) *Direito Empresarial: mercado de capitais*, v. 8. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2011.

CARVALHO FILHO, José dos Santos. **Manual de direito administrativo**. 28. ed. São Paulo: Atlas 2015.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas**. v.1. artigos 1º a 74. 4 ed. Rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2007.

\_\_\_\_\_. **Comentários à lei de sociedades anônimas**. v.2. 4. ed. artigos 75 a 137. São Paulo: Saraiva, 2008.

\_\_\_\_\_. **Comentários à lei de sociedades anônimas**. v.3. 4. ed. artigos 138 a 205. São Paulo: Saraiva, 2009.

CASTELLAR, João Carlos, ***Insider Trading* e os novos crimes corporativos**. Rio de Janeiro, Editora Lumen Juris, 2008.

COELHO, Fabio Ulhoa. **Curso de direito comercial: direito de empresa**. 20. ed, rev., atual e ampl. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2016, V.2.

COMPARATO, Fábio Konder. “*Insider trading*”: sugestões para uma moralização do nosso mercado de capitais. **Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, ano X. n. 2, p. 41/47, abr./jun. 1971.

\_\_\_\_\_. **Direito empresarial: estudos e pareceres**. 1ª edição. São Paulo, Saraiva, 1995.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Uso indevido de informação privilegiada (*insider trading*)**. 1ª ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2016.

\_\_\_\_\_. **Instrução Normativa n. 8 de 1979**. Publicada: 15 out. 1979 Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst008.html>> Acesso em: 14 abr. 2017.

\_\_\_\_\_. **Instrução Normativa n. 31 de 1984.** Publicada: 14 fev. 1984. Disponível em: < <http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst031.html>> Acesso em: 12 abr. 2017.

\_\_\_\_\_. **Instrução Normativa n. 202 de 1993.** Publicada em 13 dez. 1993 Disponível em: < <http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst202.html>> Acesso em: 13 abr. 2017.

\_\_\_\_\_. **Instrução Normativa n. 358 de 2002.** Publicada em 28 jan. 2002. Disponível em: < <http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst358.html>>. Acesso em: 14 mar. 2017.

\_\_\_\_\_. **Instrução Normativa n. 400 de 2003.** Publicada em 29 dez. 2003. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst400.html>>. Acesso em: 17 nov. de 2016.

\_\_\_\_\_. **Instrução Normativa n. 461 de 2007.** Publicada em 24 out. 2007. Disponível em: < <http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst461.html>> Acesso em: 20 mar. 2017.

\_\_\_\_\_. **Instrução Normativa n. 480 de 2009.** Publicada em 07 dez. 2009. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst480.html>>. Acesso em: 10 abr. 2017.

\_\_\_\_\_. **Instrução Normativa n. 547 de 2014.** Publicada em: 06 fev. 2014. Disponível em: < <http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst547.html>> 28 abr. 2017.

\_\_\_\_\_. **Ofício-Circular/cvm/sep/nº02/2016.** Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/circ/sep/anexos/oc-sep-0216.pdf>. Acesso em: 10 abr. 2017.

\_\_\_\_\_. **Processo Administrativo Sancionador CVM nº SP 2007/0118.** Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2008/20080226\\_PAS\\_SP20070118.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2008/20080226_PAS_SP20070118.pdf)> Acesso em: 10 mar. 2017.

\_\_\_\_\_. Processo Administrativo Sancionador CVM nº SP 2007/0117. Disponível em:  
<

[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2008/20080226\\_PAS\\_SP20070117.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2008/20080226_PAS_SP20070117.pdf)> Acesso em: 10 mar. 2017.

\_\_\_\_\_. Processo Administrativo Sancionador CVM nº SP 2007/0119. Disponível em:  
<<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisooes/anexos/0004/5912-0.pdf>> Acesso em: 20 mar. 2017.

EIZIRIK, Nelson. “Insider trading” e responsabilidade de administrador de companhia aberta. **Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, ano XXII. n. 50, p. 42/56, abr./jun. 1983.

FERREIRA, Laila Cristina Duarte. **Divulgação de informações no mercado de valores mobiliários brasileiro: a regulação da atividade jornalística**. São Paulo, 2013. Dissertação. Orientador Prof. Dr. José Alexandre Tavares Guerreiro. Mestrado em Direito Comercial da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo.

GALLO, Giovanna Mazetto. **A oferta pública**. In WALD, Arnaldo (organizador) *Direito Empresarial: mercado de capitais*, v. 8. p. 565/600. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2011.

GONÇALVES, Maria Gabriela Ventouroti Perrotta Rios e GONÇALVES, Victor Eduardo Rios. **Direito comercial: direito de empresa e sociedades empresárias**. (Coleções sinopses jurídicas), v. 21. São Paulo: Saraiva, 2005.

GONÇALVES, Carlos Roberto. **Direito Civil Brasileiro, responsabilidade civil**. v.4. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2010.

GOLDBERG, Daniel Krepel. A lei 10.303, de 2001 e a inclusão dos derivativos no rol dos valores mobiliários. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. São Paulo: Malheiros, ano 42, n. 129, p. 73/82, jan./fev. 2003.

GUERREIRO, André *et al.* **Crise financeira de 1929**. Disponível em : <<http://jornalehistoria.blogspot.com.br/p/crise-financeira-de-1929.html>> Acesso em : 02 mai. 2017.

LOPES JR., Aury. **Direito Processual Penal**. 10 ed. São Paulo: Saraiva, 2013.

LUCCHESI, Guilherme Brenner. O objeto da tutela penal no delito de *insider trading*. **Revista Brasileira das Ciências Criminais**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, ano 19. n. 90, p. 137/161, mai./jun. 2011.

MACIEL, Karina Teresa da Silva e MARTIN, Antônio. **Efetividade da Repressão ao insider trading**. Disponível em : <<http://www.publicadireito.com.br/artigos/?cod=40a65e5a692bf1f5>>, 2014. Acesso em : 28 abr. 2017.

MATTOS, Ary Oswaldo Filho. Valores *Mobiliários*. In COELHO, Fabio Ulhoa. **Tratado de direito comercial, volume 3, sociedade anônima**. p. 13/37. São Paulo, Saraiva, 2015.

MARTINS, Fran. **Curso de Direito Comercial**. Atual. Carlos Henrique Abrão. 40. Ed. rev. atual. e ampl. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

MELLO, Sebastian Borges de Albuquerque. **Direito Penal : Sistemas, códigos, e microssistemas jurídicos**. Curitiba : ed. Juruá, 2004.

MONEDA, Willian. **Legitimidade e vantagens das empresas offshore**. Jus navigandi. Disponível em : <https://jus.com.br/imprimir/31340/legitimidade-e-vantagens-das-empresas-offshore>. Acesso em: 25 abr. 2017.

MUSSNICH, Francisco Antunes Maciel. A utilização desleal de informações privilegiadas – “*insider trading*” – no Brasil e nos Estados Unidos. **Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, ano XVIII. n. 34, p. 35/51, abr./jun. 1979.



NAJJARIAN, Ilene Patrícia De Noronha. Das ações de sociedades anônimas como originadoras de outros valores mobiliários. In FINKELSTEIN, Maria Eugênia Reis e PROENÇA, José Marcelo Martins (coordenadores) **Sociedades anônimas**. 2. Ed. p. 149/160. São Paulo: Saraiva, 2011.(Série GVlaw).

NEVES, Heidi Rosa Florência. **Bem jurídico protegido pelo crime de *insider trading***. Disponível no Boletim 252 IBCCRIM, nov. 2013.

[https://www.ibccrim.org.br/boletim\\_artigo/4985-Bem-juridico-protegido-pelo-crime-de-insider-trading](https://www.ibccrim.org.br/boletim_artigo/4985-Bem-juridico-protegido-pelo-crime-de-insider-trading) , **acesso em 13 mar. 2017**

NUCCI, Guilherme de Souza. **Manual de Processo Penal e Execução Penal**. 14 ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

NUNES, Márcio Tadeu Guimarães. **Função e Impacto das sociedades anônimas no sistema jurídico e econômico brasileiro**. In FINKELSTEIN, Maria Eugênia Reis e PROENÇA, José Marcelo Martins (coordenadores) **Sociedades anônimas**. 2. Ed. p. 23/52 São Paulo: Saraiva, 2011 – (Série GVlaw).

OLIVEIRA, Natália Teixeira Rodrigues de. *Insider Trading*: uma realidade à luz do direito penal. **Revista da Faculdade de Direito da UFMG**. Belo Horizonte. n. 60, p. 365/387, jan/jun. 2012.

PARENTE, Norma Jonssen. **Aspectos Jurídicos do “*insider trading*”**. Rio de Janeiro, 1978. Disponível em: <

[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/acesso\\_informacao/serieshist/estudos/anexos/Aspectos-Juridicos-do-insider-trading-NJP.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/acesso_informacao/serieshist/estudos/anexos/Aspectos-Juridicos-do-insider-trading-NJP.pdf) >, acesso em 14 mar. 2017.

PARLAMENTO EUROPEU. **Directiva 2003/6/ce del parlamento europeo y del consejo de 28 de enero de 2003 sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso del mercado)**. Disponível em : [http://publications.europa.eu/resource/ellar/40f75bb1-a1d4-40d6-88d7-69ede388f254.0006.03/DOC\\_1](http://publications.europa.eu/resource/ellar/40f75bb1-a1d4-40d6-88d7-69ede388f254.0006.03/DOC_1). Acesso em: 14 mar. 2017.

PASSOS, Thaís Bandeira Oliveira. **Lavagem de Capitais: (dis)funções político-**

**criminais no seu combate.** Salvador: Juspodium, 2011.

PITTA, André Grunspun. O direito do acionista à informação. *In* COELHO, Fabio Ulhoa (coordenador). **Tratado de direito comercial. v.3: sociedade anônima.** p. 163/204. São Paulo, Saraiva, 2015.

PIMENTA, Guilherme. **Insider trading tem mesmo peso legal que furto de galinha.** Jota. Disponível em : < <https://jota.info/justica/insider-trading-tem-mesmo-peso-legal-que-roubo-de-galinha-26042017>> Acesso em: 01 mai. 2017.

PRADO, Luis Regis. **Direito penal econômico.** 6ª ed. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2014.

PRADO, Viviane Muller. VILELA, Renato. Punição do uso de informação privilegiada no Brasil. **Revista dos Tribunais.** São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, ano 104. v. 957, p. 153/175, jul. 2015.

\_\_\_\_\_ *et al.* **Insider trading: normas, instituições e mecanismos de combate no Brasil.** São Paulo: FGV Direito SP, 2016. Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/17696>> Acesso em: 07 mar. 2017.

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

\_\_\_\_\_, *Insider Trading: o primeiro caso de criminalização pela justiça brasileira.* *In* FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. VON ADAMEK, Marcelo Vieira. (coordenadores). **Temas de Direito Empresarial e outros estudos em homenagem ao Professor Luiz Gastão Paes de Barros Leães.** p. 253/293. São Paulo, Malheiros, 2014.

\_\_\_\_\_, Informações Privilegiadas no Mercado de capitais. In COELHO, Fabio Ulhoa (coordenador). **Tratado de direito comercial. v.4: relações societárias mercado de capitais.** p. 398/424. São Paulo, Saraiva, 2015.

REQUIÃO, Rubens. **Curso de direito comercial.** 2.v. 24<sup>a</sup> ed. Atual. Por Rubens Edmundo Requião. São Paulo, Saraiva, 2005.

QUEIROZ, José Eduardo Carneiro. **Valor mobiliário, oferta pública e oferta privada: conceitos para o desenvolvimento do mercado de capitais.** In WALD, Arnaldo (organizador) Direito Empresarial: mercado de capitais, v. 8. p.193/200. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2011.

SALOMÃO FILHO, Calixto. Sociedade anônima: interesse público e privado. **Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro.** São Paulo: Editora Malheiros, ano XLI. n. 127, p. 7/20 jul./set. 2002.

\_\_\_\_\_. **O novo direito societário.** 4. ed. São Paulo: Malheiros. Disponível em:< [https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/361041/mod\\_resource/content/1/4.4%20Salo%CC%83o%20F%C2%BA%2C%20C.%20Interesse%20social.pdf](https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/361041/mod_resource/content/1/4.4%20Salo%CC%83o%20F%C2%BA%2C%20C.%20Interesse%20social.pdf)>. Acesso em: 19 mar. 2017.

SANTANA, Melina Marques Mendes. **O tratamento penal do uso indevido de informação privilegiada no mercado de capitais – insider trading.** São Paulo, 2012. Dissertação. Orientador: Prof. Doutor Oswaldo Henrique Duek Marques . Mestrado em Direito, Pontifícia Universidade Católica de São Paulo.

SCALZILLI, João Pedro. SPINELLI, Luis Felipe. A racionalidade econômica do combate ao *insider trading*: assimetria de informação e dano ao mercao. **Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro.** São Paulo: Editora Malheiros, ano XLVI. n. 147, p. 42/53, jul./set. 2007.

SEC. *Securities Exchange Commission*. Section 16(b), 1934 Overview. Disponível em: <http://seattletimes.nwsourc.com/ABPub/2007/11/03/2003992962.pdf>. Acesso em: 10 abr. 2017.

SEC. *Securities Exchange Commission*. Section 10 B5 , 1942. Disponível em: [http://udel.edu/~pollack/Acct867/handouts/securities%20regulation/Securities%20Exchange%20Act%20of%201934%20&%20Rule%2010\(b\)5.doc](http://udel.edu/~pollack/Acct867/handouts/securities%20regulation/Securities%20Exchange%20Act%20of%201934%20&%20Rule%2010(b)5.doc) 10 abr. 2017

TOMAZETTE, Marlon. **Curso de direito empresarial: teoria geral e direito societário**. 6. ed. v.1. São Paulo: Atlas 2014.

VENOSA, Silvio de Salvo e RODRIGUES, Claudia. **Direito civil: direito empresarial**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2015. Coleção direito civil. v.8.

YAZBEK, Otávio. **As companhias abertas – sua caracterização, as vantagens e as desvantagens da abertura de capital**. In FINKELSTEIN, Maria Eugênia Reis e PROENÇA, José Marcelo Martins (coordenadores) *Sociedades anônimas*. 2. Ed. p. 107/146. São Paulo: Saraiva, 2011.(Série GVlaw).

\_\_\_\_\_. **A regulamentação das bolsas de valores e das bolsas de mercadorias e futuros e as novas atribuições da comissão de valores mobiliários**. In WALD, Arnaldo (organizador) *Direito Empresarial: mercado de capitais*, v. 8, p. 687/709. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2011- A.