

**INSTITUTO BRASILIENSE DE DIREITO PÚBLICO – IDP
ESCOLA DE DIREITO DE BRASÍLIA – EDB
CURSO DE GRADUAÇÃO EM DIREITO**

LEONARDO FREIRE DE MELO

***“INSIDER TRADING”* NO BRASIL: UMA ANÁLISE DOS JULGAMENTOS
ADMINISTRATIVO E PENAL E SUAS REPERCUSSÕES EM
CONTROLADORES, ADMINISTRADORES, ACIONISTAS E EXTERNOS.**

Brasília/DF

2017

LEONARDO FREIRE DE MELO

***“INSIDER TRADING”* NO BRASIL: UMA ANÁLISE DOS JULGAMENTOS
ADMINISTRATIVO E PENAL E SUAS REPERCUSSÕES EM
CONTROLADORES, ADMINISTRADORES, ACIONISTAS E EXTERNOS**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado
ao Curso Graduação em Direito como requisito
para aprovação para Graduação pela EDB –
Escola de Direito de Brasília.

Orientadora: Profa. Amanda Athayde

Brasília/DF

2017

LEONARDO FREIRE DE MELO

***“INSIDER TRADING”* NO BRASIL: UMA ANÁLISE DAS INVESTIGAÇÕES ADMINISTRATIVAS E PENAS EM RELAÇÃO AOS ADMINISTRADORES, CONTROLADORES, MINORITÁRIOS E EXTERNOS**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Curso Graduação em Direito como requisito para aprovação na Graduação pela EDB – Escola de Direito de Brasília.

Brasília-DF, 19 de junho de 2017.

Profa. Dra. Amanda Athayde L. Martins Rivera
Professora Orientadora

Prof. Dr. Paulo G. Gonet Branco
Membro da Banca Examinadora

Profa. Dr. Dulce Furquim
Membro da Banca Examinadora

Dedico esse trabalho a minha família, a Eunice Ramos e a tantos amigos que contribuíram para que eu concluísse a Graduação.

AGRADECIMENTOS

Esse presente trabalho certamente não poderia ter sido finalizado sem o estímulo e o auxílio de algumas pessoas fundamentais. Sem a pretensão de enumerar todos aqueles que, de alguma forma, me ajudaram, agradeço, em primeiro lugar, à minha orientadora, Amanda Athayde, por ter sido tão prestativa e presente, sendo essencial para conclusão do trabalho.

A minha Gratidão ao meu estimado amigo Mauro Ribeiro Neto, que com sua excelente aula me inspirou sobre o tema inicialmente abordado, e, aos professores, Paulo Gonet e João Trindade que por sua simplicidade me ensinaram que humildade e inteligência podem andar de mãos dadas.

A minha gratidão a todos os professores do IDP, em especial a professora Dulce e Kenia, que sempre me incentivaram a continuar, mesmo quando eu achei que não fosse conseguir.

E, por fim, minha gratidão a todos meus familiares e amigos que fizeram parte da minha vida nesses anos de curso e contribuíram diretamente para continuidade do mesmo, em especial os meus pais e a Kelly Jane por serem tão presente, meus queridos amigos (as) Sra. Eunice Ramos, Paulo Jacobina e Marília Jacobina, Maria Letícia e Evandro, João Berchmans e Adriana, que estiveram presente em minha vida como verdadeira família.

“A humildade é o primeiro degrau para a
sabedoria”

São Tomás de Aquino

RESUMO ¶

Este trabalho analisa diversos julgamentos administrativos da CVM em que se apurou eventual uso de informação privilegiada por parte dos administradores, controladores, sócios minoritários, e terceiros. A partir disso, estudou-se aspectos importantes das companhias de capital aberto, fazendo relação entre o conflito de agências com o *insider trading*, levando em consideração o novo modelo de Governança Corporativa, que visa equilibrar os conflitos existentes entre esses agentes. Ao verificar que a persecução administrativa ao crime do uso de informação privilegiada tem sido insuficiente analisamos alguns casos julgados pela Justiça Federal nos quais percebemos a necessidade de mudança nos métodos de julgamento, na persecução criminal realizada pelo Ministério Público, e a por fim, a necessidade de eventual aprimoramento legislativo, visando maior efetividade no combate ao uso de informação privilegiada, como mecanismo de incentivo e credibilidade aos interessados em investir em companhias de capital aberto.

Palavras-chave: *Insider Trading*. Informação privilegiada. Governança Corporativa. Persecução administrativa *contra-insider*. Persecução penal *contra-insider*.

ABSTRACT ¶ ¶

This paper analyzes several administrative judgments of the CVM in which it was ascertained eventual use of privileged information on the part of the administrators, controllers, minority partners, and third parties. From this, we analyzed important aspects of publicly traded companies, linking agency conflicts with insider trading, taking into account the new model of corporate governance, which aims to balance the existing conflicts between these agents. In verifying that the administrative prosecution of insider information has been insufficient, we have analyzed a number of cases judged by the federal courts in which we perceive the need to change the methods of judgment, the criminal prosecution carried out by the Public Prosecution Service, and finally, the necessity Of eventual legislative improvement, aiming at a greater effectiveness in the fight against the use of privileged information, as a mechanism of incentive and credibility to those interested in investing in public companies.

Keywords: Insider Trading. Privileged information. Corporate Governante. Contra-insider administrative pursuit. Criminal prosecution contra-insider.

Sumário

1.	INTRODUÇÃO	13
2.	PERSECUÇÃO ADMINISTRATIVA	17
2.1	Papel Da CVM No Combate Ao “insider trading”	17
2.2	Estudo De Casos	19
2.2.1	Caso Petrobrás	21
2.2.2	Caso Servix	22
2.2.3	Caso Light Participações S.A.	24
2.2.4	Caso Brahma	26
2.2.5	S.A. White Martins	28
2.2.6	Caso Elevadores Atlas S. A.	30
2.2.7	Caso Copel	33
2.2.8	Caso Grupo AES Eletropaulo	34
2.2.9	. Caso Techold Participações S/A	38
2.2.10	Caso Sadia-Perdigão.	42
2.2.11	Caso Refinaria de Petróleo de Manguinhos S/A	52
2.2.12	Caso Banco BBA Creditanstalt S.A.	52
2.2.13	Caso Cremer S.A.	53
2.2.14	Caso MTC do Brasil Participações	53
2.2.15	Caso Grazziotin S/A	53

2.2.16	Caso Banco do Brasil S.A.	54
2.2.17	Caso Randon Participações S/A	54
2.2.18	Caso BRADESPAR S/A	54
2.2.19	Caso Cambuci	55
2.2.20	Caso Tele Centro Oeste Celular e outros.....	55
2.2.21	Caso Embraer	56
2.2.22	Caso Bahema equipamentos S/A.....	56
2.2.23	Caso Goldman, Sachs & Co.....	57
2.2.24	Caso Credit Suisse International	57
2.2.25	Caso Gol Linhas Aéreas Inteligentes S/A.....	58
2.2.26	Caso Credit Suisse Securities (USA) LLC	58
2.2.27	Caso Cyrela	58
2.2.28	Caso Sadia S/A	59
2.2.29	Caso Estácio Participações S/A	59
2.2.30	Caso Sadia S/A	59
2.2.31	Caso Ipiranga S/A.....	60
2.2.32	Caso Ambev	60
2.2.33	Caso Lupatech	61
2.2.34	Caso Renner	61
2.2.35	Caso Aços Villares S/A.....	61
2.2.36	Caso Suzano Petroquímica S/A	62

2.2.37	Caso PanAmericano S/A	62
2.2.38	Caso Banco Aguassanta Participações S/A	63
2.2.39	Caso Safic Participações S/A	63
2.2.40	Caso Banco PTG Pactual S/A	63
2.2.41	Caso Guilherme Colonna Rosman	64
2.2.42	Caso Manasa Madeireira Nacional.....	64
2.2.43	Caso Brasil Brokers Participações S/A.....	64
2.2.44	Caso Ecodiesel	65
2.2.45	Caso BHG S/A.....	65
2.2.46	Caso Renova Energia S/A.....	65
2.2.47	Caso Amil	66
2.2.48	Caso Refinaria Pet Manguinhos S/A	66
2.2.49	Caso Merisa	67
2.2.50	Caso Banco de investimento Credit Suisse S/A	67
2.2.51	Caso Fundo de Investimento Imobiliário	67
2.2.52	Caso Fundação Petrobras de Seguridade Social	68
2.2.53	Caso Parmalat Brasil S/A	68
2.2.54	Caso SANEPAR	69
2.2.55	Caso HRT Participações em Petróleo S/A	69
2.2.56	Caso HRT Participações em Petróleo S/A	70
2.2.57	Caso Mundial S/A.....	70

2.2.58	Caso CCX Carvão da Colômbia S/A	70
2.2.59	Caso Contax Participações S/A	71
2.2.60	Caso OSX Brasil S/A	71
2.2.61	Caso JBS.....	72
2.3	Conclusões Preliminares Sobre a Persecução Administrativa	73
3.	PERSECUÇÃO PENAL	74
3.1	<i>“insider trading”</i> E Seus Aspectos Penais No Brasil.	75
3.2	Estudo De Casos	78
3.2.1	Caso Sadia/Perdigão.	78
3.2.2	Caso Randon S.A.	83
3.2.3	Caso Mundial.	84
3.2.4	Caso OGX.	86
3.3	Conclusões Preliminares Sobre a Persecução Penal	87
4.	CONCLUSÃO.....	89
5.	REFERÊNCIAS.....	94

1. INTRODUÇÃO

O “*insider trading*” consiste no uso indevido de informações privilegiadas no âmbito do mercado de capitais na utilização de informações relevantes que ainda não foram divulgadas e, que, quando tornadas públicas, causam alterações no valor econômico de títulos emitidos por uma companhia, visando ou não auferir vantagem indevida.¹

O fundamento inicial se encontra no art. 155 a lei das S/A (lei de sociedades anônimas), que consagra expressamente o dever de lealdade do administrador para com a companhia. Assim, inaugurou-se no direito brasileiro o *standard of loyalty* do direito societário norte-americano, que consiste no dever de caráter do sócio administrador, que tem como obrigação buscar que se prevaleça o interesse da companhia em detrimento dos seus, sendo este requisito fundamental para o bom funcionamento do mercado de capitais.

O § 1 do art. 155 da lei das S/A, impõe, ainda, ao administrador o dever de sigilo sobre qualquer tipo de informação que tenha sido obtida em função do cargo, que ainda não tenha sido divulgada e que possa influenciar de alguma forma nos valores mobiliários. Já, o art. 157, trouxe, também, o dever de informação e transparência, sendo que sua aplicação se encontra expressa no § 4, impondo aos administradores de companhia aberta o dever de divulgar junto à bolsa de valores o fato relevante.

Inicialmente, para entender o presente trabalho, faz-se necessário levar em consideração a importância da informação nas companhias de capital aberto, que acompanhada com o dever de transparência e de lealdade - dos seus administradores, acionistas minoritários e acionistas majoritários - podem influenciar diretamente nos lucros ou nos prejuízos da companhia e de seus acionistas.

¹PEREIRA, Leonardo P. Gomes. Uso Indevido de Informação Privilegiada (“insider trading”) / **Cadernos Comissão de Valores Mobiliários**, 11. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2016. p. 16.

Nesse contexto, a teoria econômica convencional ressalta a importância da informação para a alocação de capital nos mercados de valores mobiliários, pois um mercado desenvolvido está ligado diretamente à qualidade da informação. Essa hipótese, também é conhecida como Hipótese de Eficiência do Mercado², ou seja, quanto maior a quantidade e qualidade de informações disponibilizada sobre uma ação, mais eficiente será o comportamento de seu preço.³

Esse fenômeno, entre os investidores, também é reconhecido como um princípio basilar: o princípio do “*FULL DISCLOSURE*”, ou da informação completa.⁴ Desse modo, pode-se entender que o princípio da informação completa é um princípio fundamental no mercado, um dever dos acionistas e administradores, pois busca assegurar e igualdade a informação entre todos.⁵

Não obstante disso, o dever de transparência e informação decorre diretamente do dever de lealdade dos gestores, que não podem buscar apenas interesses próprios, mas o da companhia e de todos os investidores.⁶ Por isso, os deveres de informar alcançam as informações referentes à companhia e àquelas relativas aos próprios gestores, com intuito de possibilitar o controle da atuação destes e evitar que tenham vantagens excessivas ou façam expropriações vedadas pelo dever de lealdade

A principal consequência do dever de lealdade no ordenamento jurídico brasileiro está na proibição de agir em situação de conflito de interesses, disciplinada pelo art. 156, da Lei das S/A. Por isso, pode-se afirmar que o dever de lealdade está diretamente relacionado ao dever de agir no interesse da companhia, visando à preservação do bom funcionamento do mercado de capitais e dos interesses dos investidores, com intuito de evitar a utilização de

²YADAV, Y.: “*insider trading*” and Market structure. UCLA L. REV. (2016) p. 968.

³ FORTI, C.A.B.; PEIXOTO, M.; SANTIAGO, W.P. 2009. **Hipótese da eficiência de mercado: Um estudo exploratório no mercado de capitais brasileiro.** *Gestão & Regionalidade*, 25 (75):45-56, p. 45.

⁴ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariadna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais – Regime Jurídico.** Rio de Janeiro: Editora Renovar. 2008. p. 527.

⁵YADAV, Y.: “*insider trading*” and market structure. UCLA L. REV. (2016). p. 1016.

⁶ Frazão, Ana. **Função social da empresa: repercussões sobre a responsabilidade civil de controladores e administradores de S/As** - Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 342-345

informações privilegiadas em benefício do próprio do administrador, dos sócios minoritários, dos sócios controladores, ou ainda de terceiros em detrimento dos demais investidores, caracterizando-se nesse caso o “*insider trading*”.⁷

O uso de informação privilegiada pode ser cometido por agentes internos e externos da companhia. Os deveres apresentados até agora são aplicáveis aos controladores, administradores e acionistas - assim, insider pode ser cometido por esses três agentes internos – *insider* primário, mas, além desses, poderá ser cometido por um terceiro externo, não pertencente ao ambiente societário ou administrativo da empresa – *insider* secundário. A partir disso, se descobrirá qual a predominância do cometimento desse ilícito – entre os *insiders* primários ou secundários, seja na esfera administrativa, ou ainda no âmbito penal.

Vale destacar que o “*insider trading*” poderá relacionar-se ao tipo de controle exercido pelos administradores e controladores junto à companhia que se divide em duas espécies: controle interno e externo.

O controle Interno é exercido por quem detém participação societária, que segundo BERLE e MEANS– em sua obra “*The Modern Corporation and Private Property*” - compreenderá as formas totalitária, majoritária, minoritária, gerencial e Controle legal – ou externo^{8, 9}.

A partir disso, chegamos a outro conceito, o conflito entre as agências

⁷ Ibid., p 174-175.

⁸ O controle totalitário, ou quase completa titularidade, manifesta-se quando todos os acionistas exercem controle, isto é, quando nenhum dos acionistas é excluído do poder nas deliberações societárias ou quando esse poderes estiver centrado nas mãos de uma só pessoa, caso comum na sociedade unipessoal. O Controle Majoritário será quando o controle for exercido pelos acionistas que detém a maiorias das ações com direito a voto e que exerce efetivamente esse poder. O controle Minoritário estará caracterizado quando o controle está nas mãos de acionista que detém menos da metade - ou seja, menor que 50% - das ações com direito a voto em companhias com grande dispersão acionária. Já o controle gerencial se caracteriza nas sociedades com capital disseminado e ausência de influência dos acionistas, implicando que o poder de decisão venha se concentrar nas mãos dos administradores, por meio das prerrogativas da diretoria. Quanto ao controle legal, ou externo, é fundado em expedientes ou artifícios legais, em que o controle é exercido por um indivíduo que não tem propriedade, mas um dever legal. COMPARATO, Fabio Konder, SALOMÃO FILHO. O poder de controle na sociedade anônima. – 6. Ed. rev. e atual. – Rio de Janeiro. Ed. Forense, 2014. p. 46-54.

⁹ COMPARATO, Fabio Konder, SALOMÃO FILHO. **O poder de controle na sociedade anônima.** – 6. Ed. rev. e atual. – Rio de Janeiro. Ed. Forense, 2014. p. 44.

que acontece por que nem sempre o controle da empresa será exercido por seus proprietários, e sim por seus administradores.

A importância desse conceito se relaciona ao fato do domínio das informações entre os administradores da companhia, que poderá ser o ponto chave para se chegar ao cometimento do uso de informação privilegiada.¹⁰

Com a criação do “Novo Mercado” - BMF&BOVESPA no ano 2000 - buscou-se maiores direitos e garantias aos acionistas, bem como informações mais completas, o que conseqüentemente resultou no aumento da confiança dos investidores buscando a maximização dos benefícios dos acionistas. Essa nova estrutura administrativa ficou conhecida como novo modelo de governança corporativa.¹¹

O Novo Mercado, além de minimizar o conflito entre as agências, estabeleceu padrão de governança corporativa¹² visando priorizar o princípio da informação completa, entendendo que as informações a serem divulgadas vão muito além daquelas previstas na lei societária; reforçando as garantias patrimoniais dos sócios minoritários no momento da saída da sociedade; e, por fim maiores proteções estruturais, que modificam a conformação interna das sociedades.¹³

¹¹ Ibid., p 207.

¹² De acordo com o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa- IBGC (2004), "Governança Corporativa é o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre Acionistas/Cotistas, Conselho de Administração, Diretoria, Auditoria Independente e Conselho Fiscal. As boas práticas de governança corporativa têm a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para a sua perenidade."

¹³ Ibid., p. 207-209.

2. Persecução Administrativa do “*insider trading*”

Para alcançar os objetivos do presente trabalho, é importante entender o papel da Comissão de Valores Mobiliários—doravante CVM -no Brasil, já que a maioria dos julgamentos a respeito de “*insider trading*” ocorre na esfera administrativa, sendo a CVM responsável por sua persecução e regulação.¹⁴

2.1. O Papel da CVM no combate ao “*insider trading*”

O principal objetivo da CVM, conforme previsto no art. 9, da lei 6.385 de 1976 é: “*fiscalizar os participantes em mercados de capitais, podendo requisitar diligências, documentos, informações, determinar a publicação de informações, além de punir as práticas ilegais mediante inquérito administrativo.*”¹⁵

Em 2001, uma importante alteração foi feita ao art. 4º, IV, C da lei 6.385/76, sendo incluído às funções da CVM o dever de exercer suas atribuições com o fim de proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra o uso de informação relevante não divulgada no mercado em conjunto com o Conselho Monetário Nacional.¹⁶A partir disso, a CVM passou a exercer papel fundamental no combate aos *Insiders*, trazendo alterações importantes na regulamentação relacionada à divulgação e ao uso de informações privilegiadas no mercado de capitais - ICVM 358/02 – tecendo detalhes sobre as leis 6.404/76 e 6.385/76, no que diz respeito ao uso indevido de informações privilegiadas.

No art. 13, da instrução normativa, foi regulamentada a vedação a

¹⁴ Lei 6.385 de 1976. 5 é instituída a Comissão de Valores Mobiliários, entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária.

¹⁵ Lei 6.385 de 1976. Art. 9 V - apurar, mediante processo administrativo, atos ilegais e práticas não equitativas de administradores, membros do conselho fiscal e acionistas de companhias abertas, dos intermediários e dos demais participantes do mercado;

¹⁶ Lei 6.385 de 1976. Art. 4. O Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários exercerão as atribuições previstas na lei para o fim de: IV proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra: o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários. (Alínea incluída pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

pessoas ligadas a companhia, ao uso da informação privilegiada.¹⁷ No entanto, tal aplicação foi estendida, nos parágrafos 1º, 2º e 4º do art. 13, da mesma lei, a outras pessoas que detenham conhecimento de informações referente a ato ou fato relevante e que ainda não foram divulgados ao mercado.¹⁸

Além desses dispositivos apresentados, em 8 de junho de 2017, o Planalto editou uma Medida Provisória - 784/2017, que institui um novo marco regulatório para os processos administrativos sancionadores instaurados pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM).¹⁹

Além de elevar os valores das multas a Medida Provisória autorizou a CVM assinar acordo de leniência para apurar condutas lesivas ao Sistema Financeiro Nacional. O objetivo da norma, segundo a autarquia, é conferir maior agilidade e efetividade aos processos administrativos contra pessoas físicas ou jurídicas que atuam no sistema financeiro, inclusive em face das auditorias independentes que prestam serviço para este setor da economia.

Desse modo, percebe-se a importância do papel da CVM e sua

¹⁷ “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.”

¹⁸ “§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. §2º Sem prejuízo do disposto no parágrafo anterior, a vedação do caput se aplica também aos administradores que se afastem da administração da companhia antes da divulgação pública de negócio ou fato iniciado durante seu período de gestão, e se estenderá pelo prazo de seis meses após o seu afastamento. (...) § 4º Também é vedada a negociação pelas pessoas mencionadas no caput no período de 15 (quinze) dias que 18 antecedem a divulgação das informações trimestrais (ITR) e anuais (DFP) da companhia, ressalvado o disposto no § 2º do art. 15-A.”

¹⁹ BRASIL. Medida Provisória - 784/2017, de 7 de junho de 2017. Dispõe sobre o processo administrativo sancionador na esfera de atuação do Banco Central do Brasil e da Comissão de Valores Mobiliários. Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil. Brasília, DF, 7 de jun. 2017. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2017/Mpv/mpv784.htm Acesso em: 13 jun. 2017.

relevância para este trabalho que tem por foco as atividades exercidas pela CVM na persecução do “*insider trading*”.

2.2. Estudo de casos

Após a entrada em vigor da legislação e das definições do papel da CVM no combate aos *insiders*, a punição administrativa de casos que envolvia o uso de informação privilegiada passou por diversos avanços se tornando fonte de construção normativa dessa corte administrativa.

Na tabela a seguir se apresentará relação dos casos julgados a partir do ano 2000 pela CVM²⁰. Além desses casos, apresentam-se os que foram relevantes para evolução normativa do combate ao uso de informação privilegiada. Ressalta-se, ainda, o método utilizado para classificar cada caso pelo indivíduo investigado sendo eles o administrador, controlador, sócio acionista minoritário ou terceiro externo.²¹

CASOS		INSIDER PRIMÁRIO			INSIDER SECUNDÁRIO
		Administradores Indiciados	Controladores indiciados	Sócios Minoritários Indiciados	Terceiros Indiciados
1	ACORDO / Sem número	X			
2	1/78	X			
3	22/99	X			
4	13/00				X
5	16/00	X			
6	33/00		X		
7	18/01		X		
8	04/04				X
9	17/02		X		X

²¹ Critério de filtro utilizado para pesquisa no site da CVM: <http://www.cvm.gov.br/sancionadores/?lastNameShow=insider+trading&lastName=insider%2520trading&filtro=exato&dataInicio=01%2F01%2F2000&dataFim=01%2F06%2F2017&categoria0=%2Fsancionadores%2Fsancionador%2F&buscado=false&contCategoriasCheck=2>

10	2007/0117	X			X
	2007/0118		X		
	2007/0119				X
11	2003/5627	X			
12	06/2003	X			
13	11/04	X	X	X	
14	2004/0852				X
15	2003/5669	X			
16	01/03	X			
17	07/2004	X			
18	22/04	X	X	X	X
19	2005/0155	X			X
20	25/2004	X			X
21	22/2006	X			
22	24/2005	X	X	X	
23	19/2006				X
24	2009/13459		X		X
25	19/2009				X
26	2010/4206				X
27	2008/9022	X			
28	13/2009		X		
29	11/2009				X
30	07/2007				X
31	10/2008	X			
32	21/2005	X			X
33	2010/14407	X			X
34	2010/1666				X
35	2011/3665	X			X
36	11/2008	X			X
37	2011/2789	X	X		
38	02/2010	X			
39	29/2000	X			X
40	2013/11654		X		
41	2013/2714				X
42	23/2010	X			X
43	2012/13047		X		
44	09/2012	X			
45	2013/5793	X			

46	2013/10579	X			
47	2013/9904				X
48	2013/4660	X	X		
49	2012/8010	X	X		
50	2013/12	X			
51	2013/1730				X
52	15/2010		X		
53	2011/3823	X			
54	2012/9808			X	X
55	2015/2666				X
56	2014/3225		X		
57	2012/11002	X	X	X	
58	2015/12595	X			
59	2014/10082	X			
60	2013/13172		X		
61	19957.004543/2017-81		X		

2.2.1. Caso “Petrobrás”

Um dos primeiros casos, logo após a aprovação da lei 6.404/76, teve como objeto um contrato de risco feito pela Petrobrás e a *British Petroleum*. Apesar de não ser levado a julgamento, pois foi resolvido por acordo entre as partes, chegou-se à conclusão – à época – que no ordenamento jurídico brasileiro não trazia presunção de crime nas operações realizadas pelos administradores antes da divulgação pelo mercado das operações a serem realizadas. ²²

²² Em 7 de dezembro de 1977, a British Petroleum, com contrato de risco, iniciou a perfuração do poço pioneiro LSPS-9, na bacia de Santos. No entanto, a partir de 23 de dezembro houve uma sequência de declarações, em que a Petrobrás desmentia sobre a descoberta de petróleo na plataforma continental de Santos. Por uma nota oficial, em 8 de março, a Petrobrás confirmou as declarações do ministro das Minas e Energia no sentido da existência de hidrocarbonetos no poço -as ações preferenciais ao portador no pregão da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro abriam para negociação em pregão a Cr\$ 3,90. No dia 18 de março através da imprensa e três dias mais tarde por nota oficial da Petrobrás foi definitivamente esclarecido que o poço era seco. Com a decisão da British Petroleum e da Petrobrás de tamponar e abandonar o poço, as ações da empresa caíram para Cr\$ 3,17 e em meados de abril estavam em Cr\$ 2,70. BRANCO, Regina Victoria Castello. **A lei das sociedades anônimas e o “insider trading” no Brasil**. Revista de Ciência Política, Rio de Janeiro, v. 27, n. 3, abr. 2016. p. 133-134.

A CVM, que começava o seu serviço de acompanhamento do mercado – só exerceu oficialmente suas atividades em 7 de abril de 1978 - procedeu a investigações sobre a possível ocorrência de utilização de informação privilegiada, além dos artifícios de manipulação de mercado, supervalorizando as ações da companhia.²³

No entanto, o relatório final da CVM foi inconclusivo quanto à ocorrência de manipulação ou de que os administradores da Petrobrás. Por isso, sofreu críticas pela ausência de conclusões mais objetivas, pois, a peça final produzida pela CVM, condenou certas práticas capazes de pôr em risco a liquidez das instituições intermediárias e a confiabilidade nos administradores de empresas, quanto a informações que possam influir no preço das ações, mas não concluindo, portanto, sobre a presunção de “*insider trading*”, nas operações realizadas pelos administradores.²⁴

Mesmo depois da entrada em vigor dos arts. 155 e 157 da lei 6404/76, notou-se que a lei era ainda limitada e aplicada apenas aos administradores das corporações, não alcançando terceiros que obtivessem acesso a essas informações.²⁵

Com isso, a CVM chegou à conclusão que eram necessários avanços e modificações na legislação, de maneira que ela regulasse o uso de informação privilegiada, da mesma forma que já existia na Legislação Norte-americana.²⁶

2.2.2. Caso Servix

O primeiro processo administrativo julgado pela CVM, foi o da “Servix” (Processo administrativo 1/78). Neste caso, teve envolvimento dos administradores da Servix Engenharia S.A., pela venda de ações da companhia.

Houve, no entanto, indícios de que os administradores da companhia

²³ Ibid., p. 133-134.

²⁴ Ibid., p. 112-113.

²⁵ MUSSNICH, Francisco Antunes Maciel, A utilização desleal cit., p. 44.

²⁶ Ibid., p. 44.

tivessem conhecimento informal da anulação da concorrência antes da divulgação no mercado.²⁷

A CVM instaurou inquérito administrativo para apurar a eventual ocorrência de atos ilegais relacionados à negociação de ações da Servix. A comissão de inquérito considerou que, devido às especulações, os administradores da Servix deveriam vir a público, para prestar informações e esclarecimentos, além de comunicar para Bolsa de Valores de São Paulo, solicitando a suspensão das negociações de maneira preventiva.²⁸

Entretanto, a comunicação se deu dias depois havendo grande intervalo, e, por isso, houve a venda de grande quantidade de ações por parte dos administradores, funcionários da companhia e pessoas ligadas à administração.²⁹

O inquérito concluiu pela aplicação de pena de multa ao presidente da Servix, por ter infringido o art. 155 da Lei nº 6.404 e pena de advertência ao diretor presidente, ao diretor superintendente, ao diretor técnico, e ao diretor financeiro, por terem violado o § 4 do art. 157 da Lei nº 6.404, mantendo-se omissos ao não divulgarem ao público investidor informação relevante.³⁰

Houve, ainda, mais dois indiciados no processo, que não pertenciam à diretoria da empresa, mas apenas ao conselho de administração. No entanto, a CVM entendeu pela exclusão da responsabilidade desses membros ao crime de uso de informação privilegiada.²⁶

A partir desse julgamento foi permitido aos investidores envolvidos nas operações e que sofreram prejuízos por causa das dessas condutas, o direito de

²⁷ No período entre 28 de março, data da decisão de cancelamento da concorrência, e 31 de março, último dia em que a Bolsa de Valores de São Paulo operou com ações da companhia, antes de suspender as negociações de segunda-feira 3 a 7 de abril. BRANCO, Regina Victoria Castello. **A lei das sociedades anônimas e o "insider trading" no Brasil**. Revista de Ciência Política, Rio de Janeiro, v. 27, n. 3, abr. 2016. p. 133-134.

²⁸ Ibid., p. 114.

²⁹ Ibid., p. 114-115.

³⁰ Ibid., p. 114-115.

serem indenizados por perdas e danos, pois foi considerado que as vantagens obtidas pelos *insiders* ofendem diretamente a lealdade mínima necessária para o mercado.²⁶

Outro aspecto importante, na presente decisão, foi definir o caráter objetivo à conduta dos *insiders*. Nesse caso, foi afastada a necessidade de o julgador apontar o dolo para sua caracterização. Desse modo, permitiu-se que a CVM condenasse o indivíduo pelo simples fato de utilizar-se de informação privilegiada, a partir de um critério objetivo dado a sua conduta.²⁶

Embora tenham sido vários funcionários da empresa que venderam ações nesse período, apenas foi caracterizada a responsabilidade do diretor presidente, excluindo-se assim a possibilidade dos investidores que adquiriram as ações daqueles primeiros de se ressarcirem dos respectivos prejuízos. A CVM decidiu que em nenhuma hipótese era permitido que o administrador negociasse ações quando, em virtude do cargo, obtivesse informações que ainda não foram divulgadas no mercado.³¹

Observa-se, portanto, neste caso, que a condenação administrativa pela CVM por “*insider trading*” se deu em face do principal administrador da empresa, o Diretor Presidente.

2.2.3. Caso Light Participações S.A.

No ano de 2001, o processo administrativo 22/1999 envolvia os membros das Diretorias de Eletrobrás e Lightpar. Nesse caso, a comissão de inquérito concluiu que “a divulgação inadequada de informações em período anterior à primeira quinzena de março”. Segundo a comissão, tal fato teria contribuído diretamente no mercado, gerando “o movimento especulativo que resultou em uma oscilação positiva de 2.757% em 9 pregões da cotação das

³¹MUSSNICH, Francisco Antunes Maciel, **A utilização desleal** cit., p. 44 - 46.

ações de emissão da Lightpar.”³²

Por isso, foi atribuída responsabilidade "aos membros das Diretorias da Eletrobrás e LightPar" por não oferecerem informações precisas, embora que a comissão tenha reconhecido que "seria simplista a conclusão de que as oscilações ocorridas com a cotação das ações de emissão da Lightpar deveriam-se exclusivamente à impropriedade da divulgação dos fatos relevantes", pois "tratava-se de uma ação de pouca liquidez e baixo valor unitário, o que favoreceu o movimento especulativo, alimentado pelos boatos, inclusive publicados pela imprensa"³³

Segundo o entendimento da Comissão de Inquérito, embora Lightpar e Eletrobrás tenham divulgado fatos relevantes sobre o assunto em dezembro de 1998 e fevereiro de 1999 contribuiu efetivamente com o movimento especulativo na primeira quinzena de março de 1999, que se completaram suficientemente no final da segunda quinzena do mesmo mês.³⁴

No entanto, o relator entendeu que as informações foram prestadas ao longo do tempo, e mesmo que pudessem ser mais detalhadas, não se pode imputar falta de detalhamento por causa de especulações levada a efeito com os papéis da Lightpar, que muito provavelmente teve por alvo, como intuiu o relatório de análise, fazer oscilar o Ibovespa, com as consequências daí advindas no mercado futuro.

Observa-se, portanto, neste caso, que a apuração administrativa pela CVM por “*insider trading*” se deu em face dos Diretores da Light Participações, que foram absolvidos.

³² BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM 22/99 – Rio de Janeiro. Relator: Marcelo F. Trindade. Julgado em 16 de agosto de 2001. Rio de Janeiro: CVM, 2001. p. 2.

³³ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM 22/99 – Rio de Janeiro. Relator: Marcelo F. Trindade. Julgado em 16 de agosto de 2001. Rio de Janeiro: CVM, 2001. p. 2.

³⁴ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM 22/99 – Rio de Janeiro. Relator: Marcelo F. Trindade. Julgado em 16 de agosto de 2001. Rio de Janeiro: CVM, 2001. p. 3.

2.2.4 Caso Brahma

No ano 2000, o Processo administrativo 13/2000 envolvia a cervejaria Brahma e a Companhia Antartica Paulista. Nesse caso, a proposta de abertura do inquérito decorreu do bem elaborado relatório de análise nº 02/99, o qual examinou negociações de ações de Brahma e Antartica no período que antecedeu a divulgação ao mercado da associação entre as duas companhias, para criação da Companhia de Bebidas das Américas – AMBEV.³⁵

Apurou-se, entretanto, "a eventual ocorrência de irregularidades nas negociações realizadas no ano de 1999, com títulos e valores mobiliários de emissão da Companhia Cervejaria Brahma e da Companhia Antartica Paulista".³⁶

A comissão de inquérito imputou diversas responsabilidades aos membros gestores – terceiros contratados- da empresa por supostamente “se utilizarem de informação privilegiada, por negociarem valores mobiliários, em infração ao parágrafo único do art. 11 da Instrução CVM 31/84;³⁷ se valerem de informação privilegiada ao negociarem valores mobiliários através da Braco S/A; não haver guardado sigilo da informação privilegiada que possuía, repassando-a à Pró-Financia; e ter se valido de informação privilegiada ao negociar valores mobiliários de emissão da Antartica, em infração aos arts. 10 e 11 da Instrução

³⁵ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM 13/2000 – Rio de Janeiro. Relatora: Norma Jonssen Parente. Julgado em 17 de abril de 2002. Rio de Janeiro: CVM, 2002. p. 3.

³⁶BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM 13/2000 – Rio de Janeiro. Relator: Marcelo F. Trindade. Julgado em 17 de abril de 2002. Rio de Janeiro: CVM, 2002. p. 2.

³⁷ Instrução CVM 31/84 Art. 11 - É vedada, como prática não equitativa, a negociação com valores mobiliários realizada por quem quer que, em virtude de seu cargo, função ou posição, tenha conhecimento de informação relativa a ato ou fato relevante antes de sua comunicação e divulgação ao mercado. Parágrafo único - 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 privilegiada ainda não divulgada ao mercado

CVM 31/84³⁸.³⁹

A principal acusação foi imputada ao Sr. André Roberto Jakurski, que mesmo sendo terceiro e não sócio da empresa, teria recebido informações privilegiadas e, por isso, negociando na JGP Nextar Fund⁴⁰: “A compra de ações ON de emissão da Antarctica, no pregão da Bovespa do dia 30/06/99 — dois dias antes da divulgação do fato relevante da criação da AMBEV — no valor de R\$ 2.184.000,00, pelo preço unitário de R\$ 40,00, cerca de 8,11 % superior ao do dia anterior, tendo sido contraparte de tal operação, em grande medida, a Fundação CESP; e a suposta compra de 150.000 ADRs de Brahma PN (equivalentes a cerca de 3.000.000 de ações) na Bolsa de Nova York, na mesma data ⁴⁵”. No entanto, a comissão de inquérito não conseguiu indicar a fonte dessas informações que beneficiaram o investidor, pois já se teria, na época, um grande número de pessoas que detinham conhecimento da intenção de associação da Brahma e Antarctica.

O Relator do caso – Marcelo F. Trindade – lembrou “a existência da divergência doutrinária sobre questões de provas no “insider trading”, tendo quem admita a imputação de crime apenas em indícios, conforme entendimento da Diretoria Norma Parente, e outros que admitam apenas provas concretas”.⁴¹

Destacou, ainda, que é importante distinguir entre “insider trading” cometido pelo administrador, controlador ou minoritário e o *insider* de mercado,

³⁸Instrução CVM 31/84 Art. 10 - É vedado aos administradores e acionistas controladores de companhia aberta valerem-se de informação à qual tenham acesso privilegiado, relativa a ato ou fato relevante ainda não divulgado ao mercado, nos termos dos artigos 2º e 7º desta Instrução, para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante negociação com valores mobiliários.

³⁹BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM 13/2000 – Rio de Janeiro. Relator: Marcelo F. Trindade. Julgado em 17 de abril de 2002. Rio de Janeiro: CVM, 2002. p. 3.

⁴⁰A JGP é uma das mais tradicionais prestadoras de serviços financeiros independente do Brasil, tendo sido fundada em outubro de 1998 por um grupo de profissionais com vasta experiência em gestão de recursos tanto no Brasil quanto no exterior. Além de gestão discricionária de fundos de investimento, a JGP presta serviços de aconselhamento financeiro a clientes de alto poder aquisitivo, através da sua unidade de gestão patrimonial. Disponível em: <http://www.jgp.com.br/pt/conteudo/quem-somos>

⁴¹BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM 13/2000 – Rio de Janeiro. Relator: Marcelo F. Trindade. Julgado em 17 de abril de 2002. Rio de Janeiro: CVM, 2002. p. 5.

pois nesse último caso o ônus da prova será da própria autarquia.⁴²

No presente caso, a CVM absolveu o acusado e pacificou o entendimento de que nos casos que envolvessem o *insider* de mercado, o ônus da prova seria uma obrigação da própria autarquia.⁴³

Observa-se, portanto, neste caso, que a apuração administrativa pela CVM por "*insider trading*" se deu em face de terceiro e não sócio da empresa, sendo considerado *insider* de mercado.

2.2.5. S.A. White Martins

O processo administrativo nº 16/2000 foi instaurado para apurar a eventual ocorrência de irregularidades relacionadas com ações de emissão da S.A. WHITE MARTINS que tinha decidido o fechamento do capital da companhia tornada pública através da divulgação de fato relevante.⁴⁴

Em 9 de dezembro de 1999, a BOVESPA questionou a White Martins

⁴²Nesse sentido, ensina Elzirik: "Tratando-se o 'insider' de administrador ou controlador da companhia, há uma presunção 'juris tantum' de que, dado o seu cargo, ele tivera acesso à informação relevante. Tratando-se, porém, de 'insider de mercado', cabe ao autor da ação ou à CVM provar que ele tivera acesso à informação relevante". Elzirik, N. "***insider trading***" e **Responsabilidade de Administrador de Companhia Aberta**. In RDM 50/42, ano XXII, p. 53, SP, 1983, Ed. RT

⁴³Luis Gastão Paes de Barros Leães, entende que "...ao vedar, expressamente a prática do "*insider trading*" por parte dos administradores, a nova Lei das S/A estende a esse ilícito tipificado o mecanismo da culpa presumida, o que inexistia no regime anterior do anonimato e mais o afeiçoa ao paradigma norte-americano, em que se espelha. Por outro lado, ao criar para o administrador o dever de zelar para que a utilização dessas informações não venha a ocorrer através de subordinados ou terceiros de sua confiança, a lei firma outra presunção 'juris tantum' de culpa própria, para 5/9 justificar a responsabilidade do administrador pelo fato de outrem (empregados, familiares, amigos, sócios, controladores, de sua confiança), por isso mesmo chamada em nosso direito de responsabilidade indireta. Não se trata, por conseguinte, de responsabilidade por culpa alheia, mas de responsabilidade por culpa própria, consistente na violação do dever de vigilância, vale dizer, na negligência em relação à vigilância que lhe incumbe exercer. (...) Na responsabilidade por fato de terceiros, como é o caso, prevalece o princípio geral de que os responsáveis diretos são solidários para com os responsáveis indiretos, como assenta o § único do art. 1.518, combinado com o art. 1.521, do Código Civil. Essa solidariedade passiva legítima, assim, plenamente, que se proponha ação de indenização diretamente contra aqueles que receberam dos administradores as informações confidenciais, os chamados 'tippers' e 'sub-tippers'. Leães, LGPB. "**Mercado de Capitais & '*insider trading*'**". p. 178/180, SP, 1982, ed. RT.

⁴⁴BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM 16/2000 – Rio de Janeiro. Relator: Wladimir Castelo Branco Castro. Julgado em 05 de dezembro de 2002. Rio de Janeiro: CVM, 2002. p. 1.

sobre a existência de fatos que pudessem explicar as oscilações de cotação e de liquidez que vinham ocorrendo com as ações daquela empresa. A empresa, por seu Diretor Jurídico e de relações com o mercado, esclareceu que nada existia que poderia gerar tais oscilações, salvo as especulações sobre as hipóteses em relação à Praxair, controladora desta companhia.⁴⁰

Em 13 de dezembro de 1999, a CVM tomou conhecimento da solicitação, do Diretor Jurídico, no sentido da imediata suspensão dos negócios com ações da companhia, pois ele teria recebido a informação de que a controladora – Praxair Comércio e Participações Ltda. – pretendia submeter ao Conselho de Administração da White Martins, uma proposta que, caso aprovada, caracterizaria fato relevante.⁴⁰

No presente caso o Relator mencionou as violações do dever de divulgação do fato relevante, que tem previsão expressa no art. 6º parágrafo único da Instrução CVM nº 358/2002. Destacou que a violação ao dever de divulgação, caracteriza infração de natureza grave para os fins previstos no § 3º do art. 11 da Lei nº 6.385/76.⁴⁵

A comissão de inquérito apontou que ao menos dois diretores da S.A. White Martins, notadamente os Srs. Ivan Ferreira Garcia e Júlio César Cassano, vinham participando de reuniões com os representantes da controladora Praxair. Essas reuniões se tratavam sobre a possibilidade de fechamento de capital da S.A. White Martins.⁴¹

Tendo em vista a omissão na divulgação de estudos sobre o cancelamento do registro de companhia aberta, somando-se as informações veiculadas pelo "Relatório Reservado", as ações da S.A. White Martins acumularam uma alta de 27,27% sobre a cotação de fechamento do dia 08 de dezembro de 1999, com liquidez acima da média histórica, com grave

⁴⁵ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM 16/2000 – Rio de Janeiro. Relator: Wladimir Castelo Branco Castro. Julgado em 05 de dezembro de 2002. Rio de Janeiro: CVM, 2002. p. 2.

comprometimento da credibilidade do mercado de valores mobiliários.⁴¹

O Relator do caso junto a CVM destacou que no momento em que os diretores se depararam com as altas elevadas no mercado, eles tinham o dever de comunicar ao público informando sobre as intenções da controladora Praxair Inc., requerendo a suspensão da negociação dos valores mobiliários da companhia até que houvesse uma decisão formal acerca dos rumos que seriam tomados.⁴⁶

Por essas razões, o relator proferiu voto no sentido de aplicar aos diretores da companhia a pena pela violação ao parágrafo único do art. 4º da Instrução CVM nº 31/84⁴⁷, considerando as infrações grave nos termos do art. 20 da referida Instrução, por terem se omitido na divulgação do fato relevante, quando as informações fogem do controle ou quando as ações da companhia apresentarem oscilações atípicas.⁴⁸

Observa-se, portanto, neste caso, que a condenação administrativa pela CVM por "*insider trading*" se deu em face de dois diretores da companhia.

2.2.6. Caso Elevadores Atlas S.A.

O processo administrativo nº 33/2000, foi instaurado para apurar a possível ocorrência de irregularidades na negociação de ações de emissão da Elevadores Atlas S.A., em bolsa de valores.

Neste caso, a Gerência de Acompanhamento de Mercado-2 – GMA-2 encaminhou, para apreciação da Superintendência de Relações com o Mercado

⁴⁶ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM 16/2000 – Rio de Janeiro. Relator: Wladimir Castelo Branco Castro. Julgado em 05 de dezembro de 2002. Rio de Janeiro: CVM, 2002. p. 14.

⁴⁷ Instrução CVM nº 31/84 "Art. 4º - Os atos ou fatos relevantes podem, excepcionalmente, deixar de ser divulgados se os administradores entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia. Parágrafo único - Caso a companhia resolva manter sigilo acerca de ato ou fato relevante, os administradores ficam obrigados a divulgá-lo imediatamente, se a informação escapar ao seu controle ou a cotação das ações da companhia apresentar oscilações atípicas."

⁴⁸ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM 16/2000 – Rio de Janeiro. Relator: Wladimir Castelo Branco Castro. Julgado em 05 de dezembro de 2002. Rio de Janeiro: CVM, 2002. p. 15.

e Intermediários, dando conta de que as ações ON de emissão da empresa Elevadores Atlas S.A., apresentaram fortes oscilações de preço e aumento no volume diário negociado na BOVESPA, em virtude das especulações ocorridas no período, que sugeria uma possível alienação do controle da companhia.⁴⁹

De acordo com essa análise, a despeito desses rumores não terem sido confirmados ou desmentidos pela administração da Atlas, o Grupo Schindler divulgou um comunicado ao mercado informando que estava adquirindo o controle acionário daquela companhia aberta, através de suas controladas Elevadores Schindler S.A. e Pars Handel AG e, segundo o comunicado, os investidores que alienaram suas participações na Atlas foram.⁵⁰

Tendo em vista os indícios de uso de informação privilegiada, foram solicitados esclarecimentos à Schindler. Essa companhia informou que as tratativas que visava à aquisição do controle da Atlas estenderam-se de dezembro de 1998 a maio de 1999, quando o contrato de compra e venda de ações foi assinado. A Schindler informou, ainda, que no processo de negociação não houve a participação dos administradores da Atlas S.A., uma vez que o mesmo foi conduzido por executivos do "grupo" Schindler junto ao ING Barings, que representava os alienantes.⁵¹

Ao analisar o uso de informação privilegiada foram indiciados Roberto Ruhman e Alberto Ribeiro Guth – pela infração do art. 10 da instrução CVM 31/84, membros do Conselho de Administração da Elevadores Atlas S.A. e, representantes da Investidor Profissional Gestão de Recursos Ltda. e da Matrix S.A. DTVM junto ao ING Barings, tendo total conhecimento das negociações em

⁴⁹BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM 33/2000 – Rio de Janeiro. Relator: Wladimir Castelo Branco Castro. Julgado em 20 de dezembro de 2002. Rio de Janeiro: CVM, 2002. p. 1.

⁵⁰BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM 33/2000 – Rio de Janeiro. Relator: Wladimir Castelo Branco Castro. Julgado em 20 de dezembro de 2002. Rio de Janeiro: CVM, 2002. p. 2.

⁵¹BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM 33/2000 – Rio de Janeiro. Relator: Wladimir Castelo Branco Castro. Julgado em 20 de dezembro de 2002. Rio de Janeiro: CVM, 2002. p. 2.

andamento.⁵²

Quanto à atuação do Sr. Alberto Ribeiro Guth, sócio e diretor da IP, juntamente com o Sr. Christiano Guimarães Fonseca Filho, o relator considerou que suas condutas se caracterizavam como utilização indevida de informação privilegiada ainda não divulgada.⁵³

Em relação à negociação que envolvia a Elevadores Atlas S.A., detida pelo Sr. Guth o Relator destacou excerto do depoimento do próprio Sr. Guth, segundo o qual “por ocasião da contratação do ING Barings não havia um preço estabelecido para a alienação dessas ações”, mas que em decorrência da situação do mercado, havia uma expectativa de que o preço mínimo a ser praticado pudesse ser em torno dos R\$ 24,00 utilizados como base de cálculo inicial da comissão da empresa contratada.⁵⁴

O relatório da Comissão de Inquérito destacou que devido ao fato de que o fundo comprador das 18.000 ações de emissão de Elevadores Atlas S.A. apurou um lucro estimado de R\$ 316.150,00 quando alienou tais ações à SCHINDLER, quando, na realidade, considerando que os sócios da Investidor Profissional Gestão de Recursos Ltda. detinham 4,19% do fundo vendedor e 13,58% do fundo comprador, teria sido apurado um ganho indireto de R\$ 29.686,49, percebendo-se que o alegado ganho seria absolutamente desprezível.⁵⁵

Observa-se, portanto, neste caso, que a condenação administrativa pela CVM por “*insider trading*” se deu em face de sócios administradores da

⁵² BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM 33/2000 – Rio de Janeiro. Relator: Wladimir Castelo Branco Castro. Julgado em 20 de dezembro de 2002. Rio de Janeiro: CVM, 2002. p. 11.

⁵³ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM 33/2000 – Rio de Janeiro. Relator: Wladimir Castelo Branco Castro. Julgado em 20 de dezembro de 2002. Rio de Janeiro: CVM, 2002. p. 11.

⁵⁴ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM 33/2000 – Rio de Janeiro. Relator: Wladimir Castelo Branco Castro. Julgado em 20 de dezembro de 2002. Rio de Janeiro: CVM, 2002. p. 12.

⁵⁵ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM 33/2000 – Rio de Janeiro. Relator: Wladimir Castelo Branco Castro. Julgado em 20 de dezembro de 2002. Rio de Janeiro: CVM, 2002. p. 12.

companhia.

2.2.7. Caso Copel

No processo administrativo nº 18/2001, foi reafirmado o quanto o combate ao *insider* era importante para o êxito do mercado de capitais.

Neste caso, o objetivo era apurar o eventual uso de informação privilegiada relacionada a fato relevante divulgado pela COPEL - Companhia Paranaense de Energia em 25/07/01, no qual se dava conta de que havia possibilidade de realizar oferta pública de compra das ações ordinárias em circulação de sua emissão, com vistas a proporcionar aos titulares de tais ações as mesmas condições de negociação que viessem a ser praticadas pelo Estado do Paraná com o BNDESPAR.⁵⁶

Importante ressaltar que no dia da divulgação do fato relevante a cotação do papel subiu cerca de 14,01%, passando a ser negociado a R\$ 20,51 enquanto o volume médio de negociação, apurado nos 60 dias anteriores, aumentou 246%, de R\$ 1.566 mil para R\$ 5.428 mil.

Visando melhor apuração dos fatos, a Comissão de Inquérito verificou a relação dos comitentes que haviam negociado ações ordinárias de emissão da COPEL, as quais seriam objeto da oferta pública, e classificou os comitentes em dois grupos.

O primeiro grupo composto por pessoas que já haviam realizado compras anteriormente, entre 01.01 e 11.07, e o segundo composto por comitentes que não havia adquirido ações ordinárias da companhia durante o semestre anterior à ideia da oferta pública, mas que negociaram após a ideia ter sido discutida, composto por pessoas jurídicas, por fundos e por pessoas

⁵⁶ Ementa: Infração ao parágrafo único, do art. 11, da Instrução CVM nº 31/84. "*insider trading*". Multas. Infração ao inciso II, do art. 14, da Instrução CVM nº 306/99. Falta para com o dever de diligência na administração de carteira de valores mobiliários. Suspensão e Multa. Não caracterização de infração ao inciso IV, do art. 14, da Instrução CVM nº 306/99. Equitatividade na relação de fidúcia com clientes. Absoluções.

naturais.

A partir desses fatos o Presidente Marcelo Fernandez Trindade, destacou que o “*insider trading*”, era uma das infrações mais graves do mercado de capitais, pois atinge o que é mais importante junto ao mercado: a confiança nas informações disponíveis.⁵⁷ Por isso, por uma questão de proporcionalidade, seria correta a aplicação de sanções mais graves, tais como: multas pecuniárias máximas e a pena de suspensão da autorização do exercício da função de administrador de carteira.⁵⁸

Discutiu-se à impossibilidade de responsabilização da pessoa jurídica por uso de informação privilegiada, mas tal argumento foi afastado pelo relator, uma vez que tal impossibilidade não existe, pois caso em questão a pessoa jurídica foi utilizada, como veículo para o cometimento de irregularidades no mercado de capitais. Por fim, após frisar a gravidade do uso de informação privilegiada, como conduta extremamente danosa ao mercado a CVM entendeu pela condenação do acusado pelo uso de informação privilegiada.

⁵⁷ Para Trindade: “ A CVM tem a missão legal de proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores de mercado contra o uso de informação relevante não divulgada no mercado (art. 4º, inc. IV, “c”, Lei 6.385/76). Esta é uma de suas responsabilidades mais fundamentais, porque é dela que dependerá o êxito de suas outras atribuições legais, notadamente, a de promover a aplicação da poupança dos investidores em valores mobiliários. O mercado de capitais brasileiro só representará uma alternativa viável de financiamento para as empresas brasileiras, dando, assim, sua parcela fundamental de contribuição para o desenvolvimento do país, quando os investidores que aqui aportarem seus recursos confiarem no funcionamento adequado do mercado. Isso é algo que não depende apenas de política econômica e incentivos fiscais, assuntos com os quais nos vemos às voltas rotineiramente, mas, também, dos mercados serem ambientes confiáveis, honestos, onde não se corram riscos diversos dos inerentes ao mercado e, por isto, normalmente esperados. O “*insider trading*”, a negociação com informação privilegiada, não disponível aos demais agentes, inclui-se entre as mais graves infrações em mercado de capitais exatamente porque o subverte naquilo que tem de mais fundamental, que é a confiança nos agentes e nas informações disponíveis. Dessa forma, por uma questão de proporcionalidade, tratando-se de conduta das mais graves, é correto que sejam aplicadas punições graves, como as multas pecuniárias máximas e a pena de suspensão da autorização do exercício da função de administrador de carteira, propostas pelo voto do Diretor Relator e por isso endossadas pelos demais membros do Colegiado. ” ⁵⁷BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM 18/2001 – Rio de Janeiro. Relator: Eli Loria. Julgado em 04 de novembro de 2004. Rio de Janeiro: CVM, 2004. p. 36.

⁵⁸BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM 18/2001 – Rio de Janeiro. Relator: Eli Loria. Julgado em 04 de novembro de 2004. Rio de Janeiro: CVM, 2004. p. 36.

Observa-se, portanto, neste caso, que a condenação administrativa pela CVM por “*insider trading*” se deu em face dos administradores do grupo econômico.

2.2.8. Caso Grupo AES Eletropaulo

No processo administrativo 04/2004⁵⁹ foi julgado a negociação de valores mobiliários – caso Grupo AES Eletropaulo - realizada por advogados que tiveram acesso, pelo exercício da profissão, a informação sobre negócios dos emissores.⁶⁰ . Neste caso, a companhia passava por um processo de reestruturação das dívidas, do Grupo econômico, junto ao Banco Nacional de Desenvolvimento de Econômico e Social BNDES.

Por isso, o BNDES concedeu empréstimo para compra das ações ordinárias representativas do controle da Eletropaulo. Posteriormente, em janeiro e maio de 2000, a AES Transgás Ltda. holding não operacional do Grupo AES, adquiriu a termo ações preferenciais da Eletropaulo pertencentes ao BNDES Participações S.A. – BNDES e a terceiros, caucionando-as, igualmente, como garantia da operação.

Depois de meses de mora e negociação entre as partes, foi publicado, em 08.09.03, aviso de fato relevante pelas empresas do Grupo AES, noticiando a assinatura de um Memorando de Entendimentos ("MOU") com o BNDES, dispondo sobre a reestruturação das dívidas contraídas para a aquisição de ações ordinárias e preferenciais de emissão da Eletropaulo.

No período anterior à assinatura do MOU, os filtros de acompanhamento de mercado da CVM detectaram aumento das cotações e do volume de negociação das ações preferenciais de emissão da Eletropaulo indicando a

⁵⁹BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM 04/2004 – Rio de Janeiro. Relator: Marcelo F. Trindade, Relator. Julgado em 28 de junho de 2006. Rio de Janeiro: CVM, 2006. p. 1-16

⁶⁰ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM 04/2004 – Rio de Janeiro. Relator: Marcelo F. Trindade, Relator. Julgado em 28 de junho de 2006. Rio de Janeiro: CVM, 2006. p. 1-16.

possibilidade de ter ocorrido vazamento de informações sigilosas.

A comissão de inquérito da CVM apresentou relatório preliminar afirmando haver indícios de vazamento de fato relevante. Além disso, afirmou que os advogados indiciados se valeram de informações privilegiadas para obter vantagem financeira em negócios particulares. Também se anunciava a existência de indícios em relação a outras pessoas que haviam negociado com as ações da Eletropaulo.

A relevância do presente caso, deu-se, pela participação dos advogados que não eram administradores da companhia aberta, mas terceiros contratados, por ela e pelo credor, para a negociação da dívida.⁶¹

O art. 155 da Lei das S.A. fala sobre o dever de lealdade.⁶² dos administradores das companhias, e em particular da vedação de utilização de informação privilegiada. No entanto, com a reforma de 2001, foi acrescentado a tal artigo o parágrafo 4º que nos trouxe o entendimento de que a vedação de negociação com base em informação sigilosa se estenderia "a qualquer pessoa

⁶¹ 38. O caso em exame, aliás, embora original no Brasil por envolver advogados contratados, é frequentemente citado na regulação do "*insider trading*" em todo o mundo, que se preocupa com a atuação de profissionais contratados que tenham acesso direto à informação e possam mesmo influenciar decisões da companhia. Dentre essa categoria de *insiders* primários o Relatório da IOSCO, antes citado, inclui especificamente os contratados temporariamente para o exercício de uma função ou prestação de um serviço — chamados *temporary insiders*. O Relatório explica: "These "temporary" or "constructive" insiders are usually lawyers, accountants, consultants, investment bankers, etc., who influence material corporate decisions (e.g. concerning mergers) and have the knowledge necessary to assess the materiality of activities undertaken by the company. These "outside insiders" are easily subject to a temptation to trade on inside information. BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM 04/2004 – Rio de Janeiro. Relator: Marcelo F. Trindade, Relator. Julgado em 28 de junho de 2006. Rio de Janeiro: CVM, 2006. p. 11.

⁶² Ana Frazão destaca que: " Do ponto de vista normativo, o dever de lealdade pode ter desdobramentos tanto estruturais como regulatórios. Como exemplo dos primeiros, estão às vedações para a ocupação de cargos administrativos, valendo ressaltar a tendência de valorização dos chamados "diretores independentes". No caso brasileiro, pode ser citado o art. 147, § 3º, da Lei das S/ A, que proíbe, salvo autorização da assembleia, a eleição de conselheiro que tenha interesse conflitante com o da companhia ou que ocupe cargos em sociedades concorrentes. Neste caso, a finalidade da lei é nitidamente preventiva, cumprindo destacar que, exatamente por isso, a dispensa assemblear precisa ser justificada e razoável, sob pena de se configurar o abuso do direito de voto por parte de quem assim deliberou. Já na hipótese regulatória, o dever de lealdade assume a função de parâmetro de conduta, de forma a orientar a ação dos gestores, prevendo igualmente sanções para o seu descumprimento, como é o caso da responsabilidade civil pessoal do gestor ou mesmo do acionista que violar tais comandos. Frazão, Ana. **Função social da empresa: repercussões sobre a responsabilidade civil de controladores e administradores de S/As** - Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p 343.

que a ela tenha tido acesso”.⁶³

A defesa tentou argumentar que o conhecimento de um fato relevante, não seria o mesmo que a informação relevante. No entanto, o relator apontou que o elemento da existência de fato relevante, convém reler as normas dos arts. 155, § 4º, da Lei 6.404/76, e do art. 13 da Instrução CVM 358: a primeira norma exige "a utilização de informação relevante ainda não divulgada" para a verificação do ilícito; a segunda, proíbe a negociação antes da "divulgação ao mercado de ato ou fato relevante ocorrido nos negócios da companhia”.

Apesar da forma genérica dos dispositivos dessa norma, para Marcelo Trindade, relator do caso, deveriam ser tratadas como sinônimos e, a partir disso, concluiu sobre a vedação de negociar qualquer ação se utilizando de uma informação ainda não divulgada no mercado.⁶⁴

Além disso, a partir desse julgado ficou decidido que, em casos de ofertas públicas quando não houvesse a divulgação da informação relevante, os deveres impostos aos *insiders* deveriam levar em conta o processo em que se insere sua formação. Por isso, a importância da informação não estaria condicionada apenas ao fato de a decisão de realizar a oferta estar totalmente acabada, bastando apenas que a oferta esteja em curso de efetivação para que caracterize a informação privilegiada.⁶⁵

⁶³ Nelson Eizirik e Modesto Carvalhosa concluem no sentido de que, com a nova regra, "será considerada Insider qualquer pessoa que, em decorrência do exercício de funções na sociedade ou no mercado ou mesmo por circunstâncias especiais de acesso à administração da companhia, venha a deter, antes dos demais acionistas, investidores ou agentes operadores do mercado de capitais, informações relevantes, relativas aos negócios e ao estado da companhia. Há, no entanto, um limite para o termo 'qualquer pessoa' utilizado na norma em estudo. Com efeito, deve haver um nexo profissional entre o vazamento das informações e os terceiros, para que estes possam ser considerados tippees. Assim, apenas aqueles que em virtude do exercício de profissão tenham acesso a essas informações (advogados, auditores, operadores de mercado, peritos, etc.) é que serão responsabilizáveis pelo uso dessas informações." ELZIRIK, Nelson. **A Nova Lei das S/A**, São Paulo: Saraiva, 2002, p. 322 - 323.

⁶⁴BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM 04/2004 – Rio de Janeiro. Relator: Marcelo F. Trindade, Relator. Julgado em 28 de junho de 2006. Rio de Janeiro: CVM, 2006. p. 11.

⁶⁵Marcelo F. Trindade explica que: “Estudos mais aprofundados em finanças, notadamente nos Estados Unidos, confirmam que o momento do fato relevante, na maior parte das vezes, não é representado por um evento objetivo localizado no tempo, que de forma clara e definitiva

No processo em análise foi decidido, ainda, que a obtenção de lucro não se faz necessário para tipificação do crime previsto no art. 155 § 1º a 4º da lei 6.404/76 e no art. 13 da ICVM nº 358/02. Desse modo, a mera expectativa de ganho com a realização das transações na bolsa de valores, mesmo que os ganhos esperados não venham a se efetivar, já se considerará como violação a esses artigos.⁶⁶

Observa-se, portanto, neste caso, que a condenação administrativa pela CVM por “*insider trading*” se deu em face do terceiro externo, tratando-se, portanto de um caso de *insider* de mercado.

2.2.9. . Caso Techold Participações S/A

O processo administrativo 17/2002, foi instaurado para apuração de eventual utilização de informação privilegiada e de prática não equitativa, envolvendo a Techold Participações S/A, referente à compra de ações ordinárias nominativas da Tele Centro Sul Participações S/A – TCS nos pregões da BOVESPA de 13 e 14.12.99, anteriormente à divulgação de fato relevante pela

simbolize a ocorrência relevante nos negócios da companhia. Verificou-se naqueles estudos que, frequentemente, o fato isolado (a assinatura de um contrato, por exemplo) não é suficiente para capturar, de uma só vez, o impacto de uma informação relevante. Além disso, cada vez mais o mercado tenta se antecipar à divulgação de informações, ao invés de aguardá-las passivamente, fazendo apostas quanto aos eventos que serão anunciados, independentemente da importância do anúncio em si, o que também dificulta a identificação de eventos relevantes no tempo. 37. A regulação norte-americana evoluiu no sentido de reconhecer essa situação explicitamente no que se refere, por exemplo, a ofertas públicas, determinando-se que, por mais que a concretização da oferta esteja ligada a um acontecimento específico, os deveres impostos aos insiders na pendência de sua divulgação sejam examinados como compreendendo não apenas a ocorrência em si do evento, mas o processo em que se insere a sua formação.”⁶⁵ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM 17/2002 – Rio de Janeiro. Relator: Marcelo F. Trindade. Julgado em 28 de junho de 2006. Rio de Janeiro: CVM, 2006. p. 13.

⁶⁶ Para Marcelo F. Trindade “46. Quanto à finalidade de obtenção de vantagem através da utilização das informações relevantes de que estava ciente, o indiciado não logrou, a meu ver, afastar a presunção regulamentar do art. 13, § 1º, da Instrução 358/02. A alienação das ações, pouco tempo depois da divulgação do sucesso da renegociação, com expressivo lucro, impede, a meu ver, que se afaste a presunção de que, ao negociar com a informação sobre os detalhes da renegociação da dívida, não divulgados ao mercado, o acusado valeu-se dessa informação, com a finalidade de auferir lucro, que aliás alcançou.” ” BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM 17/2002 – Rio de Janeiro. Relator: Marcelo F. Trindade. Julgado em 28 de junho de 2006. Rio de Janeiro: CVM, 2006. p. 14.

TCS, em 16.12.99.⁶⁷

Neste caso, a Techold adquiriu o lote de 500 (quinhentos) milhões de ações TCS ON, pouco antes de ocorrer à comunicação de aprovação da incorporação da Bluetel Participações S.A. à TCS ao mercado, de modo que, esta última, pudesse aproveitar o benefício fiscal decorrente da amortização do ágio pago pela Solpart (aproximadamente R\$ 1,1 bilhões, em 30.11.99) quando da aquisição de ações de emissão da TCS.⁶⁸

Segundo relatório da comissão de apuração o Sr. Arthur Joaquim de Carvalho, membro do Conselho de Administração da Tele Centro Sul Participações S.A., foi responsável pelo uso de informações privilegiadas, ao antecipar para os demais membros da administração, as decisões tomadas pela TCS nas reuniões realizadas que antecederam à divulgação do fato relevante.⁶⁹

Além disso, constatou-se que Techold Participações S.A. e seus diretores, foram responsáveis pelo uso de prática não equitativa no mercado de valores mobiliários ao se utilizarem de forma privilegiada, diante dos demais participantes do mercado, de informação relevante oriunda da Tele Centro Sul Participações S.A.

O presente caso teve importância, pois pacificou o entendimento sobre a existência de certa presunção quando um administrador, controlador, ou acionista minoritário venha negociar no mercado.⁷⁰ Isso ocorre, por que, o mercado precisa de uma garantia mínima e fundamental de confiabilidade para que haja investimento provocando esse dever de abstenção - do administrador

⁶⁷ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM 17/2002 – Rio de Janeiro. Relator: Wladimir Castelo Branco Castro. Julgado em 25 de outubro de 2005. Rio de Janeiro: CVM, 2005. p. 3

⁶⁸ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM 17/2002 – Rio de Janeiro. Relator: Wladimir Castelo Branco Castro. Julgado em 25 de outubro de 2005. Rio de Janeiro: CVM, 2005. p. 4.

⁶⁹ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM 17/2002 – Rio de Janeiro. Relator: Wladimir Castelo Branco Castro. Julgado em 25 de outubro de 2005. Rio de Janeiro: CVM, 2005. p. 4.

⁷⁰ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM 17/2002 – Rio de Janeiro. Relator: Wladimir Castelo Branco Castro. Julgado em 25 de outubro de 2005. Rio de Janeiro: CVM, 2005. p. 11.

ou controlador e *insider* de mercado – que decorre do princípio da igualdade de acesso às informações sobre os emissores de valores mobiliários que informará o regime de divulgação de informações, tendo como objetivo principal a assimetria de informação entre os investidores visando sua proteção.⁷¹

Desse modo, quando um desses agentes, que detêm informação privilegiada, negociarem junto ao mercado valores mobiliários ações da companhia em que trabalham se presumirá a presença de irregularidades na operação, quando esta for confirmada. Nesses casos, a CVM não precisará mostrar por meio de provas circunstanciais que a vontade do agente era efetivamente obter qualquer tipo de vantagem, sendo necessário apenas provarem que detinha de informação privilegiada.⁷²

No entanto, esta presunção.⁷³ em se tratando de administrador e controlador da companhia ou sócio minoritário é "juris tantum"⁷⁴, sendo permitido

⁷¹ Segundo Wladimir Castelo Branco Castro "Esse dever de abstenção decorre do princípio da igualdade de acesso às informações sobre os emissores de valores mobiliários, que informa o regime de divulgação de informações e que tem como objetivo equalizar o acesso à informação como instrumento de proteção do público investidor, sob a premissa de que a utilização da informação privilegiada é indesejável. Cuida-se, portanto, de uma garantia fundamental da confiabilidade geral do mercado. 24. Por essa razão, aquele que está de posse de informação privilegiada, especialmente os administradores e acionistas controladores da companhia, estão proibidos de negociar com valores mobiliários de emissão da companhia, enquanto tal informação não se tornar pública. Este é o sentido e o alcance do art. 11 da Instrução CVM nº 31, ao vedar, como prática não equitativa, a negociação com valores mobiliários realizada por quem quer que, em virtude de seu cargo, função ou posição, tenha conhecimento de informação relativa a ato ou fato relevante antes de sua comunicação e divulgação ao mercado." BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM 17/2002 – Rio de Janeiro. Relator: Marcelo F. Trindade. Julgado em 25 de outubro de 2005. Rio de Janeiro: CVM, 2005. p. 11.

⁷² BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM 17/2002 – Rio de Janeiro. Relator: Wladimir Castelo Branco Castro. Julgado em 25 de outubro de 2005. Rio de Janeiro: CVM, 2005. p. 11

⁷³ Segundo Elzirik, o dispositivo norte americano prevê, ainda, que os insiders terão responsabilidade objetiva, não sendo necessário que o autor obtenha lucro para si ou terceiros. Ou seja, o mero fato de se utilizar dessas informações no período de seis meses já fica caracterizado com crime de "*insider trading*" ELZIRIK, Nelson Laks, "*insider trading*" e a Responsabilidade do Administrador de Companhia Aberta. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo: nº 50, ano XXII, abr. jun. 1983. p. 45.

⁷⁴ Luis Gastão Paes de Barros Leães, em seu clássico trabalho de 1978, discorreu sobre a presunção *juris tantum* dos administradores, e a responsabilidade dos *tippers* e controladores, por prática de "*insider trading*". Veja-se o que diz: "...ao vedar, expressamente a prática do "*insider trading*" por parte dos administradores, a nova Lei das S/A estende a esse ilícito tipificado o mecanismo da culpa presumida, o que inexistia no regime anterior do anonimato e mais o afeiçoa ao paradigma norte-americano, em que se espelha. Por outro lado, ao criar para o administrador o dever de zelar para que a utilização dessas informações não venha a ocorrer

em alguns casos prova em contrário. Além disso, Wladimir Castelo Branco Castro, relator do caso, destaca que em alguns casos essa presunção poderá ser afastada.⁷⁵

Com a entrada em vigor da Instrução CVM n.º 358/02, o seu art. 13 passou a vedar *à própria companhia aberta; acionistas controladores, diretos ou indiretos; diretores; membros do conselho de administração; do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas* - que tenham conhecimento da informação relativa ao ato ou fato relevante, qualquer negociação com valor mobiliário antes da divulgação ao mercado de ato ou fato relevante ocorrido nos negócios da companhia – fica escassa as hipóteses em que não possa presumir irregularidade.⁷⁶

Nota-se que apesar da presunção ser *“juris tantum”*⁷⁷, sendo admitida

através de subordinados ou terceiros de sua confiança, a lei firma outra presunção 'juris tantum' de culpa própria, para 5/9 justificar a responsabilidade do administrador pelo fato de outrem (empregados, familiares, amigos, sócios, controladores, de sua confiança), por isso mesmo chamada em nosso direito de responsabilidade indireta. Não se trata, por conseguinte, de responsabilidade por culpa alheia, mas de responsabilidade por culpa própria, consistente na violação do dever de vigilância, vale dizer, na negligência em relação à vigilância que lhe incumbe exercer. (...). Na responsabilidade por fato de terceiros, como é o caso, prevalece o princípio geral de que os responsáveis diretos são solidários para com os responsáveis indiretos, como assenta o § único do art. 1.518, combinado com o art. 1.521, do Código Civil. Essa solidariedade passiva legítima, assim, plenamente, que se proponha ação de indenização diretamente contra aqueles que receberam dos administradores as informações confidenciais, os chamados 'tippers' e 'sub-tippers'” Leães, LGPB. **“Mercado de Capitais & ‘insider trading’”**. P. 178/180, SP, 1982, ed. RT.

⁷⁵ “Admite-se, porém, que essa presunção se desfaça em favor do agente, se este provar que a negociação se deu por força de motivos outros, de relevância jurídica, que precedem à posse da informação privilegiada. É mister esclarecer, porém, que, nesse caso – seja o do “insider” administrador ou controlador, seja do “insider de mercado” – cabe ao “insider” provar que sua decisão de negociar tais valores mobiliários não decorreu da informação privilegiada de que tomou conhecimento, demonstrando os motivos que o levaram a realizar a negociação questionada, Relator. BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM 17/2002 – Rio de Janeiro. Relator: Wladimir Castelo Branco Castro. Julgado em 25 de outubro de 2005. Rio de Janeiro: CVM, 2005. p. 11.

⁷⁶BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM 17/2002 – Rio de Janeiro. Relator: Wladimir Castelo Branco Castro. Julgado em 25 de outubro de 2005. Rio de Janeiro: CVM, 2005. p. 5.

⁷⁷ Por outro lado, a doutrina é concorde em que as presunções devem ter as seguintes características: graves (relativas ao convencimento que as presunções infundem), precisas (que não se prestam a dúvidas ou a contradições lógicas) e concordes (quando, tendo origem comum ou diferente, tendem, por seu conjunto e acordo, a estabelecer o fato que se quer provar). Em relação à concordância, vale dizer que, havendo mais de uma presunção, visto que não é o número, mas a qualidade e o peso das presunções que criam a convicção, podendo o juiz, baseado numa só presunção, concluir pelo fato que se pretende provar. BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM 17/2002 – Rio de Janeiro.

prova em contrário, não será uma tarefa muito fácil para o agente de a companhia demonstrar que mesmo conhecendo informações relevantes não utilizou a mesma em benefício próprio ao comprar ações antes da divulgação do fato relevante.⁷⁸

Observa-se, portanto, neste caso, que a condenação administrativa pela CVM por “*insider trading*” se deu em face do conselho Diretor/controlador da companhia e de terceiros.

2.2.10. Caso Sadia-Perdigão.

Qualquer colegiado ou tribunal julgador do mundo será lembrado por algum julgamento considerado emblemático. No caso da CVM, mesmo sendo um órgão administrativo julgador, essa realidade não foi diferente. Por isso, faz-se necessário uma análise um pouco mais detalhada dos processos administrativos da CVM, sob o nº 2007/0117, 2007/0118 e 2007/0119, já que se tornaram verdadeiros *leading cases*.

Nos presentes casos a CVM se deparou com questões controversas, cuja análise ainda não havia sido objeto desse tribunal administrativo. Além disso, tal repercussão se tornou maior pois foi o primeiro caso levado a apreciação do STJ e foi só em 2016 que houve a primeira condenação criminal

Relator: Wladimir Castelo Branco. Julgado em 25 de outubro de 2005. Rio de Janeiro: CVM, 2005. p. 9

⁷⁸ Nesse passo é importante notar que, em relação aos administradores e controladores da companhia, há presunção, relativa, de que, em razão de seu cargo ou posição, esses tiveram acesso à informação privilegiada. Quanto ao chamado “insider de mercado”, porém, deve a CVM comprovar que a pessoa teve acesso à informação e que tinha consciência de que se tratava de informação privilegiada. Vide, a propósito, o voto proferido no âmbito do PAS CVM n.º 02/85, julgado em 11.11.1986, em que o então Diretor Nelson Eizirik teceu as seguintes considerações: “O elemento fundamental para a caracterização do “*insider trading*” é a utilização, pelo “insider”, de uma informação confidencial sobre fato relevante, de seu conhecimento exclusivo. Quando o “insider” é administrador ou acionistas controlador da Companhia, há uma presunção “*juris tantum*” de que, em face ao seu cargo ou posição, ele teve acesso à informação privilegiada. Tratando-se de um “insider de mercado” ou “*tippee*”, não ocorre tal presunção, cabendo à CVM comprovar o seu acesso à informação (...)”. Nesse mesmo sentido, vide os votos proferidos pelo Presidente Marcelo Fernandez Trindade no âmbito dos PAS CVM n.º 13/00 e 18/01, julgados, respectivamente, em 17.04.2002 e 04.11.2004. BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM 17/2002 – Rio de Janeiro. Relator: Wladimir Castelo Branco Castro. Julgado em 25 de outubro de 2005. Rio de Janeiro: CVM, 2005. p. 16.

no Brasil pelo uso de informação privilegiada, “*insider trading*”, com fundamento do art. 27 D da lei 6.385/76.⁷⁹

O processo originou-se no momento em que a Gerência de Acompanhamento de Mercado 2 da CVM – GMA-2⁸⁰ percebeu o aumento no volume e oscilação de preços nos negócios com ações ordinárias de emissão da Perdigão S/A, na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) por três dias seguidos em julho de 2006.⁸¹

Poucos dias depois a Sadia S/A apresentou oferta pública de compra numa quantidade de 50% a mais em uma ação de emissão da Perdigão, por R\$ 27,88 por ação com preço 21,22% maior que à cotação das ações no fechamento do pregão referente ao mês de julho. Desse modo, o preço médio de cotação ficou em 135% no total das ações de emissão da Perdigão na Bovespa, no período de 30 dias anteriores à publicação do edital.⁸²

Um dia depois da publicação da oferta, ou seja, em 18 de julho de 2006, a Perdigão divulgou o fato relevante e tornou público que acionistas titulares, controladores, de 55,38% das ações recusaram a oferta de fusão proposta pela

⁷⁹ Caso de Insider - Sadia/Perdigão. STJ acolhe argumentos da CVM e do MPF e mantém condenação de executivo. Foi concluído na terça-feira, 16/02/16, pelo Superior Tribunal de Justiça (STJ), o julgamento do Recurso Especial (RESP) da ação penal do caso Sadia/Perdigão - primeiro caso de “*insider trading*” na esfera criminal julgado no Brasil, no âmbito da parceria da CVM com o Ministério Público Federal. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2016/20160217-1.html>

⁸⁰ Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários. Atribuições: coordenar, supervisionar e fiscalizar as entidades integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários, assegurando a observância de práticas comerciais equitativas e o funcionamento eficiente e regular dos mercados de bolsa, de balcão, de balcão organizado e de mercados derivativos; coordenar, supervisionar e fiscalizar os credenciamentos dos integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários e das entidades que atuam no mercado de valores mobiliários, bem como o dos prestadores de serviços, tais como, custódia e liquidação, escrituração e emissão de certificados de títulos e valores mobiliários; propor e fiscalizar a observância de normas relacionadas ao funcionamento do sistema de distribuição de valores mobiliários e ao funcionamento dos mercados derivativos; e fiscalizar os serviços e atividades das entidades que atuam no mercado de valores mobiliários e no mercado de derivativos, inclusive quanto à veiculação de informações. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/menu/acesso_informacao/institucional/sobre/smi.html

⁸¹ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM 2007/0117 - – Rio de Janeiro. Relator: Eli Lória. Julgado em 26 de fevereiro de 2008. Rio de Janeiro: CVM, 2008. p. 2.

⁸² Eli Lória, Relator. BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM 2007/0117, julgado em 26 de fevereiro de 2008. Rio de Janeiro: CVM, 2008. p. 2.

Sadia, inviabilizando a negociação. A Sadia, por sua vez, fez novas ofertas para Perdigão que se recusou até o momento em que a Sadia retirou todas as ofertas de sua proposta do Mercado.⁴³

Na época, ações da Perdigão eram negociadas na BOVESPA em São Paulo, e seus ADR's⁸³ foram negociados na *New York Stock Exchange (NYSE)*, sob o código PDA, tendo forte correlação entre seus preços. Importante destacar que a ação da Perdigão chegou a ser negociada a R\$ 29,55 em 21 de julho, mas recuou até voltar a ser negociada, em agosto, a R\$ 21,50, preço próximo ao observado na primeira semana de julho.⁴³

A CVM, com amparo no *Memorandum of Understanding (MoU)*, assinado em 1988, com a *Securities and Exchange Commission - "SEC"*, solicitou informações sobre as negociações realizadas com as ações da Perdigão na *NYSE*, para instruir as suas investigações.⁴³

Com intuito de maior esclarecimento dos fatos a GMA-2 - Gerencia de Acompanhamento de Mercado - da CVM convocou, para prestar esclarecimentos, os Srs. Romano Ancelmo Fontana Filho, membro do Conselho de Administração da Sadia; Luiz Gonzaga Murat Júnior, Diretor de Finanças e Relações com Investidores da Sadia; e Alexandre Ponzio de Azevedo, Vice-presidente do Banco ABN AMRO Real S/A. Em 17 de julho de 2006, GMA-2 solicitou à Sadia a relação das instituições contratadas o escopo das reuniões de estudos⁸⁴ e informações sobre a oferta, atas das reuniões do conselho de

⁸³ Segundo a CVM os *American Depositary Receipts – ADR, Global Depositary Receipts – GDR*, e outros valores mobiliários de empresas brasileiras emitidos e/ou listados no exterior ao amparo da regulamentação estrangeira também devem ser considerados para fins da divulgação do artigo 12 da Instrução CVM nº 358/02, na medida em que são títulos representativos de ações de companhias abertas brasileiras. OFÍCIO-CIRCULAR/CVM/SEP/Nº02/2016 Rio de Janeiro, 29 de fevereiro de 2016 p. 76.

⁸⁴ Segundo o Relatório do processo: “O Sr. Romano Ancelmo Fontana Filho foi informado da realização desses estudos em 14/04/06, tendo o mesmo declarado ter participado de uma reunião em junho de 2006, juntamente com os Srs. Walter Fontana e Osório Furlan, para tratar de assuntos financeiros e econômicos ligados à oferta, e de outra reunião com a participação do Sr. Murat, de funcionários do REAL e advogados do escritório de advocacia Tozzini, Freire, Teixeira e Silva, ocasião em que o advogado Mauro teria orientado os participantes a não negociarem ações de emissão da SADIA e da PERDIGÃO em face dos trabalhos envolvendo a oferta pública (fls. 84/85). Ademais, o Sr. Romano informou que participou de três reuniões com membros da família Fontana sobre o tema (fls. 82/86). Na primeira, o projeto foi apresentado aos representantes dos blocos integrantes do acordo de acionistas da SADIA, na segunda participou

administração, cópia do estatuto social da empresa, entre outras informações importantes para o caso.⁴³

As informações questionadas foram respondidas pela Sadia que informou que os estudos foram iniciados em março de 2006, com a participação de profissionais do Real e de seus assessores jurídicos - integrantes do escritório Souza, Cescon Avedissian, Barriou e Flesh Advogados. Além disso, em 07 de abril de 2006, foi realizada reunião para tratar sobre a oferta de compra das ações da Perdigão pela Sadia – estavam presentes os Srs. João Roberto Gonçalves Teixeira e Fábio Barbosa, executivos do Real, e os Srs. Luiz Gonzaga Murat Júnior e Walter Fontana, respectivamente DRI e Presidente do Conselho de Administração da Sadia.⁸⁵

A SMI de posse de diversos documentos, no processo administrativo 2007/0117, aponta que o Sr. Romano Ancelmo Fontana, em julho de 2006, adquiriu de 18.000 "ADR's" representativos de ações de emissão da Perdigão (correspondentes a 36.000 ações ordinárias), antes da revogação da oferta pela Sadia, resultando num ganho de US\$ 139.114,50.⁸⁶ Observa-se, portanto, neste caso que a condenação administrativa pela CVM por "*insider trading*" se deu em face de um membro do conselho de administração da companhia.

No processo administrativo 2007/0118, a acusação aponta que o Sr. Luiz Gonzaga Murat Junior, diretor de finanças da Sadia, tenha quebrado o dever de lealdade ao adquirir, em abril de 2006, 15.300 "ADRs", de emissão da Perdigão S.A., no valor de e USD 352,907.00. Além disso, foi responsável pela divulgação e inclusão, nas operações, de outros membros do bloco de controle, administradores e funcionários da companhia, chegando a adquirir em junho de

o seu grupo e representante do REAL e, na terceira, em 13/07/06, os representantes dos grupos aprovaram a proposta de realizar a oferta." BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM 2007/0117 – Rio de Janeiro. Relator: Eli Lória. Julgado em 26 de fevereiro de 2008. Rio de Janeiro: CVM, 2008. p. 3.

⁸⁵BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM 2007/0117 – Rio de Janeiro. Relator: Eli Lória. Julgado em 26 de fevereiro de 2008. Rio de Janeiro: CVM, 2008. p. 3.

⁸⁶ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM 2007/0117 – Rio de Janeiro. Relator: Eli Lória. Julgado em 26 de fevereiro de 2008. Rio de Janeiro: CVM, 2008. p. 4.

2006 mais 36.000 “ADRs” no valor de USD 586,801.00. Em 16 de julho de 2006, a Sadia publicou a oferta de aquisição das ações de emissão da Perdigão com objetivo de adquirir mais de 50% das ações da companhia. A perdigão recusou a oferta mesmo com novas propostas que ofereciam preço maior com interesse de garantir as aquisições.⁸⁷ Observa-se, portanto, neste caso, que a condenação administrativa pela CVM por “*insider trading*” se deu em face dos administradores o diretor de finanças da Sadia.

O processo administrativo 2007/0119, foi instaurado pela SMI em face do Sr. Alexandre Ponzio de Azevedo, na época Superintendente executivo de Empréstimo do banco ABN AMRO REAL S/A.

Em 20 de junho de 2006, fez uma ordem de compra de 14.000 ADRs da Perdigão para a corretora norte-americana Charles Schwab que resultou em um valor bruto de US\$ 269.919,95. Depois da divulgação da oferta de compra da Perdigão pela Sadia, o Sr. Alexandre ordenou à corretora que vendesse, alienando 10.500 ADRs da Perdigão. O valor bruto dessa operação foi de US\$ 254.406,90.⁸⁸ Observa-se, portanto, neste caso, que a condenação administrativa pela CVM por “*insider trading*” se deu em face de terceiro, caracterizando-se *insider* de mercado.

As operações realizadas pelo Sr. Alexandre, segundo relatório, obteve um lucro médio no valor de US\$ 69.289,21. Porém, na realidade, as outras 3.500 ADRs foram vendidas posteriormente, em 18 de outubro de 2006, gerando um lucro líquido de US\$ 66.683,94.⁴⁹

Em vista de todos os fatos narrados a SMI, da CVM, formalizou as acusações nos seguintes termos: contra o Sr. Romano Ancelmo Fontana pela infração do art. 155, § 1º da lei 6.404/76; em face do Sr. Luiz Gonzaga Murat pela infração prevista no art. 155, § 1º da lei 6.404/76; e por contra o Sr.

⁸⁷ Relator. BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM 2007/0118 – Rio de Janeiro. Relator: Marcos Barbosa Pinto. Julgado em 26 de fevereiro de 2008. Rio de Janeiro: CVM, 2008. p. 2.

⁸⁸BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Termo de ajustamento de conduta. Processo administrativo Sancionador CVM 2007/0119– Rio de Janeiro. Relator: Roberto Tadeu Antunes Fernandes. Julgado em 13 de fevereiro de 2008. Rio de Janeiro: CVM, 2008. p. 3.

Alexandre Ponzio de Azevedo a infração art. 155, § 4º da lei 6.404/76.

O relator Eli Lória, afastou completamente o argumento da incompetência, esclarecendo que o fenômeno da extraterritorialidade não é estranho ao ordenamento jurídico brasileiro, tendo previsão no artigo 7º do Código Penal e nos arts 5 e 7º do Código Penal Militar não sendo admitido, por isso, tal argumento.⁸⁹

Quanto ao primeiro ponto levantado pelo acusado tratava do argumento sobre a inexistência de conduta fraudulenta. No entanto, o relator entendeu que a lei se refere a qualquer tipo de ação praticada de má-fé o ato praticado com abuso de confiança ou clandestinidade.⁹⁰ Esclareceu que *“o chamado “insider” ao negociar qualquer ação em detrimento de outrem, obtendo lucro na negociação com certeza e tranquilidade, pratica uma das mais deletérias modalidades de fraude no mercado de valores mobiliários.”*⁹¹

⁸⁹ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM 2007/0117 – Rio de Janeiro. Relator: Eli Lória. Julgado em 26 de fevereiro de 2008. Rio de Janeiro: CVM, 2008. p. 6.

⁹⁰ O relator argumenta que: “No dizer de Plácido e Silva a fraude “em todas as expressões, está no seu sentido originário de engano, má fé e logro, todos fundados na intenção de trazer um prejuízo, com o qual se locupletará o fraudulento ou fraudador”. A fraude representa a negação da boa-fé que deve estar presente na celebração e na prática de todos os atos e negócios jurídicos, no sentido de lealdade contratual, tanto na conclusão como na execução, consoante o disposto no art. 422 do Código Civil. Lembra, ainda, que, “Na esfera penal a fraude é elemento e qualificadora de diversas condutas tipificadas no Código Penal. Aliás, o Capítulo VI do Código Penal tem por título “Do estelionato e outras fraudes” tratando, dentre outros, do estelionato e das fraudes e abusos na fundação ou administração de sociedade por ações. BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM 2007/0117 - - Rio de Janeiro. Relator: Eli Lória. Julgado em 26 de fevereiro de 2008. Rio de Janeiro: CVM, 2008. p. 7.

⁹¹ No dizer do Relator: “O mercado de valores mobiliários, integrando o sistema financeiro nacional, é o elo entre agentes superavitários (investidores) e deficitários (empresas) tendo por finalidade canalizar a poupança popular para financiar a atividade produtiva, propiciando uma melhor alocação dos recursos da sociedade como um todo e, dada a sua importância para a economia nacional, a Constituição Federal, em seu art. 174 12 , aponta a intervenção do Estado por intermédio da fiscalização e da regulação. A Lei nº 6.385/76 conferiu a CVM poder de polícia administrativa para tutelar os investidores no mercado de valores mobiliários e zelar pela confiabilidade desse mercado, abalada em função dos atos confessadamente praticados pelo acusado, devendo a Autarquia “proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra ” (art. 4º, inciso IV) “o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários ” (alínea “c”) e contra atos ilegais de administradores das companhias abertas (alínea “b”).” BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM 2007/0117– Rio de Janeiro. Relator: Eli Lória. Julgado em 26 de fevereiro de 2008. Rio de Janeiro: CVM, 2008. p. 7.

Ressaltou, ainda, que “a vantagem indevida que o “*insider*” possui diante dos outros investidores fere diretamente os princípios da igualdade no acesso à informação. ” Por isso, quando isso ocorre afeta diretamente a confiança dos investidores no mercado de capitais por manchar a transparência, eficiência e isonomia esperada por todos junto ao mercado, podendo causar entraves para entrada de novos investidores por falta de confiança no mercado de ações brasileiro.⁹²

Quanto à competência da CVM para julgar operações que se efetivaram no estrangeiro, o relator entendeu que se enfraquece a partir do momento que houve dano aos investidores no Brasil. Além disso, ficou comprovado que os fatos relevantes foram praticados no Brasil. ⁹³

Por último, o relator afirma que para se reconhecer a possibilidade do “*bis in idem*”, sustentado pelas partes, seria necessário que as situações sob análise fossem similares. No caso, o compromisso assinado pelo acusado deu-se em outra jurisdição, sendo diverso o valor tutelado. A regra geral brasileira privilegia a independência das instâncias por isso a condenação do acusado pela CVM não agride o princípio do “*non bis in idem* ”.⁹⁴

⁹² Tal conceito encontra-se insculpido na Nota Explicativa nº 28 à Instrução CVM nº 31, de 8 de fevereiro de 1984: “O objetivo primordial do sistema de divulgação acima articulado é propiciar ao investidor uma decisão consciente, embasada numa ampla gama de informações que espelhem fidedignamente a situação da companhia. Garantida a efetividade do sistema de informações, pretende-se, adicionalmente, garantir ao investidor que pessoas intimamente ligadas aos negócios da companhia não poderão utilizar-se de informações ainda não disseminadas ao público. Só assim se promoverá a confiabilidade do investidor no mercado de valores mobiliários.” BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM 2007/0117 - Rio de Janeiro. Relator: Eli Lória. Julgado em 26 de fevereiro de 2008. Rio de Janeiro: CVM, 2008. p. 8.

⁹³ A quebra do dever de lealdade consumou-se no momento da utilização da informação confidencial com a negociação dos valores mobiliários já referidos e, no caso, a informação foi obtida no Brasil, as ordens de negociação transmitidas por meio de ordens verbais emanadas por meio de telefonemas realizados no território nacional, em nome do próprio investidor acusado que é brasileiro e domiciliado no Brasil, conforme depoimento a esta Autarquia (fls.84). A questão do repasse da ordem para a negociação na bolsa estrangeira não tem o condão de retirar o caso em exame da competência da CVM devendo restar assegurada a consecução de seus objetivos institucionais no mercado de valores mobiliários (Lei nº 6.385/76, art. 4º).

⁹⁴BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM 2007/0117 – Rio de Janeiro. Relator: Eli Lória. Julgado em 26 de fevereiro de 2008. Rio de Janeiro: CVM, 2008. p. 8.

Com esses argumentos a CVM condenou o Sr. Romano Ancelmo Fontana Filho, pela infração ao art. 155, §1º, da Lei nº 6.404/76, da pena de inabilitação temporária pelo prazo de 5 (cinco) anos para o exercício do cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta.⁹⁵

No processo administrativo 2008/0118, a linha de defesa do Sr. Luiz Gonzaga, foi muito semelhante. Inovou apenas em alguns argumentos ao afirmar que: no momento das aquisições dos ADRs da Perdigão, não existia informação concreta que pudesse ser caracterizada como informação privilegiada nos dias em que o acusado vendeu parte das ADRs adquiridas, pois houve a revogação da oferta pública pela Sadia S.A., o que já era de conhecimento público; e, por último, o art. 155, § 1º da Lei das S/As não se aplicaria ao caso, uma vez que o Acusado tenha negociado com valores mobiliários da Perdigão S.A., empresa da qual não era administrador.⁹⁶

O relator, por sua vez, afasta a primeira alegação sobre o argumento que o art. 155, § 1 proíbe ao administrador negociar qualquer ação com base em informação que seja "capaz de influir de modo ponderável nas cotações de valores mobiliários". E conclui que era *"óbvio que a realização de uma oferta pública pelo controle da Perdigão S/A. afetaria a cotação dos ADRs da companhia."*⁹⁷

Contudo, ressaltou o fato de o acusado ter adquirido ADRs da Perdigão, pela primeira vez, no mesmo dia em que se discutiu a realização da oferta pública com o Banco ABN Amro AS, o que evidenciou a realização das operações de forma consciente. Além disso, três meses depois, realizou nova compra de ADRs da Perdigão S.A. num momento que a oferta pública se encontrava em estado

⁹⁵ Relator. BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM 2007/0117 – Rio de Janeiro. Relator: Eli Lória. Julgado em 26 de fevereiro de 2008. Rio de Janeiro: CVM, 2008. p. 9.

⁹⁶BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM 2007/0118 – Rio de Janeiro. Relator: Marcos Barbosa Pinto. Julgado em 26 de fevereiro de 2008. Rio de Janeiro: CVM, 2008. p. 8

⁹⁷BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Termo de ajustamento de conduta. Processo administrativo Sancionador CVM 2007/0119 – Rio de Janeiro. Relator: Roberto Tadeu Antunes Fernandes. Julgado em 13 de fevereiro de 2008. Rio de Janeiro: CVM, 2008. p. 3.

bem avançado, afastando qualquer tese que as operações realizadas não teriam sido feitas com base em informação privilegiada.⁶⁰

Quanto ao argumento que alegou sobre a venda dos ADRs, da Perdigão S.A., ter ocorrido após a revogação da oferta pela Sadia S.A., para o relator é irrelevante, pois não excluiu a conduta de “*insider trading*”, muito menos a tornou regular. Na verdade, a infração teria sido mais grave se os ADRs tivessem sido vendidos antes da divulgação ao mercado da revogação da oferta.⁹⁸

Outro ponto importante destacado foi o fato do acusado não ter obtido lucro na operação. No entanto, o relator afasta tal alegação dizendo que isso era irrelevante para caracterização da infração.⁹⁹

Já, em relação à alegação que não se aplicaria o art. 155, § 1 da lei 6.404/76 o relator afastou afirmando que o texto legal não restringiu o alcance da proibição aos valores mobiliários da companhia justamente com intuito de proteger o interesse das mesmas. Além disso, afirma que mesmo se não tivesse ocorrido a prática realizada pelo administrador poderia ter aumentado excessivamente o preço das ações, trazendo a ele lucro indevido.⁶⁰

Com base nos presentes argumentos o relator condenou o acusado pela infração ao art. art. 155, § 1º, da Lei das Sociedades por Ações.⁶⁰

O processo administrativo 2008/0119, em que o Sr. Alexandre Ponzio é acusado, houve a suspensão do processo. Tal procedimento é permitido quando “o investigado ou acusado assinar termo de compromisso¹⁰⁰ obrigando-se a

⁹⁸BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM 2007/0118 – Rio de Janeiro. Relator: Marcos Barbosa Pinto. Julgado em 26 de fevereiro de 2008. Rio de Janeiro: CVM, 2008. p. 9.

⁹⁹BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM 2007/0118 – Rio de Janeiro. Relator: Marcos Barbosa Pinto. Julgado em 26 de fevereiro de 2008. Rio de Janeiro: CVM, 2008. p. 9.

¹⁰⁰Destacou o superintendente Geral Roberto Tadeu Antunes Fernandes que:” O parágrafo 5º do artigo 11 da Lei nº 6.385/76, estabelece que a CVM possa, 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 cessar a prática de atividades ou atos considerados ilícitos pela CVM e a corrigir as irregularidades apontadas, inclusive indenizando os prejuízos.” Roberto Tadeu Antunes Fernandes, Superintendente Geral. BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Termo de ajustamento de conduta. Processo

cessar a prática de atividades ou atos considerados ilícitos pela CVM e a corrigir as irregularidades apontadas, inclusive indenizando os prejuízos. ”¹⁰¹

As propostas foram apresentadas ao comitê da CVM que apenas ao aperfeiçoou buscando melhor adequação a este tipo de solução consensual do processo administrativo, uma vez que houve dano difuso ao mercado de valores mobiliários, sendo tal prática caracterizada como “*insider trading*” quebrando a isonomia existente em relação aos demais participantes.¹⁰²

Diante disso, o Comitê sugeriu o aperfeiçoamento da proposta originalmente apresentada, que era de R\$ 70.000,00 (setenta mil reais), majorando-a ao compromisso pecuniário para montante da ordem de R\$ 238.000,00 (duzentos e trinta e oito mil reais). Com os argumentos apresentados, o Comitê de Termo de Compromisso propôs ao Colegiado da CVM que aceitasse a proposta de Termo de Compromisso apresentada por Alexandre Ponzio de Azevedo. ⁶³

Além disso, acrescentou que os proponentes deveriam assumir compromisso suficiente para desestimular condutas assemelhadas em atendimento à finalidade preventiva do combate ao *insider*. Diante disso, a proposta em tela deveria contemplar compromisso de indenização por todos os

administrativo Sancionador CVM 2007/0119, julgado em 13 de fev. de 2008. Rio de Janeiro: CVM, 2008. p. 3.

¹⁰¹ No voto recordou-se que: “Ao normatizar a matéria, a CVM editou a Deliberação CVM nº 390/01, alterada pela Deliberação CVM nº 486/05, que dispõe em seu art. 8º sobre a competência deste Comitê de Termo de Compromisso para, depois de ouvida a Procuradoria Federal Especializada sobre a legalidade da proposta, apresentar parecer sobre a oportunidade e conveniência na celebração do compromisso, e a adequação da proposta formulada pelo acusado, propondo ao Colegiado sua aceitação ou rejeição, tendo em vista os critérios estabelecidos no art. 9º. 33. Por sua vez, o art. 9º da Deliberação CVM nº 390/01, com a redação dada pela Deliberação CVM nº 486/05, estabelece como critérios a serem considerados quando da apreciação da proposta, além da oportunidade e da conveniência em sua celebração, a natureza e a gravidade das infrações objeto do processo, os antecedentes dos acusados e a efetiva possibilidade de punição, no caso concreto. ”

¹⁰²BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Termo de ajustamento de conduta. Processo administrativo Sancionador CVM 2007/0119 – Rio de Janeiro. Relator: Roberto Tadeu Antunes Fernandes. Julgado em 13 de fevereiro de 2008. Rio de Janeiro: CVM, 2008. p. 3.

prejuízos em sua potencialidade.⁶³

Observa-se, portanto, neste caso, que a CVM teve como acusado um terceiro externo a companhia, caracterizando-se como “*insider*” de mercado.

2.2.11. Caso Refinaria de Petróleo de Manguinhos S/A.

Os casos administrativos apresentados até agora tiveram relevância, pois foram os principais responsáveis pela evolução normativa no combate ao uso de informação privilegiada no Brasil. Agora se fará uma breve análise dos casos julgados pela CVM a partir do ano de 2000.

O processo administrativo 2003/5627, Caso Refinaria de Petróleo de Manguinhos S/A, em que se apurou eventual uso de informação privilegiada na negociação com as ações ordinárias de emissão da Refinaria, um dia antes da divulgação de fato relevante. Foi indiciado o membro do conselho de administração da refinaria. Por fim, a CVM condenou o acusado a pena de advertência, por infração ao parágrafo 3º, inciso II, do artigo 13 da Instrução CVM Nº 358/2002.¹⁰³

2.2.12. Caso Banco BBA Creditanstalt S/A

O processo administrativo 06/2003, caso Banco BBA Creditanstalt S/A (atual Banco Itaú – BBA S/A), em que se apurou eventual uso de informação privilegiada na negociação de ações de emissão da Globo Cabo, pouco tempo antes da divulgação do fato relevante que noticiou uma operação de capitalização da empresa no valor de R\$ 1 bilhão, operação esta que contou com a participação direta do Banco BBA. Foi indiciado o diretor da companhia. No entanto, a CVM decidiu pela absolvição do acusado por considerar que as informações por ele utilizadas já era de domínio público.¹⁰⁴

¹⁰³BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM 2003/5627 – Rio de Janeiro. Relatora: Norma Jonssen Parente. Julgado em 28 de janeiro de 2005. Rio de Janeiro: CVM, 2015. p. 1/4.

¹⁰⁴BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM 06/2003 – Rio de Janeiro Relatora: Norma Jonssen Parente. Julgado em 29 de março de 2005. Rio de Janeiro: CVM, 2005. p. 1-2.

2.2.13. Caso Cremer S/A

O processo administrativo 11/2004, caso Cremer S/A, em que foi apurada eventual uso de informação privilegiada em negociações com ações de emissão da CREMER S.A., no período que antecedeu a publicação do fato relevante divulgado pela companhia em 12.05.03. Foram acusados os Diretores da Cremer S.A.; J. Rua Fagundes & Associados Ltda. (controladora da CREMER); além dos Sócios-quotistas da J.R. Fagundes & Associados Ltda. No entanto, a CVM decidiu pela absolvição dos acusados por não conseguirem provar a responsabilidade dos acusados.¹⁰⁵

2.2.14. Caso MTC Brasil participações S.A.

O processo administrativo 2004/0852, Caso MTC Brasil participações S.A., em que se apurou o eventual uso de informação privilegiada na negociação de ações da Geral de Concreto S.A. Foram indiciados terceiros não vinculados à companhia. No entanto, a CVM optou pela absolvição dos acusados por ausência de prova capaz de identificar a fonte da informação.¹⁰⁶

2.2.15. Caso Grazziotin S/A

O processo administrativo 2003/5669, Caso Grazziotin S/A, em que se apurou o eventual uso de informação privilegiada na aquisição de ações preferenciais da companhia no período compreendido entre o conhecimento da informação e sua divulgação ao público, em infração ao art. 13 da Instrução CVM 358/02. Foram indiciados administradores da companhia. Por fim, a CVM condenou um dos acusados a aplicação de pena de multa no valor de R\$ 20.000,00, com fundamento no art. 11, inciso II, da Lei 6.385/76.¹⁰⁷

¹⁰⁵BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM 11/2004 – Rio de Janeiro. Relator: Wladimir Castelo Branco Castro. Julgado em 13 de dezembro de 2005. Rio de Janeiro: CVM, 2005. p. 1/8.

¹⁰⁶BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM 2004/0852 – Rio de Janeiro. Relator: Sergio Weguelin. Julgado em 30 de maio de 2006. Rio de Janeiro: CVM, 2006. p. 1/3.

¹⁰⁷BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM RJ 2003/5669 – Rio de Janeiro. Relator: Wladimir Castelo Branco Castro. Julgado em 11 de julho de 2006. Rio de Janeiro: CVM, 2015. p. 1/5.

2.2.16. Caso Banco do Brasil S.A.

O processo administrativo 01/2003, caso Banco do Brasil S.A., em que apurou eventual uso de informação privilegiada na negociação de valores mobiliários da Companhia, antes da divulgação do fato relevante. Foram indiciados o diretor presidente e conselheiros de administração. No entanto, a CVM decidiu absolver os acusados por falta de elementos que comprovassem o uso de informação privilegiada.¹⁰⁸

2.2.17. Caso Randon Participações S/A

O processo administrativo 22/2004, caso Randon Participações S/A, em que se apurou a eventual negociação de ações com base em informações privilegiadas, por diretores da Randon Participações S/A., de sua subsidiária, Fras-Le S/A. e por terceiros de algum modo a eles ligados, no período que antecedeu a publicação de aviso de fato relevante em 15.08.2002. Foram indiciados os Diretores da Randon; Dramd Participações e Administração LTDA (controladora); Diretor responsável por corretora, os administradores e familiares acusados. Por fim, a CVM condenou os acusados por violação do art. 155, § 1º, da Lei nº 6.404/76, e do caput do art. 13 da Instrução CVM nº 358/02, e a pena de multa.¹⁰⁹

2.2.18. Caso BRADESPAR S/A

O processo administrativo 07/2004, caso BRADESPAR S/A. em que se apurou o eventual uso de informação privilegiada caracterizada como não equitativa, sendo passível de aplicação das penalidades previstas no artigo 11, incisos I a VIII, da Lei nº 6.385, de 07/12/76. Foram indiciados o Presidente do conselho de administração e diretor-presidente do Clube de Investimento dos Empregados da Vale; outros diretores do Clube de Investimento dos

¹⁰⁸BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM RJ 2003/5669 – Rio de Janeiro. Relator: Marcelo Fernandez Trindade. Julgado em 1 de fevereiro de 2007. Rio de Janeiro: CVM, 2007. p. 1/11.

¹⁰⁹BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM RJ 2003/5669 – Rio de Janeiro. Relator: Marcelo Fernandez Trindade. Julgado em 20 de junho de 2007. Rio de Janeiro: CVM, 2007. p. 1/13.

Empregados da Vale; Membros do Conselho de Administração do Clube de Investimento dos Empregados da Vale; Vice-presidente do Conselho de Administração do Clube de Investimento dos Empregados da Vale; Membro do Conselho Fiscal do Clube de Investimento dos Empregados da Vale. Por fim, no presente caso a CVM condenou todos os indiciados além de aplicar-lhes a pena de multa.¹¹⁰

2.2.19. Caso Cambuci

O processo administrativo 2005/0155, caso Cambuci, foi apurado eventual uso de informação privilegiada na negociação de ações da companhia, tendo em vista as tratativas da empresa para negociação do alongamento de sua dívida com um banco estrangeiro. Aplicou-se o art. 11 da Instrução CVM nº 31/84, configurando uso de práticas não equitativas de mercado, previstas na alínea "d" da Instrução CVM nº 8/79, e vedadas pelo item II da mesma Instrução. Foram indiciados os diretores e analistas das empresas JGP S/A; Credit Suisse First Boston DTVM, Credit Suisse First Boston S/A CTVM; JGP Nextar Fund JGP S/A, Ventura Capital LLC e os Diretores da JGP S/A, responsáveis pela administração da sua carteira. Os acusados foram condenados à pena de advertência e multa.¹¹¹

2.2.20. Caso Tele Centro Oeste Celular Participações S.A. e outros

O processo administrativo 25/2004, caso Tele Centro Oeste Celular Participações S.A. e outros, em que se apurou eventual indevido de informação privilegiada – por seus administradores - em negócios realizados no segundo semestre de 2002 e início de 2003, quando estava em curso o processo de avaliação da Tele Centro Oeste para fins de alienação de seu controle e que não se referiam à rolagem e encerramento de operações de financiamento. Foram indiciados o Banco Credibel S.A.; BID S.A.; Membros do Conselho de

¹¹⁰BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo Sancionador 07/2004 – Rio de Janeiro. Relator: Eli Loria. Julgado em 1 de agosto de 2007. Rio de Janeiro: CVM, 2007. p. 1/17.

¹¹¹BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM RJ 2003/5669 – Rio de Janeiro. Relator: Eli Loria. Julgado em 21 de agosto de 2007. Rio de Janeiro: CVM, 2007.

Administração da Tele Centro Oeste Celular Participações S.A.; Splice do Brasil Telecomunicações e Eletrônica S.A.; Tele Centro Oeste Celular Participações S.A.; Membros do Conselho de Administração da Splice do Brasil Telecomunicações e Eletrônica S.A.; Diretores do Banco Credibel S.A.; Superintendentes do Banco Credibel S.A.; terceiros não integrantes. No entanto, a CVM condenou apenas um dos diretores acusados com aplicação de multa de por infração ao disposto art. 13, caput, da Instrução CVM nº 358/02 c/c artigo 157, § 6º, da Lei nº 6.404/76.¹¹²

2.2.21. Caso da Embraer

O processo administrativo 22/2006, caso da Embraer, em que se apurou eventual uso de informações privilegiadas relacionadas à divulgação, pela EMBRAER, de fatos relevantes divulgados em 13.01.2006, 16.01.2006 e 19.01.2006, que versavam sobre a nova formatação para a estrutura de capital da companhia, em infração ao disposto no §4º do art. 155 da Lei nº 6.404 e no §1º do art. 132 da Instrução CVM nº 358/2002. Foram indiciados o Gerente de Planejamento Econômico da EMBRAER e o Gerente de Contas a Pagar da Embraer. No entanto, a CVM entendeu pela absolvição dos acusados, pois não foi comprovado o uso de informações privilegiadas.¹¹³

2.2.22. Caso Bahema equipamentos S/A

O processo administrativo 24/2005, caso Bahema equipamentos S/A, em que se apurou eventual uso indevido de informação privilegiada por pessoas tidas como direta ou indiretamente relacionadas a aquisições de ações de emissão da Bahema Equipamentos durante o curso de negociações não divulgadas ao público em geral envolvendo o controle da Companhia. Foram indiciados os Ex-Diretores da Bahema Equipamento; Ex-acionistas da Bahema Equipamento; Ex-membros do Conselho de Administração da Bahema

¹¹²BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM 25/2004 – Rio de Janeiro. Relator: Eli Loria. Julgado em 30 de setembro de 2008. Rio de Janeiro: CVM, 2008. p. 1/20.

¹¹³BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM 22/2006 – Rio de Janeiro. Relator: Eliseu Martins. Julgado em 20 de outubro de 2009. Rio de Janeiro: CVM, 2008. P. 1/10. f

Equipamento; Ex-procurador da Bahema Equipamentos; Diretor Presidente da Bahema Participações; Ex-Diretor da Agenda Corretora de Títulos e Valores Ltda.; Ex-Diretor da Gradual CCVM Ltda. Por fim, a CVM absolveu dois dos acusados e condenou os demais acusados com aplicação de advertências e multas. ¹¹⁴

2.2.23. Caso Goldman, Sachs & Co

O processo administrativo nº 19/2006, caso Goldman, Sachs & Co., em que se apurou eventual uso de informação privilegiada relacionada aos negócios com ações de emissão da Ripasa S/A Celulose e Papel, Suzano Bahia Sul Papel e Celulose S/A e Votorantim Celulose e Papel S/A, realizados no período que antecedeu o fato relevante por elas divulgado em 10 de novembro de 2004. Foram indiciados o Sr. Romeu Alberti Sobrinho, e outros terceiros que não tinham relação direta com a companhia. No entanto, firmaram termo de compromisso com esta autarquia em 16/04/10 e em 14/09/10, e a empresa Goldman Sachs foi absolvida pois a CVM concluiu que diante das evidências oferecidas nos autos não eram suficientes para caracterizar o uso de informação privilegiada. ¹¹⁵

2.2.24. Caso Credit Suisse International

O processo administrativo nº RJ 2009/13459, caso Credit Suisse International, em que se apurou eventual uso de informação privilegiada por irregularidade na negociação com *units da Terna Participações S.A.*, em suposta infração ao artigo 13 da Instrução CVM nº 358/02. Foram indiciados Credit Suisse International; Credit Suisse e Próprio Fundo de Investimento em Ações. Por fim, a CVM condenou os acusados com aplicação de multas nos valores, equivalentes a três vezes a vantagem econômica obtida pelos acusados, conforme previsto no art. 11, §1º, inciso III, da Lei nº 6.385/76 – “*insider primário.*”

¹¹⁴BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM 24/2005 – Rio de Janeiro. Relator: Weguelin Sergio. Julgado em 07 de outubro de 2008. Rio de Janeiro: CVM, 2008. P. 1/42.

¹¹⁵ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM 19/2006 – Rio de Janeiro. Relator: Alessandro Broedel Lopes. Julgado em 30 de novembro de 2010. Rio de Janeiro: CVM, 2010. p. 1/8.

2.2.25. Caso Gol Linhas Aéreas Inteligentes S/A

O processo administrativo nº 19/2009, caso Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A., em que foi apurado eventual utilização de informações ainda não divulgadas ao mercado, relativas à aquisição da VRG Linhas Aéreas S.A. pela Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A., em operações realizadas com ações de emissão destas, em possível antecipação à divulgação de Fato Relevante em 28.03.07. Foram indiciados um terceiro não integrante, além do sócio de escritório de advocacia contratado pela GOL em 2005. Por fim, a CVM condenou a pena de multa equivalente a duas vezes o montante da vantagem econômica obtida, por utilização de informação privilegiada em seus negócios no mercado de valores mobiliários.¹¹⁷

2.2.26. Caso Credit Suisse Securities (USA) LLC

O processo administrativo nº RJ 2010/4206, caso Credit Suisse Securities (USA) LLC, em que foi apurado eventual uso de informação privilegiada na negociação com *units* da Terna Participações S.A., em suposta infração ao artigo 13 da Instrução CVM nº 358/02. Foi indiciada a empresa Credit Suisse Securities (USA) LLC. No entanto, a CVM absolveu o acusado por não ter restado provada efetiva violação do disposto no art. 13 e parágrafos da Instrução CVM nº 358/02.¹¹⁸

2.2.27. Caso Cyrela

O processo administrativo nº 2008/9022, caso Cyrela, em que foi apurado eventual uso indevido de informação privilegiada em negócios

¹¹⁶ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM RJ 2009/13459 – Rio de Janeiro. Relator: Alexsandro Broedel Lopes. Julgado em 30 de novembro de 2010. Rio de Janeiro: CVM, 2010. p. 1/11.

¹¹⁷ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM Nº 19/09 – Rio de Janeiro. Relator: Eli Loria. Julgado em 7 de junho de 2011. Rio de Janeiro: CVM, 2011. p. 1/7.

¹¹⁸ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM Nº RJ 2010/4206 – Rio de Janeiro. Relator: Alexsandro Broedel Lopes. Julgado em 23 de agosto de 2011. Rio de Janeiro: CVM, 2011. p. 1/7.

envolvendo ações da CYRELA antes da divulgação de diversos fatos relevantes, em desacordo com o art. 13 da Instrução CVM nº 358/02. Foram indiciados Diretor de Relações com Investidores; Diretor-presidente e presidente do conselho de administração; Diretores da Cyrela. No entanto, apesar de diversas controvérsias, a CVM entendeu pela absolvição dos acusados.¹¹⁹

2.2.28. Caso da Sadia S/A

O processo administrativo nº 13/2009, caso da Sadia S/A, em que se apurou eventual uso de informações privilegiadas em operações realizadas com ações preferenciais de emissão da SADIA, antes da divulgação, pela companhia, do Fato Relevante em 25.09.08. Infração ao disposto no §4º do art. 155 da Lei nº 6.404 e no art. 13 da Instrução CVM nº 358/02. Foram indiciados administradores da Sadia e terceiros. Por fim, a CVM entendeu pela absolvição de um dos acusados e condenação dos demais com aplicação de multas nos valores, todas equivalentes a duas vezes o valor do prejuízo evitado.¹²⁰

2.2.29. Caso Estácio Participações S.A.

O processo administrativo nº 11/2009, caso Estácio Participações S.A., em que se apurou o eventual uso de informação privilegiada na utilização de informações relevantes, ainda não divulgadas ao mercado, em operações realizadas com ações de emissão da Estácio Participações S.A. Foi indiciada Hookipa Investments LLC, por insider secundário. No entanto, a CVM absolveu o acusado das imputações formuladas.¹²¹

2.2.30. Caso Sadia S/A.

O processo administrativo nº 07/2007, caso Sadia, em que se apurou

¹¹⁹ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM Nº RJ 2008/9022 – Rio de Janeiro. Relator: Eli Loria. Julgado em 09 de fevereiro de 2010. Rio de Janeiro: CVM, 2010. p. 1/12.

¹²⁰ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM Nº 13/2009 – Rio de Janeiro. Relator: Eli Loria. Julgado em 13 de dezembro de 2011. Rio de Janeiro: CVM, 2011. p. 1/17.

¹²¹ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM Nº RJ 11/2009 – Rio de Janeiro. Relator: Luciana Dias. Julgado em 3 de abril de 2012. Rio de Janeiro: CVM, 2012. p. 1/15.

eventual uso indevido de informação privilegiada em negócios com ações de emissão de Sadia S.A. e Perdigão S.A., ocorridos na Bolsa de Valores de São Paulo, nos dias anteriores ao lançamento, pela Sadia, de uma oferta pública de aquisição do controle acionário da Perdigão. Foram indiciados o Gerente de relações com investidores da Sadia e o Filho do 2º Vice-Presidente do conselho de administração da Sadia e controlador à época da Oferta. Por fim, a CVM absolveu os outros acusados e condenou o controlador ao pagamento de multa.¹²²

2.2.31. Caso Ipiranga S/A.

O processo administrativo nº 10/2008, caso Ipiranga S/A., em que se apurou eventual uso de informação privilegiada na emissão de ações da Refinaria de Petróleo Ipiranga S/A, Distribuidora de Produtos de Petróleo Ipiranga S/A e Companhia Brasileira de Petróleo Ipiranga, especialmente em relação à possível antecipação à divulgação de fatos relevantes sobre a alienação de controle do grupo Ipiranga para a Petróleo Brasileiro S/A Petrobras, Ultrapar Participações S/A e Braskem S/A. Foram indiciados terceiros não integrantes a companhia. Por fim, a CVM entendeu pela Condenação dos acusados com aplicação de multas equivalentes a três vezes o montante da vantagem econômica obtida por utilização de informação privilegiada.¹²³

2.2.32. Caso AMBEV.

O processo administrativo nº 21/2005, caso AMBEV, em que se apurou eventual uso de informação privilegiada relacionada aos negócios com ações de emissão da Companhia de Bebidas das Américas – AMBEV - realizados no período de maio de 2003 a março de 2004, antes do fato relevante por ela divulgado em março de 2004. Foram indiciados a Fundação Antônio e Helena Zerrenner Instituição Nacional de Beneficência. No entanto, a CVM entendeu

¹²² BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM Nº RJ 07/2007 – Rio de Janeiro. Relator: Marcos Barbosa Pinto. Julgado em 16 de março de 2010. Rio de Janeiro: CVM, 2010. p. 1/11. f

¹²³ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM Nº RJ 10/2008 – Rio de Janeiro. Relator: Eli Loria. Julgado em 23 de novembro de 2010. Rio de Janeiro: CVM, 2010. p. 1/11. f

pela absolvição dos acusados com base por achar insuficiente as provas dos autos.¹²⁴

2.2.33. Caso Lupatech

O processo administrativo nº 2010/14407, caso Lupatech, em que se apurou o eventual uso de informação privilegiada na aquisição de ações da Lupatech no período que antecedeu 15 dias da divulgação do fato relevante da companhia. Foram indiciados o Conselheiro e o administrador da companhia. Por fim, a CVM condenou os acusados a pena de advertência, nos termos do art. 11, inciso I, da Lei nº 6.385/76.¹²⁵

2.2.34. Caso Renner

O processo administrativo 2010/1666, caso Renner, em que se apurou eventual uso de informação privilegiada em negociações de valores mobiliários realizadas por um funcionário da Renner que teve acesso a certas informações financeiras e contábeis não públicas porque participava de um processo de auditoria relativo a uma operação de aquisição já anunciada. Foram indiciados o Gerente geral de produtos financeiros e um dos responsáveis pela auditoria na *Leader*. No entanto, a CVM absolveu os acusados por não ter se caracterizado o uso de informação privilegiada.¹²⁶

2.2.35. Caso Aços Villares S/A.

O processo administrativo nº 2011/3665, caso Aços Villares S/A, em que se apurou a eventual utilização de informações ainda não divulgadas ao mercado em operações realizadas com ações de emissão da companhia, no período que antecedeu a divulgação do fato relevante anunciando que Gerdau S.A. Foram

¹²⁴ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM Nº RJ 21/2005 – Rio de Janeiro. Relator: Eli Loria. Julgado em 26 de novembro de 2010. Rio de Janeiro: CVM, 2010. p. 1/6. f

¹²⁵ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM Nº RJ 2010/14407– Rio de Janeiro. Relator: Alexandro Broedel Lopes. Julgado em 13 de dezembro de 2011. Rio de Janeiro: CVM, 2011. p. 1/6. f

¹²⁶ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM Nº RJ 2010/1666– Rio de Janeiro. Relator: Luciana Dias. Julgado em 3 de abril de 2012. Rio de Janeiro: CVM, 2012. p. 1/6. f

indiciados o conselheiro fiscal da companhia e sua esposa. Por fim, os acusados foram condenados com aplicação de multa equivalente a três vezes o montante da vantagem econômica obtida.¹²⁷

2.2.36. Caso Suzano Petroquímica S/A

O processo administrativo nº 11/2008, caso Suzano Petroquímica S/A., em que se apurou eventual uso de informação privilegiada em negócios com ações preferenciais de emissão da Suzano Petroquímica S.A. Tal informação privilegiada estaria relacionada à aquisição da Suzano pela Petróleo Brasileiro S.A. Petrobras. Foram indiciados Banco Prosper S.A.; Clube de Investimento Albatroz; Clube de Investimento Prosper Infinity; Clube de Investimento Prosper Invest; Equity CP FMIA; Equity Gestão de Recursos Ltda.; Prosper Adinvest FIA; Prosper Gestão de Recursos S.A.; Prosper Toscana FIM; Terceiros não integrantes; Gerente de Operações na Corretora Prosper; Operadora da Corretora Prosper; Coordenador da área de processos e novos produtos no Banco Prosper. No entanto, a CVM entendeu pela absolvição de todos os acusados diante das provas apresentadas pelos acusados.¹²⁸

2.2.37. Caso banco PanAmericano S/A.

O processo administrativo nº 2011/2789, caso banco PanAmericano S/A., em que foi apurado eventual uso de informação privilegiada em operações realizadas com ações de emissão do Banco PanAmericanoS/A, no período que antecedeu a divulgação do Fato Relevante de 26.11.09 sobre a alienação. Foi indiciado Ex-funcionário do Grupo PanAmericano, que também já fez parte de outras empresas que tiveram ligações com o PanAmericano. No entanto, a CVM

¹²⁷ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM Nº RJ 2011/3665 – Rio de Janeiro. Relator: Luciana Dias. Julgado em 3 de abril de 2012. Rio de Janeiro: CVM, 2012. p. 1/20.

¹²⁸ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM Nº RJ 11/2008 – Rio de Janeiro. Relator: Luciana Dias. Julgado em 21 de agosto de 2012. Rio de Janeiro: CVM, 2012. p. 1/30.

entendeu pela absolvição do acusado.¹²⁹

2.2.38. Caso Aguassanta Participações S.A.

O processo administrativo nº 02/2010, caso Aguassanta Participações S.A., em que se apurou o eventual uso de informação privilegiada nas ações de emissão da Cosan S.A. Indústria e Comércio no período que antecedeu a divulgação do Fato Relevante de 25.06.07, por meio do qual foi anunciada a reestruturação societária do Grupo Cosan. Foram indiciados Aguassanta Participações S.A. e Administrador da Cosan. No entanto, a CVM entendeu pela absolvição dos acusados.¹³⁰

2.2.39. Caso Safic Participações S/A

O processo administrativo nº 29/2000, caso Safic Participações S/A, em que se apurou eventual uso de informação privilegiada em Infração ao parágrafo único do art. 11 da Instrução CVM nº. 31/1984. Foram indiciados Indusval International Bank Ltd.; Safic Corretora de Valores e Câmbio Ltda.; Safic Fundo de Investimento Financeiro; Diretor responsável da Indusval International Bank; Diretor responsável da Safic CVC; Diretor responsável da Safic FIF; Terceiro não integrante. Por fim, a CVM entendeu pela prescrição da ação punitiva no que se refere dois dos acusados. Condenou os demais acusados com aplicação de multas, correspondente a três vezes o valor do ganho auferido com as operações objeto deste processo.¹³¹

2.2.40. Caso Banco PTG Pactual S/A

O processo administrativo 2013/11654, caso Banco PTG Pactual S/A, em que se apurou eventual uso de informação privilegiada em negociações com

¹²⁹ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM Nº RJ 2011/2789 – Rio de Janeiro. Relator: Roberto Tadeu Antunes Fernandes. Julgado em 28 de agosto de 2012. Rio de Janeiro: CVM, 2012. p. 1/8. f

¹³⁰ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM Nº RJ 02/2010 – Rio de Janeiro. Relator: Roberto Tadeu Antunes Fernandes. Julgado em 9 de julho de 2013. Rio de Janeiro: CVM, 2013. p. 1/13. f

¹³¹ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM Nº RJ 29/2000 – Rio de Janeiro. Relator: Otavio Yazbek. Julgado em 17 de dezembro de 2013. Rio de Janeiro: CVM, 2013. p. 1/13. f

ações ordinárias de emissão da CCX Carvão Colômbia S.A. Foi indiciado o Banco PTG Pactual S/A., No entanto, a CVM decidiu absolver o Banco BTG Pactual S.A. da imputação de uso indevido de informação privilegiada.¹³²

2.2.41. Caso Guilherme Colonna Rosman.

O processo administrativo nº 2013/2714, caso Guilherme Colonna Rosman, em que se apurou eventual utilização de informação privilegiada, ainda não divulgada ao mercado, em operação realizada com ações de emissão da Contax Participações S.A. Foi indiciado um terceiro não pertencente ao quadro societário da companhia. Por fim, a CVM Condenou o acusado por uso de informação privilegiada com aplicação de multa.¹³³

2.2.42. Caso Manasa Madeireira Nacional S/A.

O processo administrativo nº 23/2010, caso Manasa Madeireira Nacional S/A, em que se apurou eventual uso de informação privilegiada em negociações com ações de emissão da Manasa Madeireira Nacional S.A. Foram indiciados terceiros não integrante a companhia, além do membro do conselho de administração da Manasa Madeireira Nacional S.A. Por fim, a CVM absolveu um e condenou o outro *insider* secundário, além de condenar o membro do conselho de administração da companhia com aplicação de pena de multa.¹³⁴

2.2.43. Caso Brasil Brokers Participações S.A.

O processo administrativo nº 2012/13047, caso Brasil Brokers Participações S.A., em que se apurou eventual uso de informação privilegiada contra os controladores da Brasil Brokers, por negociarem com ações de emissão da Companhia entre os dias 09 e 13 de março de 2012, antes da

¹³² BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM Nº 2013/11654 – Rio de Janeiro. Relator: Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes. Julgado em 23 de setembro de 2014. Rio de Janeiro: CVM, 2014. p. 1/13.

¹³³BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM Nº 2013/11654 – Rio de Janeiro. Relato: Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes. Julgado em 7 de outubro de 2014. Rio de Janeiro: CVM, 2014. p. 1/13.

¹³⁴BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM Nº 23/2010 – Rio de Janeiro. Relator: Roberto Tadeu Antunes Fernandes. Julgado em 4 de novembro de 2014. Rio de Janeiro: CVM, 2014. p. 1/15.

divulgação das demonstrações financeiras, em 20 de março. Foram indiciados os acionistas controladores da Brasil Brokers Participações S.A. Por fim, a CVM condenou os três dos acusados com aplicação de multa individual e absolveu outros dois acusados por não terem operado com o conhecimento prévio das demonstrações financeiras da Companhia.¹³⁵

2.2.44. Caso Brasil Ecodiesel

O processo administrativo nº 09/2012, caso Brasil Ecodiesel, em que se apurou eventual uso de informação privilegiada pelo conselheiro administrativo da Brasil Ecodiesel, de informações relevantes ainda não divulgadas ao mercado envolvendo ações de emissão da Brasil Ecodiesel. Foi indiciado membro do conselho da Ecodiesel. Por fim, a CVM entendeu pela condenação do acusado com aplicação de pena de multa.¹³⁶

2.2.45. Caso BHG S/A

O processo administrativo 2013/5793, caso BHG S/A., em que foi apurado eventual uso de informação privilegiada na emissão das ações BHG S.A. Brazil Hospitality Group. Foram indiciados o Diretor-Presidente e Diretor de Relações com Investidores. No entanto, a CVM entendeu pela absolvição dos acusados por considerar que os mesmos não tinham posse de informações privilegiadas.¹³⁷

2.2.46. Caso Renova Energia S/A.

O processo administrativo nº 2013/10579, caso Renova Energia S.A., em que se apurou eventual uso de informação privilegiada na negociação com units de emissão da Renova Energia S.A. Foi indiciado Eduardo Imanichi

¹³⁵ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM Nº 2012/13047 – Rio de Janeiro. Relator: Roberto Tadeu Antunes Fernandes. Julgado em 4 de novembro de 2014. Rio de Janeiro: CVM, 2014. p. 1/15.

¹³⁶ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM Nº 09/2012 – Rio de Janeiro. Relator: Alexandre Pinheiro dos Santos. Julgado em 27 de outubro de 2014. Rio de Janeiro: CVM, 2014. p. 1/3.

¹³⁷ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM Nº 2013/5793, Relatora: Luciana Dias. Julgado em 27 de janeiro de 2015. Rio de Janeiro: CVM, 2015. p. 1/34.

Munemori, na qualidade de membro do Conselho de Administração da Companhia. No entanto, a CVM absolveu o acusado por reconhecer que o acusado não teve posse de informação relevante não divulgada ao mercado.¹³⁸

2.2.47. Caso Amil

O processo administrativo nº 2013/9904, caso Amil, em que se apurou eventual uso de informação privilegiada na compra de ações no mesmo dia em que os acionistas controladores da Amil e UHG assinaram o contrato, cujos principais termos e condições só foram divulgados ao mercado por meio do Fato Relevante em 08.10.12, indicando que poderia ter tido conhecimento antecipado da operação. Foi indiciado Héquel Pampuri Osóri que na qualidade de terceiro, não pertencente à empresa, recebia informações de membros da companhia. Por fim, a CVM condenou o acusado a pena de multa correspondente ao triplo do lucro obtido na negociação com ações de posse de informação relevante ainda não divulgada ao mercado.¹³⁹

2.2.48. Caso Refinaria Pet Mangueiros S/A.

O processo administrativo nº 2013/4660, caso Refinaria Pet Mangueiros S/A., em que se apurou eventual uso de informação privilegiada por alguns investidores após oscilações atípicas das ações da companhia. No entanto, o indiciamento foi realizado ao diretor de investimentos da companhia, por não ter inquirido as pessoas com presumível acesso a atos ou fatos relevantes para averiguação se tinham conhecimento ou não de informações privilegiadas. Por fim, a CVM não o condenou pelo uso de informações privilegiada, mas por infração ao disposto no parágrafo único do art. 4º da Instrução CVM nº

¹³⁸ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM Nº RJ 2013/10579, Relator: Roberto Tadeu Antunes Fernandes. Julgado em 10 de março de 2015. Rio de Janeiro: CVM, 2015. p. 1/23.

¹³⁹ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM Nº RJ 2013/9904, Relator: Roberto Tadeu Antunes Fernandes. Julgado em 28 de abril de 2015. Rio de Janeiro: CVM, 2015. p. 1/13.

358/02^{140, 141}

2.2.49. Caso Merisa S/A.

O processo administrativo 2012/8010, caso Merisa S.A. Engenharia e Planejamento, em que se apurou eventual uso de informação privilegiada na negociação com as ações de emissão da Metalográfica Iguacu. Foram indiciados a sócia controladora e os administradores da companhia. Por fim, a CVM absolveu uma das diretoras, mas condenou o diretor presidente e a controladora da companhia pelo uso de informação privilegiada.¹⁴²

2.2.50. Caso Banco de Investimento Credit Suisse (Brasil) S/A.

O processo administrativo 2013/12, caso Banco de Investimento Credit Suisse (Brasil) S.A., em que se apurou eventual uso de informação privilegiada por suposta negociação de valores mobiliários com a finalidade de auferir vantagem indevida. Foram indiciados dois administradores da companhia. No entanto, a CVM absolveu os acusados por comprovar não possuir informação privilegiada nas operações realizadas.¹⁴³

2.2.51. Caso Fundo de Investimento Imobiliário.

O processo administrativo nº 2013/1730, caso Fundo de Investimento Imobiliário – FII Hospital Nossa Senhora de Lourdes, em que se apurou eventual

¹⁴⁰ Art. 4º A CVM, a bolsa de valores ou a entidade do mercado de balcão organizado em que os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação podem, a qualquer tempo, exigir do Diretor de Relações com Investidores esclarecimentos adicionais à comunicação e à divulgação de ato ou fato relevante. Parágrafo único. Na hipótese do caput, ou caso ocorra oscilação atípica na cotação, preço ou quantidade negociada dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciado, o Diretor de Relações com Investidores deverá inquirir as pessoas com acesso a atos ou fatos relevantes, com o objetivo de averiguar se estas têm conhecimento de informações que devam ser divulgadas ao mercado.

¹⁴¹ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM Nº RJ 2013/4660, Relator: Pablo Renteria. Julgado em 1 de julho de 2015. Rio de Janeiro: CVM, 2015. p. 1/15.

¹⁴² BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM Nº RJ 2012/8010, Relatora: Luciana Dias. Julgado em 21 de julho de 2015. Rio de Janeiro: CVM, 2015. p. 1/28. f

¹⁴³ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM Nº RJ 2013/12, Relatora: Luciana Dias. Julgado em 18 de agosto de 2015. Rio de Janeiro: CVM, 2015. p. 1/24. f

uso de informação privilegiada na alienação de cotas de Fundo de investimento imobiliário no mercado de balcão. Foi indiciado terceiro investidor não pertencente ao quadro da companhia. No entanto, a CVM decidiu pela absolvição do acusado que por ser um eventual *insider secundário* precisava de provas inequívocas para sua condenação.¹⁴⁴

2.2.52. Caso Fundação Petrobras de Seguridade Social

O processo administrativo 15/2010, caso Fundação Petrobras de Seguridade Social, em que se apurou eventual uso de informação privilegiada ao alienar as ações de emissão da Brasil Telecom S.A. no período de 28.12.09 a 14.01.10, antes da divulgação ao mercado de Fato Relevante. Foi indiciada a Fundação Petros, membro do acordo de acionistas da Telemar Participações S/A, o que lhe dá o status de controladora. Por fim, a CVM condenou a Fundação à penalidade de multa correspondente ao dobro da perda evitada com a operação.¹⁴⁵

2.2.53. Caso Parmalat Brasil S/A

O processo administrativo nº 2011/3823, caso Parmalat Brasil S/A. e Laep Investments Ltd., em que se apurou eventual uso de informação privilegiada na emissão de BDRs da Laep – empresa de investimentos – antes da divulgação do fato relevante da companhia e por terem negociado Certificados de Depósito de Valores Mobiliários – BDRs de emissão da LAEP. Foram indiciados os membros da diretoria da Parmalat Brasil S.A. e membro do conselho de administração da Laep Investments Ltd. Por fim, a CVM condenou os acusados a pena de multa por terem celebrado acordos na posse de

¹⁴⁴ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM Nº RJ 2013/1730, Relatora: Luciana Dias. Julgado em 18 de agosto de 2015. Rio de Janeiro: CVM, 2015. p. 1/13. f

¹⁴⁵ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM Nº RJ 15/2010, Relator: Roberto Tadeu Antunes Fernandes. Julgado em 8 de dezembro de 2015. Rio de Janeiro: CVM, 2015. p. 1/32. f

informações relevantes ainda não divulgadas ao mercado.¹⁴⁶

2.2.54. Caso SANEPAR

O processo administrativo 2012/9808, caso Companhia de Saneamento do Paraná – SANEPAR, em que se apurou eventual uso de informação privilegiada na negociação de ações preferenciais de emissão da SANEPAR, em período anterior a divulgação do fato relevante referente ao reajuste das tarifas de serviços prestados pela companhia. Foram indiciados o coordenador financeiro da Andrade Gutierrez – na qualidade de acionista minoritário da SANEPAR – e terceiros que mantinham contato com a empresa acionista minoritária. Por fim, a CVM decidiu absolver os acusados da imputação de uso de informação privilegiada ao negociar ações preferenciais da SANEPAR, no entanto, foram-lhes aplicadas multa pela prática de manipulação de preços das ações.¹⁴⁷

2.2.55. Caso HRT Participações

O processo administrativo nº 2015/2666, caso HRT Participações, em que se apurou eventual uso de informação privilegiada em período anterior à divulgação de Fato Relevante relacionado à ausência de óleo e gás no poço offshore situado na Namíbia – África – no período entre 19.07 e 09.09.2013. A CVM analisou as informações relacionadas às negociações que antecederam ao evento, a SMI constatou que antigos administradores da HRT venderam quantidade significativa de ações antes da divulgação do referido Fato Relevante e propôs acusação contra estas pessoas por uso de informação privilegiada. Foi indiciado terceiro não administrador da companhia. No entanto, a CVM absolveu o acusado, *insider secundário*, por não encontrar provas suficientes para

¹⁴⁶ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM Nº RJ 2011/3823, Relator: Pablo Renteria. Julgado em 9 de dezembro de 2015. Rio de Janeiro: CVM, 2015. p. 1/66. f

¹⁴⁷ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM Nº RJ 2012/9808, Relator: Roberto Tadeu Antunes Fernandes. Julgado em 18 de dezembro de 2015. Rio de Janeiro: CVM, 2015. p. 1/60. f

condenação.¹⁴⁸

2.2.56. Caso HRT Participações

O processo administrativo nº 2014/3225, caso HRT Participações, em que se apurou eventual uso de informação privilegiada na negociação de ações preferenciais de emissão da HRT Participações em Petróleo S/A, em período anterior à divulgação de Fatos Relevantes relacionados à ausência de óleo e gás nos poços offshore situados na Namíbia – África – no período entre 19.07 e 09.09.2013. Foram indiciados antigos administradores da companhia. No entanto, a CVM absolveu dois dos acusados e condenou outros dois dos administradores a penalidade de multa correspondente a duas vezes o montante da perda evitada, pelo uso de informação privilegiada na negociação de ações ordinárias da HRT Participações em Petróleo S.A.¹⁴⁹

2.2.57. Caso Mundial S/A

O processo administrativo nº 2012/11002, caso Mundial S/A., em que se apurou eventual uso de informação privilegiada na aquisição de ações preferenciais da companhia no período de 10.05.10 a 26.07.1 antes da divulgação do fato relevante. Foram indiciados os acionistas majoritários, minoritários e administradores da companhia. No entanto, a CVM absolveu todos os acusados por não considerar que se utilizaram de informação privilegiada na negociação das ações da companhia.¹⁵⁰

2.2.58. Caso CCX Carvão da Colômbia S/A.

O processo administrativo nº 2015/12595, caso CCX Carvão da Colômbia S.A., em que se apurou eventual uso de informação privilegiada na

¹⁴⁸ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM Nº RJ 2015/2666. Relator: Roberto Tadeu Antunes Fernandes. Julgado em 13 de setembro de 2016. Rio de Janeiro: CVM, 2016. p. 1/19. f

¹⁴⁹ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM Nº RJ 2015/2666. Relator: Roberto Tadeu Antunes Fernandes. Julgado em 13 de setembro de 2016. Rio de Janeiro: CVM, 2016. p. 1/19. f

¹⁵⁰ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM Nº RJ 2012/11002. Relator: Roberto Tadeu Antunes Fernandes. Julgado em 08 de dezembro de 2016. Rio de Janeiro: CVM, 2016. p. 1/87. f

negociação de ações, por ter divulgado intempestivamente o fato relevante se utilizando o meio inadequado para isso, o que ocasionou oscilações atípicas registradas nas negociações de ações da companhia. Foi indiciado o diretor de relações com investidores. No entanto, a CVM conclui pela absolvição do acusado que apesar de ter enviado as informações ao mercado de maneira inadequada e intempestiva, não haveria fundamento jurídico que caracterizasse sua condenação.¹⁵¹

2.2.59. Caso Contax Participações S/A.

O processo administrativo nº 2014/10082, caso Contax Participações S/A., em que se apurou eventual uso de informação privilegiada em negociações envolvendo ações de emissão da Contax em período anterior à divulgação da aquisição da empresa Ability Integrada Ltda. pela Companhia, comunicada ao mercado por meio de Fato Relevante arquivado em 31.08.2010. Foi indiciado o ex-diretor presidente da companhia. No entanto, a CVM absolveu o acusado com base nas provas apresentadas na defesa que comprovaram que o ex-diretor não cometeu “*insider trading*”.¹⁵²

2.2.60. Caso OSX Brasil S/A.,

O processo administrativo nº 2013/13172, caso OSX Brasil S/A., em que se apurou eventual uso de informação privilegiada na negociação de ações de emissão da OSX. Foi indiciado Eike Fuhrken Batista (“Eike Batista”), na qualidade de acionista controlador e presidente do conselho de administração da OSX Brasil S.A. Por fim, a CVM condenou o acusado à penalidade de multa pecuniária no correspondente a duas vezes o montante da perda evitada; à penalidade de inabilitação temporária pelo prazo de 5 (cinco) anos para o exercício do cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que

¹⁵¹ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM Nº RJ 2015/12595. Relator: Gustavo Tavares Borba. Julgado em 13 de dezembro de 2016. Rio de Janeiro: CVM, 2016. p. 1/21.

¹⁵² BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM Nº RJ 2014/10082. Relator: Gustavo Tavares Borba. Julgado em 7 de março de 2016. Rio de Janeiro: CVM, 2016. p. 1/31.

dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários, por infração ao uso de informação privilegiada.¹⁵³

2.2.61. Caso JBS

Finalmente, o processo administrativo nº 19957.004543/2017-81, caso JBS, aberto em 19/5/2017, que trata da comunicação de indícios de eventual prática do crime de “*insider trading*” detectados em operações realizadas com ações de emissão da JBS S.A. realizados no mercado à vista. Porém, o caso ainda está em análise após comunicação de indícios de crime de uso indevido de informação privilegiada ao Ministério Público Federal, de 19 de maio de 2017.

¹⁵⁴

Nesse caso, os controladores da companhia venderam, nos dias 20, 24, 25, 26, 27 e 28 de abril de 2017 o equivalente a 31.777,500 ações ordinárias da JBS, movimentando quase 330 milhões. Interessante notar que no mesmo período, o dono da JBS negociava um acordo de colaboração premiada com a Procuradoria Geral da República no âmbito da operação Lava Jato. Essa informação seria de total relevância, ao se tornar fato relevante, que pudesse influenciar diretamente nos valores das ações.¹⁵⁵

Segundo jornal Correio brasiliense, na semana em que foram divulgadas as notícias, ou seja, em 22 de maio de 2017, as ações da JBS foram as que mais se desvalorizaram na Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBovespa). O prejuízo para os acionistas minoritários em valor de mercado chegou de R\$ 7,4 bilhões.¹⁵⁶

¹⁵³ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM Nº RJ 2014/10082. Relator: Henrique Balduino Machado Moreira. Julgado em 25 de Abril de 2016. Rio de Janeiro: CVM, 2017. p. 1/27.

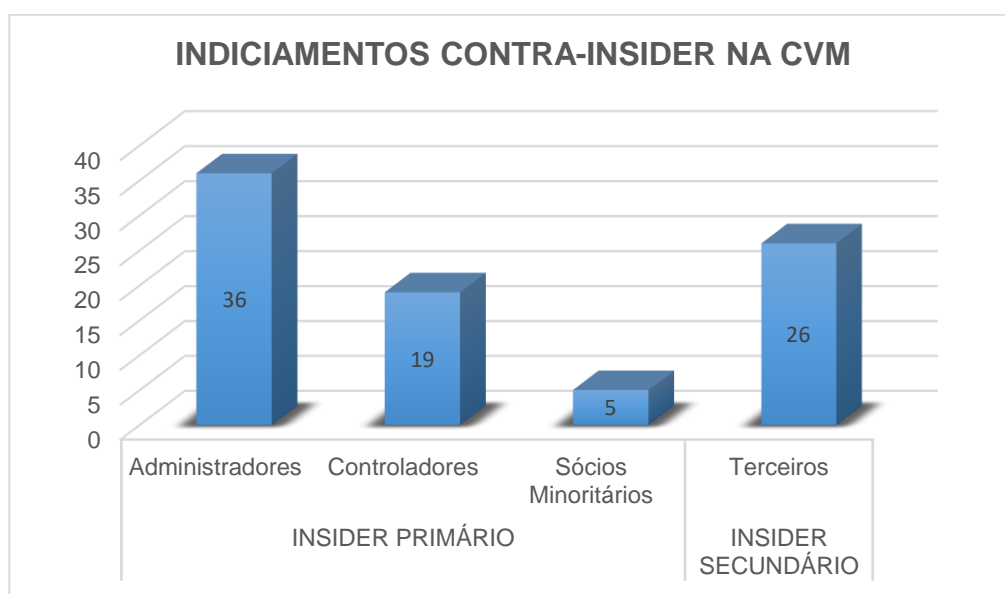
¹⁵⁴ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Comunicado ao Mercado nº 06/2017. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2017/20170601-1.html>. Acesso em 6 de jun. de 2017.

¹⁵⁵ PIMENTA, Guilherme. Multa de insider trading à JBS pode custar R\$ 254 milhões. Jota. São Paulo. 23 de mai. de 2017. Disponível em: <https://jota.info/justica/suposto-insider-trading-da-jbs-pode-custar-r-254-mi-23052017#.WSQqymuoNY8>. Acesso em: 6 de jun. de 2017.

¹⁵⁶ HESSEL, Rosana. Economia. Venda de ações antes de delação garantem R\$ 475 mi a donos da JBS. Correio Braziliense. Brasília. 23 de mai. De 2017. Disponível em: http://www.correiobraziliense.com.br/app/noticia/economia/2017/05/23/internas_economia,5970

2.3. Conclusões preliminares sobre a persecução administrativa

Em resumo, o que se pode constatar preliminarmente sobre os indiciamentos realizados se demonstra no gráfico a seguir:



Fonte: o autor, 2017.

Como se demonstrou, no presente gráfico, o número de indiciamentos feitos pela CVM em que se apurou, com maior cuidado, o uso de informação privilegiada foi maior entre agentes internos da empresa. Dos 86 (oitenta e seis) indiciamentos feitos pela CVM 70% (setenta por cento) *insiders* primários e 30% (trinta por cento) eram *insiders* secundários.

A partir disso temos: 42% (quarenta e dois por cento) eram administradores; 22% (vinte e dois por cento) eram controladores; e 6% (seis por cento) eram sócios minoritários da companhia; e por fim, 30% (trinta por cento) eram terceiros não vinculados à companhia.

Realizada essa análise preliminar, verificamos que os maiores números de indiciamentos foram feitos entre os administradores da companhia,

demonstrando a importância do novo modelo de Governança Corporativa, que visa dirimir os conflitos entre os agentes internos da mesma, mas principalmente direciona os interesses dos envolvidos ao interesse único, o bem e o crescimento da companhia.

Em segundo lugar, demonstra-se o maior número de indiciamentos entre terceiros não vinculados como parte da empresa, mas que em contato direto com agentes da companhia acabam utilizando desse “privilegio” para se aproveitar e utilizando de informações privilegiadas lucram com o mercado de capitais, e outros que prestam serviço para companhia se aproveitando das informações. Importante notar que mesmo não sendo parte do quadro da companhia, esses agentes não deixam de se beneficiar com informações agentes internos, que novamente não visam os interesses da companhia, mas, o interesse próprio ou de terceiros. Desse modo, pode-se concluir que o conflito entre as agências internas da companhia ultrapassa o seu quadro interno.

Em terceiro lugar, encontramos os controladores com 22% (vinte e dois por cento) de indiciamentos, que teriam em tese o maior interesse pelo crescimento da companhia na qual controla. E por último os sócios minoritários, com 6% (seis por cento) de indiciamentos.

Apesar do número de indiciamentos entre os sócios ser menor, se demonstra como contrassenso, diante do dever de lealdade que esses têm para com a companhia.

3. Persecução Penal

Trata-se de outro aspecto importante no presente trabalho, uma vez que busca, também, estudar os efeitos e as consequências da criminalização do *insider* no Mercado de Capitais brasileiro.

O interesse em coibir o uso de informações privilegiadas passou primeiramente por uma perspectiva econômica, pois a frustração levada à expectativa dos investidores justificava queda nos valores das ações trazendo a necessidade de intervenção Estatal no mercado na busca igualdade nas informações.¹⁵⁷

3.2. “*insider trading*” e seus aspectos penais no Brasil.

Inicialmente é importante analisar os desdobramentos da legislação *contra-insiders*, que resultou em sua recente criminalização.

A lei 6.404 de 1976 – lei das sociedades anônimas – estabelece alguns dispositivos falando sobre a responsabilização dos *insiders* tendo como previsão, apenas, a responsabilização na esfera civil e administrativa.¹⁵⁸ Mesmo assim, teve quem defendesse a aplicação do crime de estelionato previsto no art. 171 do Código Penal.¹⁵⁹

Mas foi em 2001, que a conduta denominada “*insider trading*” foi introduzida pelo art. 5º da lei 10.301/2001, havendo enquadramento típico no art.

¹⁵⁷ AWARDEE, Gonzalo T. Santos Jr. Prize for Best Paper in Securities Law (2009); cite as Karla Regina Valera & Francesca Mane Velasco-Lao, *Towards Investor Confidence: “insider trading” Laws and its Implications Market Efficiency*, 84 PIML. L.J. 436, (page cited) (2017). Disponível em: <http://plj.upd.edu.ph/wp-content/uploads/2013/06/PLJ-volume-84-number-2-5-Towards-Investor-Confidence-Karla-Regina-D.-Valera-Francesca-Marie-Velasco-Lao.pdf>

¹⁵⁸ Já a Seção 16 b do Securities Exchange Act, trata com rigor os administradores, e dispõe que todos os diretores e gestores das companhias, devam devolver o lucro obtido em suas operações, dentro de um período de seis meses, não podendo, ainda, participar dessas operações em intervalo de tempo inferior a seis meses com intuito de proteger a igualdade entre os investidores no mercado de Capitais EIZIRIK, Nelson Laks, “*insider trading*” e a **Responsabilidade do Administrador de Companhia Aberta**. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo: nº 50, ano XXII, abr. jun. 1983. P. 45.

¹⁵⁹ EIZIRIK, Nelson Laks, “*insider trading*” e a **Responsabilidade do Administrador de Companhia Aberta**. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo: nº 50, ano XXII, abr. jun. 1983. P. 50.

27-D, da Lei 6.385, de 07 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários.¹⁶⁰

A criação do art. 27-D da Lei n. 6.385/1976 teve por função principal suprir as lacunas existentes na Lei de Crimes contra o Sistema Financeiro Nacional e assegurar proteção efetiva aos princípios da informação plena, da transparência e da lealdade no âmbito do mercado de capitais.¹⁶¹ A conduta é, como já visto, a utilização privilegiada de informações a respeito de determinada companhia, por profissionais que, por algum vínculo com a empresa, possam ter acesso a estas fontes e, assim, utilizá-las na compra ou venda de ações no mercado, antes que aquelas informações cheguem ao domínio e ao conhecimento público.¹⁶²

No entanto, por sua criminalização sofrer forte influência no direito alienígena, surge a mesma discussão que questiona tanto a necessidade quanto os efeitos da repressão penal do crime de *insider*.¹⁶³

Este é um fenômeno já vivenciado em diversos países, que entenderam que a regulação de caráter civil e administrativo era insuficiente para combater uso indevido de informação privilegiada diante dos interesses envolvidos. Isso porque, quando a informação é pública e acessível aos compradores e vendedores, todos participam do mercado em condições de igualdade.¹⁶⁴

Nesse sentido Nelson Elzirik destaca que “a ênfase maior no aspecto preventivo ou repressivo da prática do *“insider trading”* que evidentemente varia de país para país. ” No entanto, é possível observar na legislação estrangeira, a

¹⁶⁰ Tal dispositivo, inserido pela Lei 10.303, de 31 de outubro de 2001, assim tipifica: Uso Indevido de Informação Privilegiada Art. 27-D. Utilizar informação relevante ainda não divulgada ao mercado, de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo, negociação, em nome próprio ou de terceiro, com valores mobiliários: capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante decorrência do crime. 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.

¹⁶¹ CARVALHOSA, Modesto. **A nova Lei das S/A**. São Paulo: Saraiva. 2002, p. 530.

¹⁶² GRANDIS, Rodrigo de. Direito Penal Econômico: crimes financeiros e correlatos - São Paulo. Saraiva, Série GVLaw. 2011, p. 156.

¹⁶³ GRANDIS, Rodrigo de. Direito Penal Econômico: **Crimes Financeiros e Correlatos** - São Paulo. Saraiva, Série GVLaw. 2011, p. 141.

¹⁶⁴ GRANDIS, Rodrigo de. **Direito Penal Econômico: crimes financeiros e correlatos** - São Paulo. Saraiva, Série GVLaw. 2011, p. 141.

nítida tendência de normas com caráter repressivo. Essa tendência se manifesta por meio de normas penais sancionadoras além das imposições de penalidades administrativas cada vez mais severas.¹⁶⁵

Apesar da sua relação com direito penal, faz-se necessário analisar a expansão do Direito Penal Econômico, que segundo Caldas "...constitui uma disciplina autônoma no direito penal, porque utiliza metodologia própria tendo regras e princípios específicos..."¹⁶⁶.

Essa expansão decorre de um mundo cada vez mais globalizado e de riscos, exigindo uma tipificação penal mais específica para crimes genuinamente econômicos passando deixando de ser um bem jurídico individual, ou de interesse singular de tal ou qual investidor, mas de interesse coletivo.¹⁶⁷

Além disso, o crime de uso indevido de informação privilegiada tem como traço principal o resguardo de um bem jurídico de perfil supra individual, ou coletivo, que prioriza principalmente a confiança, o dever de transparência e a informação plena no mercado. Por isso, evidencia-se que não pertence à pessoa ou as pessoas determinadas e que está relacionado ao correto e ao regular e eficiente funcionamento de um sistema constitucional compactado com a ordem econômica e o sistema financeiro nacional.¹⁶⁸

Quanto à competência para julgar, os crimes de uso de informação privilegiada, é da Justiça Federal, conforme previsto no art. 109, VI, do texto Constitucional, isso por se tratar de crime contra o sistema financeiro Nacional, e a ordem econômica.¹⁶⁹

¹⁶⁵ ELZIRIK, N. "*insider trading*" e Responsabilidade de Administrador de Companhia Aberta. In RDM 50/42, ano XXII, p. 45, SP, 1983, Ed. RT

¹⁶⁶ CALDAS, Luís Filipe. **Território e espaço em direito penal econômico – novos temas e novos azimutes**. In: COSTA, José de Faria (Coord.) **Temas de direito penal econômico**. Coimbra: Coimbra Editora, 2005. p. 65.

¹⁶⁷ OLIVEIRA, Natália Silva Teixeira Rodrigues de. "*insider trading*": Uma Realidade a Luz do **Direito penal** Rev. Fac. Direito UFMG, Belo Horizonte, jan. /jun. 2012. n. 60, p. 367.

¹⁶⁸ GRANDIS, Rodrigo de. **Direito Penal Econômico: Crimes Financeiros e Correlatos** - São Paulo. Saraiva, Série GVLaw. 2011, p. 174.

¹⁶⁹ Constituição Federal. Art. 109. Aos juízes federais compete processar e julgar: VI - os crimes contra a organização do trabalho e, nos casos determinados por lei, contra o sistema financeiro e a ordem econômico-financeira.

Entretanto, o art. 26 da lei 7.492/1986 prevê claramente que a Ação Penal, contra os crimes financeiros, será promovida pelo Ministério Público Federal perante a Justiça Federal. Entretanto, será admitida a assistência da CVM, em crimes cuja atividade seja fiscalizada por essa autarquia.¹⁷⁰

Feita essas considerações iniciais, passamos a analisar os casos já julgados pela justiça brasileira, do uso de informação privilegiada.

3.2 Estudo de casos

Apesar de a criminalização do *insider* no Brasil ter ocorrido em 2001, como já visto, foi apenas em 2009, que o Ministério Público Federal de São Paulo fez a primeira denúncia - Essas denúncias ocorreram depois do convênio firmado entre a CVM e o MPF para troca de informações em 2008.¹⁷¹

No entanto, foram apenas 4 (quatro) casos que se tornaram ação penal, até 2015, segundo pesquisa realizada pela Viviane Muller Prado da FGV (Fundação Getúlio Vargas), em 2016.

O presente trabalho se restringirá a análise desses quatro casos apresentados conforme se demonstra na tabela seguir:

CASOS	INSIDER PRIMÁRIO			INSIDER SECUNDÁRIO
	Insider Administrador	Insider Controlador	Insider Sócio Minoritário	Insider Terceiro
Caso Sadia/Perdigão	X			
Caso Randon		X		X
Caso Mundial	X			

¹⁷⁰ Lei 7.492, DE 16 DE JUNHO DE 1986. Art. 26. A ação penal, nos crimes previstos nesta lei, será promovida pelo Ministério Público Federal, perante a Justiça Federal. Parágrafo único. Sem prejuízo do disposto no art. 268 do Código de Processo Penal, aprovado pelo Decreto-lei nº 3.689, de 3 de outubro de 1941, será admitida a assistência da Comissão de Valores Mobiliários - CVM, quando o crime tiver sido praticado no âmbito de atividade sujeita à disciplina e à fiscalização dessa Autarquia, e do Banco Central do Brasil quando, fora daquela hipótese, houver sido cometido na órbita de atividade sujeita à sua disciplina e fiscalização.

¹⁷¹ Prado, Viviane Muller. **“insider trading”: normas, instituições e mecanismos de combate no Brasil** [recurso eletrônico] Viviane Muller Prado, Nora Rachman, Renato Vilela. – São Paulo: FGV Direito SP, 2016, p. 77.

Caso OGX		X		X
----------	--	---	--	---

A partir disso, passamos a uma breve análise desses casos.

3.3.1 Caso Sadia/Perdigão.

O caso Sadia e Perdigão foi denunciado pelo MPF e deu origem a Ação Penal (sob nº 00051232620094036181), que foi julgado pela Justiça Federal de São Paulo.

O caso diz respeito à Oferta Pública de Aquisição da Sadia pelo controle acionário da Perdigão, ocorrida em 2006. A união entre as duas empresas não se efetivou na época. No entanto, veio ser concretizada em 2009, com a Perdigão comprando a Sadia e criando o conglomerado Brasil Foods.¹⁷²

Um dos acusados, era o responsável pelo zelo e divulgação dos chamados fatos relevantes ao mercado. Essas informações eram capazes de influenciar a decisão dos investidores de comprar ou vender ações.¹⁷³

Porém, segundo apuração da CVM, o ex-diretor usou as informações relevantes acerca dessas por duas vezes, a fim de obter vantagem indevida. Na primeira vez, o executivo determinou a compra de 5.100 ADRs de emissão da Perdigão em Nova Iorque, no valor unitário médio de US\$ 69,20, totalizando US\$ 352.907. Posteriormente, o ex-diretor enviou uma segunda ordem de compra de 30.600 ADRs, totalizando US\$ 586.801.¹⁷⁴

Um mês depois da segunda compra do ex-diretor financeiro e de RI, a Sadia fez a oferta pública de aquisição da totalidade das ações da Perdigão, no valor de R\$ 27,88 por ação, preço 21,22% superior à cotação das ações no

¹⁷² BRASIL. Justiça Federal. Ação Penal nº 00051232620094036181, da 6ª Vara Criminal Federal de São Paulo, São Paulo, SP, 16 de fevereiro de 2011. Lex: jurisprudência Tribunal Regional Federal 3ª Região, São Paulo, 2011. j. 16 de fev. 2011. p. 1128-1129.

¹⁷³ BRASIL. Justiça Federal. Ação Penal nº 00051232620094036181, da 6ª Vara Criminal Federal de São Paulo, São Paulo, SP, 16 de fevereiro de 2011. Lex: jurisprudência Tribunal Regional Federal 3ª Região, São Paulo, 2011. j. 16 de fev. 2011. p. 1128-1129.

¹⁷⁴ BRASIL. Justiça Federal. Ação Penal nº 00051232620094036181, da 6ª Vara Criminal Federal de São Paulo, São Paulo, SP, 16 de fevereiro de 2011. Lex: jurisprudência Tribunal Regional Federal 3ª Região, São Paulo, 2011. j. 16 de fev. 2011. p. 1128-1129.

fechamento de pregão anterior, mediante a aquisição de, no mínimo, 50% mais uma ação.¹¹⁵

Depois de reiteradas recusas dos acionistas integrantes do grupo Perdigão, a Sadia publicou a revogação definitiva da OPA. O acusado foi punido administrativamente nos Estados Unidos pela *SEC (Securities and Exchange Commission)*, e no Brasil pela CVM.

A decisão de primeira instância foi proferida em 2011. A sentença aplicou pena de multa no valor de R\$ 349,7 mil ao DRI e pena privativa de liberdade, de um ano e nove meses de reclusão, a qual foi substituída por prestação de serviços à comunidade e proibição do exercício do cargo de administrador e/ou conselheiro fiscal de companhia aberta pelo mesmo prazo da pena de reclusão; e multa no valor de R\$ 374,9 mil ao membro do Conselho de Administração e pena privativa de liberdade, de um ano, cinco meses e 15 dias de reclusão, a qual foi substituída por prestação de serviços à comunidade e proibição do exercício do cargo de administrador e/ou conselheiro fiscal de companhia aberta pelo mesmo prazo de cumprimento da pena.¹⁷⁵

Em 2013, com recurso de apelação do Ministério Público Federal e das partes, o TRF 3º Região, reverteu a pena de inabilitação por pena privativa de liberdade.¹⁷⁶ Entretanto, foi acrescentada a pena o pagamento de indenização

¹⁷⁵ BRASIL. Justiça Federal. Ação Penal nº 00051232620094036181, da 6ª Vara Criminal Federal de São Paulo, São Paulo, SP, 16 de fevereiro de 2011. Lex: jurisprudência Tribunal Regional Federal 3ª Região, São Paulo, 2011. j. 16 de fev. 2011. p. 1128-1129.

¹⁷⁶ Segundo o Relator “ a materialidade delitiva restou devidamente comprovada por meio do Termo de Acusação oferecida em face do acusado Romano Ancelmo (fls. 3/15 do apenso ref. a Peças Informativas 1.34.001.004607/2007-08) e do acusado Luiz Murat (fls. 02/17 do apenso ref. a Procedimento Investigatório Criminal nº 1.34.001.003927/2007-32), do Inquérito Administrativo CVM-SP nº 2007-117 (fls. 25/249 e 253/275 do apenso ref. a Peças Informativas 1.34.001.004607/2007-08), do Procedimento Administrativo Sancionador nº SP 2007/0118 (fls. 23/316 e 460/484 do apenso ref. a Procedimento Investigatório Criminal nº 1.34.001.003927/2007-32) e do Procedimento Administrativo Sancionador CVM nº SP 2007/0119 (fls. 27/228, 231/429, 432/635, 640/844 e 847/937 do apenso ref. a Peças Informativas nº 1.34.001.004606/2007-55 e fls. 489/492 do apenso ref. a Procedimento Investigatório Criminal nº 1.34.001.003927/2007-32). BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial nº 1569171/SP, da 6ª Vara Criminal Federal de São Paulo, Brasília, DF, 16 de fevereiro de 2016: Relator: Ministro Gurgel de Faria, Quinta Turma. Lex: jurisprudência Superior Tribunal de Justiça e Tribunais Regionais Federais, Brasília, j. 16 de fev. 2016. p. 26.

por danos morais coletivos e manteve as multas aplicadas.¹⁷⁷

Posteriormente, os acusados recorreram ao Superior Tribunal de Justiça - STJ¹⁷⁸, que por seu relator, Ministro Gurgel de Faria, reconheceu a ocorrência da prescrição quanto ao recorrente, Romano Ancelmo Fontana Filho, pois já havia transcorrido mais de 4 (quatro) anos da data da publicação da sentença condenatória e já que teria operado a prescrição da pretensão punitiva, nos termos do art. 109, V, c/c o art. 110, § 1º, ambos do Código Penal.¹⁷⁹

Além disso, o STJ chegou a uma conclusão importante ao considerar que no caso havia um agravamento, uma vez que a informação privilegiada teria sido utilizada pelo Luiz Gonzaga Murat Junior, diretor de relações da companhia com os investidores.

Isso porque os fatos com potencial influência sobre as decisões dos investidores devem ser comunicados publicamente pelo Diretor de Relações com Investidores, a não ser que coloque em risco as operações da companhia, conforme determinam os arts. 3º e 6º, parágrafo único¹⁸⁰ da Instrução Normativa

¹⁷⁷ Prado, Viviane Muller. **“insider trading”: normas, instituições e mecanismos de combate no Brasil** [recurso eletrônico] Viviane Muller Prado, Nora Rachman, Renato Vilela. – São Paulo: FGV Direito SP, 2016, p. 78.

¹⁷⁸ BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial nº 1569171/SP, da 6ª Vara Criminal Federal de São Paulo, Brasília, DF, 16 de fevereiro de 2016: Relator: Ministro Gurgel de Faria, Quinta Turma. Lex: jurisprudência Superior Tribunal de Justiça e Tribunais Regionais Federais, Brasília, j. 16 de fev. 2016. p. 13-14.

¹⁷⁹ Prado, Viviane Muller. **“insider trading”: normas, instituições e mecanismos de combate no Brasil** [recurso eletrônico] Viviane Muller Prado, Nora Rachman, Renato Vilela. – São Paulo: FGV Direito SP, 2016. p. 78.

¹⁸⁰ Art. 3º Cumprir ao Diretor de Relações com Investidores divulgar e comunicar à CVM 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. Art. 6º Ressalvado o disposto no parágrafo único, os atos ou fatos relevantes podem, excepcionalmente, deixar de ser divulgados se os acionistas controladores ou os administradores entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia. Parágrafo único. As pessoas mencionadas no caput ficam obrigadas a, diretamente ou através do Diretor de Relações com Investidores, divulgar imediatamente o ato ou fato relevante, na hipótese da informação escapar ao controle ou se ocorrer oscilação atípica na cotação, preço ou quantidade negociada dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados.

n. 358/2002 da Comissão de Valores Mobiliários.¹⁸¹

Com isso, fica clara a alta reprovabilidade da conduta do diretor responsável que é responsável em informar o mercado de atos e fatos relevantes utilizar dessas informações para seu benefício próprio.¹⁸²

Outro fator importante considerado, na decisão do STJ, foi o fato que os acusados enviaram uma ordem de compra de 30.600 (trinta mil e seiscentos) ADRs de emissão da Perdigão S.A. em Nova Iorque, totalizando US\$ 586.801,00 (quinhentos e oitenta e seis mil e oitocentos e um dólares). Pois, ambas as transações foram efetivadas por intermédio da empresa offshore *BRACKHILL INVESTMENTS INC*, com a intenção de valorizar a cotação das ADRs no momento que fosse publicada a oferta de aquisição.¹⁸³

No entanto, o STJ além de ter reconhecido a prescrição da pretensão punitiva em relação ao recorrente Romano Ancelmo Fontana, deu parcial provimento ao recurso de Luiz Gonzaga Murat Junior, tão somente para afastar da condenação do TRF 3º região impondo valor mínimo para a reparação a título de danos morais coletivos (art. 387, IV, do CPP), nos termos do parecer do Ministério Público Federal tornando a pena mais amena que a imposta pelo juízo “*a quo*”.¹⁸⁴

Em 28 de junho de 2016, em decisão monocrática, o Ministro Dias

¹⁸¹ BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial nº 1569171/SP, da 6ª Vara Criminal Federal de São Paulo, Brasília, DF, 16 de fevereiro de 2016: Relator: Ministro Gurgel de Faria, Quinta Turma. Lex: jurisprudência Superior Tribunal de Justiça e Tribunais Regionais Federais, Brasília, j. 16 de fev. 2016. p. 13-14.

¹⁸² Prado, Viviane Muller. “*insider trading*”: **normas, instituições e mecanismos de combate no Brasil** [recurso eletrônico] Viviane Muller Prado, Nora Rachman, Renato Vilela. – São Paulo: FGV Direito SP, 2016, p. 78.

¹⁸³ BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial nº 1569171/SP, da 6ª Vara Criminal Federal de São Paulo, Brasília, DF, 16 de fevereiro de 2011: Relator: Ministro Gurgel de Faria, Quinta Turma. Lex: jurisprudência Superior Tribunal de Justiça e Tribunais Regionais Federais, Brasília, j. 16 de fev. 2016. p. 12.

¹⁸⁴ BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial nº 1569171/SP, da 6ª Vara Criminal Federal de São Paulo, Brasília, DF, 16 de fevereiro de 2011: Relator: Ministro Gurgel de Faria, Quinta Turma. Lex: jurisprudência Superior Tribunal de Justiça e Tribunais Regionais Federais, Brasília, j. 16 de fev. 2016. p. 29.

Toffoli, do STF, negou seguimento ao ARE – Agravo em Recurso Extraordinário - interposto pelos ex-executivos da Sadia, os reclamantes Luiz Gonzaga Murat Junior e Romano Ancelmo Fontana Filho.¹⁸⁵

Em sua decisão o Ministro afirmou que no presente caso o juízo “*a quo*” ateuve-se ao exame de legislação eminentemente infraconstitucional. Portanto, a violação aos preceitos constitucionais, se ocorresse, seria indireta ou reflexa, atendendo-se principalmente à análise da Lei nº 6.385/76, o que não enseja recurso extraordinário. Além disso, ressaltou que o recurso carecia de um requisito fundamental para sua admissibilidade, o prequestionamento.¹⁸⁶

Por fim, a Segunda Turma do Supremo Tribunal Federal no dia 4 de maio de 2017 negou, por unanimidade, o agravo regimental, contra decisão monocrática que negou seguimento ao RE, mantendo a primeira condenação criminal pelo uso de informação privilegiada no Brasil.¹⁸⁷

3.2.2. Caso Randon S.A.

O caso Randon foi denunciado pelo MPF dando origem a Ação Penal (sob nº 2009.61.81.009474-9), que foi julgado pela Justiça Federal de São Paulo.¹⁸⁸

¹⁸⁵ BRASIL. Supremo Tribunal Federal. Recurso Extraordinário com Agravo nº 971.036/SP, da 6ª Vara Criminal Federal de São Paulo, Brasília, DF, 16 de junho de 2016: Relator: Ministro Dias Toffoli, Segunda Turma. Lex: jurisprudência Supremo Tribunal Federal e Tribunais Regionais Federais, Brasília, j. 16 de jun. 2016. p. 9.

¹⁸⁶ BRASIL. Supremo Tribunal Federal. Recurso Extraordinário com Agravo nº 971.036/SP, da 6ª Vara Criminal Federal de São Paulo, Brasília, DF, 16 de junho de 2016: Relator: Ministro Dias Toffoli, Segunda Turma. Lex: jurisprudência Supremo Tribunal Federal e Tribunais Regionais Federais, Brasília, j. 16 de jun. 2016. p. 9.

¹⁸⁷ BRASIL. Supremo Tribunal Federal. Recurso Extraordinário com Agravo nº 971.036/SP, da 6ª Vara Criminal Federal de São Paulo, Brasília, DF, 16 de junho de 2016: Relator: Ministro Dias Toffoli, Segunda Turma. Lex: jurisprudência Supremo Tribunal Federal e Tribunais Regionais Federais, Brasília, j. 16 de jun. 2016. p. 9.

¹⁸⁸ BRASIL. Justiça Federal. Ação Penal 00094741234220094036181, da 6ª Vara Criminal Federal de São Paulo, São Paulo, SP, 29 de junho de 2011. Lex: Jurisprudência Tribunal Regional Federal 3ª Região, São Paulo, 2011. j. 29 de jun. 2011. p. 732-735.

O caso envolveu a empresa Randon S.A., que atua no setor de transportes de cargas com sede em Caxias do Sul, Rio Grande do Sul. O acionista controlador, seus familiares – filhos e esposa - e alguns outros administradores, adquiriram ações dois meses antes ao anúncio sobre a entrada como sócia da companhia - da empresa norte-americana ArvinMerit - que se formalizou efetivamente em agosto de 2002, tendo valorizado em 120% a cotação das ações da companhia.¹⁸⁹

A denúncia pelo Ministério Público do Rio Grande de Sul, contra seis acusados foi realizada no início de 2010. Depois de longa discussão sobre competência o processo foi parar na Vara Federal Criminal de São Paulo, especializada em crimes financeiros e de lavagem de dinheiro.¹⁹⁰

Em 2011, entretanto, houve absolvição sumária de dois réus em virtude de prescrição por idade, pois os acusados tinham mais de setenta anos. Mas foi só no final de 2012 que foi extinta a punibilidade dos outros réus também por motivos de prescrição.¹⁹¹

Além disso, no mesmo ano, houve suspensão do processo (artigo 89 da Lei nº 9.099/1995), em razão da aceitação da proposta pelo Ministério Público Federal de que os réus pagassem multas individuais destinadas à CVM. Em 2014, extinguiu-se a punibilidade dos demais réus após a decisão que impôs aos acusados a prestação de serviços à comunidade e comparecimento à justiça.¹⁹²

3.2.3. Caso Mundial.

O caso Mundial foi denunciado pelo MPF, ação penal (sob nº 5067096-

¹⁸⁹ Prado, Viviane Muller *“insider trading”*: normas, instituições e mecanismos de combate no Brasil [recurso eletrônico] Viviane Muller Prado, Nora Rachman, Renato Vilela. – São Paulo: FGV Direito SP, 2016, p. 78.

¹⁹⁰ Prado, Viviane Muller *“insider trading”*: normas, instituições e mecanismos de combate no Brasil [recurso eletrônico] Viviane Muller Prado, Nora Rachman, Renato Vilela. – São Paulo: FGV Direito SP, 2016, p. 79.

¹⁹¹ Prado, Viviane Muller *“insider trading”*: normas, instituições e mecanismos de combate no Brasil [recurso eletrônico] Viviane Muller Prado, Nora Rachman, Renato Vilela. – São Paulo: FGV Direito SP, 2016, p. 79.

¹⁹² Prado, Viviane Muller. **“insider trading”**: normas, instituições e mecanismos de combate no Brasil [recurso eletrônico] Viviane Muller Prado, Nora Rachman, Renato Vilela. – São Paulo: FGV Direito SP, 2016, p. 79.

18.2012.404.7100/RS, em trâmite perante o Juízo da 1ª Vara Federal Criminal de Porto Alegre/RS, datada de 30 de dezembro de 2012), na qual dez pessoas foram indiciadas por formação de quadrilha e manipulação de mercado, sendo que duas delas também foram acusadas por “*insider trading*”.¹⁹³

Segundo a acusação, os denunciados, no período compreendido entre 10 de maio de 2010 e 26 de julho de 2011, associaram-se, para prática de crimes contra o mercado de capitais. Além disso, executaram diversas manobras fraudulentas, no intuito de alterar artificialmente o regular funcionamento dos mercados de valores mobiliários em bolsa de valores, com o fim de obter vantagem indevida para si e para outrem, causando danos a terceiros.¹⁹⁴

Além disso, a acusação alegou que os denunciados atuaram buscando que as ações da empresa MUNDIAL S/A fossem negociadas em bolsa de valores (MNDL3 e MNDL4) tivessem alta considerável, chegando a uma alta incoerente com as condições econômicas da Companhia, alcançando depois uma queda repentina, o que causou prejuízos a inúmeros investidores e incorreu, segundo acusação, nas previsões dos artigos 27-C da Lei nº 6.385/76 e 288 do Código Penal.¹⁹⁵

A acusação apontou que o Presidente e Diretor de Relações com Investidores da empresa MUNDIAL S/A utilizou informações relevantes, ainda não divulgadas ao mercado, capazes de propiciar para si e para outrem vantagem indevida, mediante negociação em nome próprio ou de terceiros com valores mobiliários.¹⁹⁶

¹⁹³ Prado, Viviane Muller. “*insider trading*”: normas, instituições e mecanismos de combate no Brasil [recurso eletrônico] Viviane Muller Prado, Nora Rachman, Renato Vilela. – São Paulo: FGV Direito SP, 2016, p. 80.

¹⁹⁴ BRASIL. Justiça Federal. Ação Penal nº 5067096–126 18.2012.404.7100, da 1ª Vara Criminal de Porto Alegre, Rio Grande do Sul, RS, 07 de novembro de 2016. Lex: Jurisprudência Tribunal Regional Federal 4ª Região, Rio Grande do Sul. j. 7 de nov. 2016.

¹⁹⁵ BRASIL. Justiça Federal. Ação Penal nº 5067096–126 18.2012.404.7100, da 1ª Vara Criminal de Porto Alegre, Rio Grande do Sul, RS, 07 de novembro de 2016. Lex: Jurisprudência Tribunal Regional Federal 4ª Região, Rio Grande do Sul. j. 7 de nov. 2016.

¹⁹⁶ BRASIL. Justiça Federal. Ação Penal nº 5067096–126 18.2012.404.7100, da 1ª Vara Criminal de Porto Alegre, Rio Grande do Sul, RS, 07 de novembro de 2016. Lex: Jurisprudência Tribunal Regional Federal 4ª Região, Rio Grande do Sul. j. 7 de nov. 2016.

A Justiça Federal do Rio Grande do Sul condenou o réu RAFAEL FERRI à pena privativa de liberdade estabelecida em 3 (três) anos e 9 (nove) meses de reclusão, a ser cumprida em regime inicial aberto, e ao pagamento de multas fixadas em R\$ 2.328.382,00 (dois milhões, trezentos e vinte e oito mil, trezentos e oitenta e dois reais), corrigidos monetariamente a partir de 26/07/2011, e em 31 (trinta e um) dias-multa, arbitrado o valor do dia-multa em 15 (quinze) salários mínimos vigentes à época do fato (dezembro de 2010), atualizados até o efetivo pagamento, por incurso nas sanções dos arts. 27-C e 27-D, ambos da Lei nº 6.385/76; e condenou o réu MICHAEL LENN CEITLIN à pena privativa de liberdade estabelecida em 3 (três) anos e 9 (nove) meses de reclusão, a ser cumprida em regime inicial aberto, e ao pagamento de multas fixadas em 85 (oitenta e cinco) dias-multa, arbitrado o valor do dia-multa em 15 (quinze) salários mínimos vigentes à época do final dos fatos (julho de 2011), e em 31 (trinta e um) dias-multa, arbitrado o valor do dia-multa em 15 (quinze) salários mínimos vigentes à época do fato (dezembro de 2010), atualizados até o efetivo pagamento, por incurso nas sanções dos arts. 27-C e 27-D, ambos da Lei nº 6.385/76.

Por fim, foi impetrado Recurso em Habeas Corpus, sob nº 46.315 – RS no STJ, com alegação que um dos denunciados – Rafael Ferri - não teria o dever de sigilo, por não ser membro da companhia. No entanto, o STJ se pronunciou entendendo por não excluir de pronto pessoas que não tinham o dever de sigilo, mas negociaram de forma muito próxima ao acionista controlador da companhia se caracterizando *insider* de mercado.¹⁹⁷

3.2.4 Caso OGX.

Por fim, o caso da OGX que foi denunciado pelo MPF, ação penal (sob nº 0029174-94.2014.4.02.5101/RJ , em trâmite perante o Juízo da 3ª Vara

¹⁹⁷ BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Habeas Corpus nº 46.315 – RS, da 1ª Vara Criminal Federal de Porto Alegre, Brasília, DF, 23 de maio de 2015: Relator: Ministro Sebastião Reis Júnior, Quinta Turma. Lex: jurisprudência Superior Tribunal de Justiça e Tribunais Regionais Federais, Brasília, j. 23 de mai. 2015

Federal Criminal do Rio de Janeiro – RJ).¹⁹⁸

A denúncia acusa o acionista controlador, Eike Batista, pela prática do crime de “*insider trading*” e manipulação de mercado na negociação de ações da companhia OGX na busca de solucionar as crises enfrentadas pela companhia.¹⁹⁹

A empresa encontrou junto ao banco americano, especialista em reestruturação de empresas, o *Black Stone*. A partir daquele momento, não seria adequado ter o BTG Pactual ao mesmo tempo como investidor e *advisor*, registrando o início das tratativas com o *Black Stone*.²⁰⁰

Em 30/07/2013, a companhia entrou em *blackout* – período em que se recomenda que pessoas de um determinado nível hierárquico, da companhia, não realizem negociação de ativos dado o conhecimento que detém – depois da divulgação dos resultados do segundo trimestre, de 2013, da empresa.²⁰¹

Entretanto, no período indicado o acionista controlador mesmo sabendo da proibição de vender ações, usou das informações privilegiadas para vender as ações de sua propriedade estando incurso nas penas do art. 27-D da Lei n. 6.385/76, com intuito principal de manipular o mercado. O presente processo ainda está pendente de julgamento.²⁰²

¹⁹⁸ BRASIL. Justiça Federal. Ação Penal nº 0029174-128 94.2014.4.02.5101, da 2ª Vara Criminal de Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, RS, 07 de novembro de 2016. Lex: Jurisprudência Tribunal Regional Federal 2ª Região, Rio de Janeiro. j. 7 de nov. 2016. Disponível em: <http://procweb.jfRJ.jus.br/portal/consulta/resconsproc.asp>. Acesso em: 15 de jun. de 2017.

¹⁹⁹ BRASIL. Justiça Federal. Ação Penal nº 0029174-128 94.2014.4.02.5101, da 2ª Vara Criminal de Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, RS, 07 de novembro de 2016. Lex: Jurisprudência Tribunal Regional Federal 2ª Região, Rio de Janeiro. j. 7 de nov. 2016. Disponível em: <http://procweb.jfRJ.jus.br/portal/consulta/resconsproc.asp>. Acesso em: 15 de jun. de 2017.

²⁰⁰ BRASIL. Justiça Federal. Ação Penal nº 0029174-128 94.2014.4.02.5101, da 2ª Vara Criminal de Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, RS, 07 de novembro de 2016. Lex: Jurisprudência Tribunal Regional Federal 2ª Região, Rio de Janeiro. j. 7 de nov. 2016.

²⁰¹ BRASIL. Justiça Federal. Ação Penal nº 0029174-128 94.2014.4.02.5101, da 2ª Vara Criminal de Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, RS, 07 de novembro de 2016. Lex: Jurisprudência Tribunal Regional Federal 2ª Região, Rio de Janeiro. j. 7 de nov. 2016.

²⁰² BRASIL. Justiça Federal. Ação Penal nº 0029174-128 94.2014.4.02.5101, da 2ª Vara Criminal de Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, RS, 07 de novembro de 2016. Lex: Jurisprudência Tribunal Regional Federal 2ª Região, Rio de Janeiro. j. 7 de nov. 2016.

3.3 Conclusões preliminares sobre a persecução penal

Em resumo, o que se pode observar que os indiciamentos Judiciais realizados foram imputados aos seguintes agentes conforme se demonstra na no gráfico:



Fonte: o autor, 2017.

Como se demonstrou, no presente gráfico, o número de indiciamentos feitos na esfera penal é bem inferior aos apurados na esfera administrativa.

Notou-se que apenas 7% dos casos apurados foram investigados pelo Ministério Público, e se tornaram Ação Penal. Dos seis casos de indiciamentos encontramos: 33% (trinta e três por cento) eram controladores, 33% (trinta e três por cento) eram administradores; e 33% (trinta e três por cento) como terceiro não pertencente ao quadro da empresa. Não houve indiciamento de sócio minoritário.

Nota-se que mesmo o *"insider trading"* tenha sido criminalizado no Brasil em 2001 poucos esforços foram aplicados pelo Ministério Público na busca de reprimir tal conduta.

Apesar do conflito de interesse existente dentro da companhia, a partir do momento que o Estado criminaliza uma conduta, ele busca reprimir e impedir a mesma. Nenhuma lei no ordenamento jurídico pode ser considerada inútil. No entanto, ao se criminalizar essa conduta e não a reprimi-la por falta de empenho ou de preparo dos membros do ministério

público, se incentiva indiretamente tal conduta.

Portanto, tal negligência pode trazer consequências ao Mercado de ações, pois para muitos investidores o “*insider trading*” poderá trazer prejuízos, sendo motivo de desestímulo para investimentos nesse mercado. Com isso, a incidência pequena de persecução penal ao uso de informação privilegiada poderá causar danos à economia.

4 CONCLUSÃO

No presente trabalho, buscou-se examinar os indiciamentos *contra-insiders*, realizados entre o ano 2000 e 2017 na esfera administrativa, pela Comissão de Valores Mobiliários – CVM, assim como, o número reduzido de indiciamentos criminais realizados, conforme pesquisa realizada pela FGV, entre anos de 2001 e 2015.

Percebeu-se, inicialmente, relevância a informação utilizada de maneira leal entre os agentes das companhias, que podem ser controladores, acionistas minoritários ou administradores. A partir disso, entendeu-se o conflito entre as agências – administradores e proprietários – que na busca de interesses pessoais acabavam prejudicando a companhia.

O novo sistema de governança corporativa visa equilibrar esses conflitos, internos e externos das corporações, incentivando tanto aos proprietários – acionistas- quanto os administradores a buscar o mesmo fim, o bem da companhia. Além disso, verificou-se que esse conflito de interesse poderá alcançar terceiros não pertencentes à companhia que ao se aproveitar de informações internas, se beneficiam no mercado de capitais.

Por intermédio do princípio da informação completa – *FULL DISCLOSURE* - notou-se o quanto que uma informação pode influenciar diretamente na obtenção de lucros ou prejuízos por um agente que, se utilizando da mesma tem consciência que suas ações poderão ter seus valores reduzidos, e, assim, vende-las antes que o mercado conheça o fato relevante que será revelado fazendo com que um investidor obtenha altos lucros, enquanto que outros sofram prejuízos excessivos por não terem as mesmas informações.

Isso ficou claro na repressão administrativa feita pela CVM, em que se estudou 86 casos. Os 12 primeiros casos, foram estudados com maior cuidado pois contribuíram com evolução legislativa do combate ao uso de informação privilegiada. Apurou-se diversos agentes que utilizaram de informações que detinham para o cometimento da conduta do uso de informação privilegiada.

Nesses julgamentos administrativos, reconheceu-se que os *insiders primários* – controladores, minoritário ou administradores – poderão ser condenados por presunção *juris tantum*, pois recebendo a informação diretamente da fonte – das reuniões das companhias – estarão sujeitos a maior repressão por causa do dever de lealdade que tem para com a empresa, ao negociar as ações antes da divulgação do fato relevante, conforme a lei das S/As lhe impõe.

Já em relação aos *insiders secundário* – *insider* de terceiros – entendeu-se o contrário, pois não tendo relação direta com a companhia, não haverá presunção do ilícito cometido o que obriga a CVM comprovar a conduta alegada, levando a absolvição na maioria dos casos por falta de provas.

Por fim, concluímos na análise administrativa que dos 86 processos julgados 42% (quarenta e dois por cento) eram administradores; 22% (vinte e dois por cento) eram controladores; 6% (seis por cento) eram acionistas minoritários; e 30%(trinta por cento) eram terceiros sem vínculo direto com a companhia.

Com os dados apresentados percebemos que a maioria dos indiciamentos foram feitos contra os administradores da companhia. A partir disso, entendeu-se o quanto é relevante o conflito existente entre as agências, de um lado o proprietário das ações e de outro as pessoas que administram as mesmas. Esse fato, coloca em xeque a defesa do poder exercido pelos administradores nas companhias, uma vez que ao administrar bens dos acionistas não poderiam colocar em risco os investimentos feitos buscando seu próprio benefício.

Apesar dos indiciamentos feitos aos controladores terem sido menor - 22% (vinte e dois por cento), verificamos que sua consequência pode ser determinante para continuidade da companhia. Percebe-se isso claramente no atual caso da JBS, em que o controlador lucrou bilhões com a venda de suas ações, deixando os acionistas minoritários com prejuízos bilionários.

Como vimos, o número de acionistas minoritários indiciados foram ainda menor 6% (seis por cento). No entanto, se os acionistas da companhia levarem em consideração a função social que a companhia exerce na sociedade, perceberá que qualquer tipo de benefício pela utilização de informação privilegiada, levará prejuízos para companhia, pois poderá desestimular outros investidores que tenha interesse na mesma.

Em relação aos terceiros que se beneficiaram do uso de informação privilegiada, encontramos uma elevada porcentagem 30 % (trinta por cento). Apesar da dificuldade da CVM encontra em condenar esses agentes, precisa-se levar em consideração que quando o ilícito é realizado por eles, primeiramente houve outro ilícito por parte de alguém dessa empresa ao não observar os deveres de sigilo e de lealdade que se tem com a mesma, ou por não ficarem atentos a terceiros que prestam serviço, demonstrando a necessidade do fortalecimento da Governança Corporativa.

Mesmo com o elevado número de indiciamentos realizados na esfera administrativa pela CVM, a persecução administrativa, apesar de importante, não tem sido suficiente para reprimir as condutas do uso de informação privilegiada.

Na esfera criminal, apurou-se apenas 4 (quatro) processos. Ou seja, 7% (sete por cento) dos indiciamentos administrativos, nesse período, chegaram a ser denunciados pelo Ministério Público Federal. Sendo 33% (trinta e três por cento) dos indiciados eram administradores, 33% (trinta e três por cento) eram acionistas majoritários, e 33% (trinta e três por cento) eram terceiros não vinculados às companhias.

Mesmo que não se possa afirmar o principal motivo do número reduzido investigações criminais por uso de informação privilegiada por parte do Ministério Público, nos parece, inicialmente, que tal resultado decorreria por falta de especialização em crimes de colarinho branco, que terá entre eles o “*insider trading*”. No entanto, o que se pode afirmar é que partir do momento em que o Ministério Público deixa de investigar ou de se interessar pela investigação do

“*insider trading*” ele deixa de cumprir um dos seus deveres constitucionais que é o de promover o inquérito e a ação civil para proteger o patrimônio público e social, uma vez que a companhia tenha uma “função social” para exercer perante a sociedade.

Por outro lado, até o presente momento, os casos apresentados nos demonstraram que o judiciário tem aplicado as penas mínimas aos agentes ao se depararem com esses julgamentos, nos fazendo presumir sobre a necessidade de mudança de perspectiva ao se analisarem esses crimes ou até mesmo uma mudança legislativa. Isso, por que, o enfrentamento da questão exige atenção e cuidado, pois seu impacto sobre o funcionamento e o desenvolvimento do mercado financeiro e de capitais parece mais que potencial; pode mesmo determinar o destino de parte da atividade das instituições financeiras.

A partir disso, com um mercado de capitais globalizado, é um contrassenso esperar acontecimentos mais graves para se tomar medidas legislativas mais severas, pois não se trata, aqui, de um crime nacional que traga reflexos nacionais, mas de relevância global, sendo totalmente viável a utilização experiência alienígena que tem um mercado já cristalizado e que perceberam que o melhor caminho é a repressão de tais condutas.

Outra crítica a ser apresentada tem relação direta com a legislação contra crimes ao mercado financeiro, isso porque carecem de precisão. São muito genéricas o que dificulta a subsunção do fato a norma, justificando a ineficiência dos operadores do direito ao se depararem com esses tipos penais.

Por fim, concluímos que o uso de informação privilegiada tem sido tratado no Brasil como crime de menor potencial ofensivo, o que é lamentável, pois, isso poderá trazer como principal consequência o desestímulo a diversos investidores que não encontram respaldo e segurança para investir no mercado de capitais brasileiro.

5 REFERÊNCIAS

"BRASIL. Comissão de valores mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM 22/99 – Rio de Janeiro. Relator: Marcelo F. Trindade. Julgado em 16 de agosto de 2001. Rio de Janeiro: CVM, 2001. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/200120010816_PAS_2299.pdf.

AWARDEE, Gonzalo T. Santos Jr. Prize for Best Paper in Securities Law (2009); cite as Karla Regina Valera & Francesca Mane Velasco-Lao, Towards Investor Confidence: “insider trading” Laws and its Implications Market Efficiency, 84 PIML. L.J. 436, (page cited) (2017). Disponível em: <http://plj.upd.edu.ph/wp-content/uploads/2013/06/PLJ-volume-84-number-2-5-Towards-Investor-Confidence-Karla-Regina-D.-Valera-Francesca-Marie-Velasco-Lao.pdf>

BANDEIRA, Gonçalo S. de Melo. Abuso de mercado e responsabilidade penal das pessoas (não) coletivas: contributo para a compreensão dos bens jurídicos coletivos e dos “tipos cumulativos” na mundialização/ Gonçalo S. de Melo Bandeira. / Curitiba: Juruá, 2011 – 1ª Reimpressão (Ano 2012).

BRANCO, Regina Victoria Castello. A lei das sociedades anônimas e o “*insider trading*” no Brasil. Revista de Ciência Política, Rio de Janeiro, v. 27, n. 3 <<http://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/rcp/article/view/60404>>. Acesso em: 16 abr. 2017.

BRANCO, Regina Victoria Castello. A lei das sociedades anônimas e o “*insider trading*” no Brasil. Revista de Ciência Política, Rio de Janeiro, v. 27, n. 3, abr. 2016. ISSN 0034-8023. Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/rcp/article/view/60404>>. Acesso em: 16 Abr. 2017.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Comunicado ao Mercado nº 06/2017. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2017/20170601-1.html>. Acesso em 6 de jun. de 2017.

BRASIL. Comissão de valores mobiliários. Processo administrativo Sancionador 07/2004 – Rio de Janeiro. Relator: Eli Loria. Julgado em 1 de agosto de 2007. Rio de Janeiro: CVM, 2007. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2007/20070801_PAS_0704.pdf

BRASIL. Comissão de valores mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM 04/2004 – Rio de Janeiro. Relator: Marcelo F. Trindade, Relator. Julgado em 28 de junho de 2006. Rio de Janeiro: CVM, 2006. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2006/20060628_PAS_0404.pdf

BRASIL. Comissão de valores mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM 06/2003 – Rio de Janeiro Relatora: Norma Jonssen Parente. Julgado em 29 de março de 2005. Rio de Janeiro: CVM, 2005. p. 1-2. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0002/4680-0.pdf>

BRASIL. Comissão de valores mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM 11/2004 – Rio de Janeiro. Relator: Wladimir Castelo Branco Castro. Julgado em 13 de dezembro de 2005. Rio de Janeiro: CVM, 2005. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2005/20051213_PAS_1104.pdf

BRASIL. Comissão de valores mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM 13/2000 – Rio de Janeiro. Relatora: Norma Jonssen Parente. Julgado em 17 de abril de 2002. Rio de Janeiro: CVM, 2002. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2002/20020417PAS_1300.pdf

BRASIL. Comissão de valores mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM 16/2000 – Rio de Janeiro. Relator: Wladimir Castelo Branco Castro. Julgado em 05 de dezembro de 2002. Rio de Janeiro: CVM, 2002. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/>

2002/20021205_PAS_1600.pdf

BRASIL. Comissão de valores mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM 17/2002 – Rio de Janeiro. Relator: Wladimir Castelo Branco Castro. Julgado em 25 de outubro de 2005. Rio de Janeiro: CVM, 2005. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2005/20051025_PAS_172002.pdf

BRASIL. Comissão de valores mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM 18/2001 – Rio de Janeiro. Relator: Eli Loria. Julgado em 04 de novembro de 2004. Rio de Janeiro: CVM, 2004. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2004/20041104_PAS_1801.pdf

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM 19/2006 – Rio de Janeiro. Relator: Alexsandro Broedel Lopes. Julgado em 30 de novembro de 2010. Rio de Janeiro: CVM, 2010. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2010/20101130_PAS_1906.pdf

BRASIL. Comissão de valores mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM 2003/5627 – Rio de Janeiro. Relatora: Norma Jonssen Parente. Julgado em 28 de janeiro de 2005. Rio de Janeiro: CVM, 2015. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2005/20050128_PAS_RJ_20035627.pdf

BRASIL. Comissão de valores mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM 2004/0852 – Rio de Janeiro. Relator: Sergio Weguelin. Julgado em 30 de maio de 2006. Rio de Janeiro: CVM, 2006. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2006/20060530_PAS_RJ_20040852.pdf

BRASIL. Comissão de valores mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM 2007/0117 - – Rio de Janeiro. Relator: Eli Lória. Julgado em 26 de fevereiro de 2008. Rio de Janeiro: CVM, 2008. Disponível em:

http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2008/20080226_PAS_SP20070117.pdf

BRASIL. Comissão de valores mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM 2007/0118 – Rio de Janeiro. Relator: Marcos Barbosa Pinto. Julgado em 26 de fevereiro de 2008. Rio de Janeiro: CVM, 2008. p. 2. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2008/20080226_PAS_SP20070118.pdf

BRASIL. Comissão de valores mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM 22/2006 – Rio de Janeiro. Relator: Eliseu Martins. Julgado em 20 de outubro de 2009. Rio de Janeiro: CVM, 2008. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2009/20091020_PAS_2206.pdf

BRASIL. Comissão de valores mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM 24/2005 – Rio de Janeiro. Relator: Weguelin Sergio. Julgado em 07 de outubro de 2008. Rio de Janeiro: CVM, 2008. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2008/20081007_PAS_2405.pdf

BRASIL. Comissão de valores mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM 25/2004 – Rio de Janeiro. Relator: Eli Loria. Julgado em 30 de setembro de 2008. Rio de Janeiro: CVM, 2008. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2008/20080930_PAS_2504.pdf

BRASIL. Comissão de valores mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM 33/2000 – Rio de Janeiro. Relator: Wladimir Castelo Branco Castro. Julgado em 20 de dezembro de 2002. Rio de Janeiro: CVM, 2002. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2002/20021220_PAS_3300.pdf

BRASIL. Comissão de valores mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM Nº 09/2012 – Rio de Janeiro. Relator: Alexandre Pinheiro dos Santos.

Julgado em 27 de outubro de 2014. Rio de Janeiro: CVM, 2014. Disponível em:
<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/deciso/es/anexos/2014/9258-0.pdf>

BRASIL. Comissão de valores mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM Nº 13/2009 – Rio de Janeiro. Relator: Eli Loria. Julgado em 13 de dezembro de 2011. Rio de Janeiro: CVM, 2011. Disponível em:
http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2011/20111213_PAS_1309.pdf

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM Nº 19/09 – Rio de Janeiro. Relator: Eli Loria. Julgado em 7 de junho de 2011. Rio de Janeiro: CVM, 2011. Disponível em:
http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2011/20110607_PAS_1909.pdf

BRASIL. Comissão de valores mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM Nº 2012/13047 – Rio de Janeiro. Relator: Roberto Tadeu Antunes Fernandes. Julgado em 4 de novembro de 2014. Rio de Janeiro: CVM, 2014. Disponível em:
http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2014/20141104_PAS_RJ_201213047.pdf

BRASIL. Comissão de valores mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM Nº 2013/11654 – Rio de Janeiro. Relator: Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes. Julgado em 23 de setembro de 2014. Rio de Janeiro: CVM, 2014. Disponível em:
http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2014/20140923_PAS_RJ_201311654.pdf

BRASIL. Comissão de valores mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM Nº 2013/11654 – Rio de Janeiro. Relato: Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes. Julgado em 7 de outubro de 2014. Rio de Janeiro: CVM, 2014. Disponível em:
http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2014/20141007_PAS_RJ_201311654.pdf

4/20141007_PAS_RJ 20132714.pdf

BRASIL. Comissão de valores mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM Nº 2013/5793, Relatora: Luciana Dias. Julgado em 27 de janeiro de 2015. Rio de Janeiro: CVM, 2015. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2015/20150127_PAS_RJ 20135793.pdf

BRASIL. Comissão de valores mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM Nº 23/2010 – Rio de Janeiro. Relator: Roberto Tadeu Antunes Fernandes. Julgado em 4 de novembro de 2014. Rio de Janeiro: CVM, 2014. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2014/20141104_PAS_232010.pdf

BRASIL. Comissão de valores mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM Nº RJ 02/2010 – Rio de Janeiro. Relator: Roberto Tadeu Antunes Fernandes. Julgado em 9 de julho de 2013. Rio de Janeiro: CVM, 2013. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2013/20130709_PAS_022010.pdf

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM Nº RJ 07/2007 – Rio de Janeiro. Relator: Marcos Barbosa Pinto. Julgado em 16 de março de 2010. Rio de Janeiro: CVM, 2010. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2010/20100316_PAS_0707.pdf

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM Nº RJ 10/2008 – Rio de Janeiro. Relator: Eli Loria. Julgado em 23 de novembro de 2010. Rio de Janeiro: CVM, 2010. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2010/20101123_PAS_1008.pdf

BRASIL. Comissão de valores mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM Nº RJ 11/2008 – Rio de Janeiro. Relator: Luciana Dias. Julgado em 21 de

agosto de 2012. Rio de Janeiro: CVM, 2012. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2012/20120821_PAS_1108.pdf

BRASIL. Comissão de valores mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM Nº RJ 11/2009 – Rio de Janeiro. Relator: Luciana Dias. Julgado em 3 de abril de 2012. Rio de Janeiro: CVM, 2012. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2012/20120403_PAS_1109.pdf

BRASIL. Comissão de valores mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM Nº RJ 15/2010, Relator: Roberto Tadeu Antunes Fernandes. Julgado em 8 de dezembro de 2015. Rio de Janeiro: CVM, 2015. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2015/20151208_PAS_152010.pdf

BRASIL. Comissão de valores mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM Nº RJ 2008/9022 – Rio de Janeiro. Relator: Eli Loria. Julgado em 09 de fevereiro de 2010. Rio de Janeiro: CVM, 2010. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2010/20100209_PAS_RJ_20089022.pdf

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM Nº RJ 2010/14407– Rio de Janeiro. Relator: Alexsandro Broedel Lopes. Julgado em 13 de dezembro de 2011. Rio de Janeiro: CVM, 2011. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2011/20111213_PAS_RJ_201014407.pdf

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM Nº RJ 2010/1666– Rio de Janeiro. Relator: Luciana Dias. Julgado em 3 de abril de 2012. Rio de Janeiro: CVM, 2012. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2012/20120403_PAS_RJ_20101666.pdf

BRASIL. Comissão de valores mobiliários. Processo administrativo Sancionador

CVM Nº RJ 2010/4206 – Rio de Janeiro. Relator: Alexsandro Broedel Lopes. Julgado em 23 de agosto de 2011. Rio de Janeiro: CVM, 2011. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2011/20110823_PAS_RJ_20104206.pdf

BRASIL. Comissão de valores mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM Nº RJ 2011/2789 – Rio de Janeiro. Relator: Roberto Tadeu Antunes Fernandes. Julgado em 28 de agosto de 2012. Rio de Janeiro: CVM, 2012. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2012/20120828_PAS_RJ_20112789.pdf

BRASIL. Comissão de valores mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM Nº RJ 2011/3665 – Rio de Janeiro. Relator: Luciana Dias. Julgado em 3 de abril de 2012. Rio de Janeiro: CVM, 2012. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2012/20120403_PAS_RJ_20113665.pdf

BRASIL. Comissão de valores mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM Nº RJ 2011/3823, Relator: Pablo Renteria. Julgado em 9 de dezembro de 2015. Rio de Janeiro: CVM, 2015. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2015/20151209_PAS_RJ_20113823.pdf

BRASIL. Comissão de valores mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM Nº RJ 2012/11002. Relator: Roberto Tadeu Antunes Fernandes. Julgado em 08 de dezembro de 2016. Rio de Janeiro: CVM, 2016. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2016/RJ_201211002_Rafael_Ferri_e_outros.pdf

BRASIL. Comissão de valores mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM Nº RJ 2012/8010, Relatora: Luciana Dias. Julgado em 21 de julho de 2015. Rio de Janeiro: CVM, 2015. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2015/20150721_PAS_RJ_20128010.pdf

BRASIL. Comissão de valores mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM Nº RJ 2012/9808, Relator: Roberto Tadeu Antunes Fernandes. Julgado em 18 de dezembro de 2015. Rio de Janeiro: CVM, 2015. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2015/20151209_PAS_RJ_20113823.pdf

BRASIL. Comissão de valores mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM Nº RJ 2013/10579, Relator: Roberto Tadeu Antunes Fernandes. Julgado em 10 de março de 2015. Rio de Janeiro: CVM, 2015. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2015/20150310_PAS_RJ_201310579.pdf

BRASIL. Comissão de valores mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM Nº RJ 2013/12, Relatora: Luciana Dias. Julgado em 18 de agosto de 2015. Rio de Janeiro: CVM, 2015. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2015/20150818_PAS_SP201312.pdf

BRASIL. Comissão de valores mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM Nº RJ 2013/1730, Relatora: Luciana Dias. Julgado em 18 de agosto de 2015. Rio de Janeiro: CVM, 2015. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2015/20150818_PAS_RJ_20131730.pdf

BRASIL. Comissão de valores mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM Nº RJ 2013/4660, Relator: Pablo Renteria. Julgado em 1 de julho de 2015. Rio de Janeiro: CVM, 2015. p. 1/15. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2015/20150701_PAS_RJ_20134660.pdf

BRASIL. Comissão de valores mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM Nº RJ 2013/9904, Relator: Roberto Tadeu Antunes Fernandes. Julgado em 28 de abril de 2015. Rio de Janeiro: CVM, 2015. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2015/20150428_PAS_RJ_20139904.pdf

5/20150428_PAS_RJ 20139904.pdf

BRASIL. Comissão de valores mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM Nº RJ 2014/10082. Relator: Gustavo Tavares Borba. Julgado em 7 de março de 2016. Rio de Janeiro: CVM, 2016. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2017/RJ 201410082_Contax_Participacoes.pdf

BRASIL. Comissão de valores mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM Nº RJ 2014/10082. Relator: Henrique Balduino Machado Moreira. Julgado em 25 de Abril de 2016. Rio de Janeiro: CVM, 2017. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2017/RJ 201313172_OSX_Brasil.pdf

BRASIL. Comissão de valores mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM Nº RJ 2015/12595. Relator: Gustavo Tavares Borba. Julgado em 13 de dezembro de 2016. Rio de Janeiro: CVM, 2016. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2016/RJ 201512595_CCX2.pdf

BRASIL. Comissão de valores mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM Nº RJ 2015/2666. Relator: Roberto Tadeu Antunes Fernandes. Julgado em 13 de setembro de 2016. Rio de Janeiro: CVM, 2016. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2016/20160913_PAS_RJ 20152666.pdf

BRASIL. Comissão de valores mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM Nº RJ 2015/2666. Relator: Roberto Tadeu Antunes Fernandes. Julgado em 13 de setembro de 2016. Rio de Janeiro: CVM, 2016. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2016/20160913_PAS_RJ 20152666.pdf

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM Nº RJ 21/2005 – Rio de Janeiro. Relator: Eli Loria. Julgado em 26 de novembro de 2010. Rio de Janeiro: CVM, 2010. Disponível em:

http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2010/20101026_PAS_2105.pdf

BRASIL. Comissão de valores mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM Nº RJ 29/2000 – Rio de Janeiro. Relator: Otavio Yazbek. Julgado em 17 de dezembro de 2013. Rio de Janeiro: CVM, 2013. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2013/20131217_PAS_292000.pdf

BRASIL. Comissão de valores mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM RJ 2003/5669 – Rio de Janeiro. Relator: Marcelo Fernandez Trindade. Julgado em 1 de fevereiro de 2007. Rio de Janeiro: CVM, 2007. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2007/20070201_PAS_0103.pdf

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo Sancionador CVM RJ 2009/13459 – Rio de Janeiro. Relator: Alexsandro Broedel Lopes. Julgado em 30 de novembro de 2010. Rio de Janeiro: CVM, 2010. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2010/20101130_PAS_RJ_200913459.pdf

BRASIL. Comissão de valores mobiliários. Termo de ajustamento de conduta. Processo administrativo Sancionador CVM 2007/0119 – Rio de Janeiro. Relator: Roberto Tadeu Antunes Fernandes. Julgado em 13 de fevereiro de 2008. Rio de Janeiro: CVM, 2008. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0004/5912-0.pdf> .

BRASIL. Constituição Federal de 1988. Promulgada em 5 de outubro de 1988. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm

BRASIL. Instrução CVM Nº 31/84, de 8 de fevereiro de 1984. Dispõe acerca da divulgação e do uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas. Comissão De Valores Mobiliários. Brasília, DF, 8 fev. 1976. Disponível em: <file:///C:/Users/leonardo/Desktop/concursos/raciocinio%20logico/inst031.pdf>

BRASIL. Instrução CVM Nº 358, de 3 de janeiro De 2002 Dispõe sobre a divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas. Comissão De Valores Mobiliários. Brasília, DF, 3 jan. 2002.

BRASIL. Justiça Federal. Ação Penal 00094741234220094036181, da 6ª Vara Criminal Federal de São Paulo, São Paulo, SP, 29 de junho de 2011. Lex: Jurisprudência Tribunal Regional Federal 3ª Região, São Paulo, 2011. j. 29 de jun. 2011.

BRASIL. Justiça Federal. Ação Penal nº 00051232620094036181, da 6ª Vara Criminal Federal de São Paulo, São Paulo, SP, 16 de fevereiro de 2011. Lex: jurisprudência Tribunal Regional Federal 3ª Região, São Paulo, 2011. j. 16 de fev. 2011.

BRASIL. Justiça Federal. Ação Penal nº 0029174-128 94.2014.4.02.5101, da 2ª Vara Criminal de Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, RS, 07 de novembro de 2016. Lex: Jurisprudência Tribunal Regional Federal 2ª Região, Rio de Janeiro. j. 7 de nov. 2016.

BRASIL. Justiça Federal. Ação Penal nº 5067096–126 18.2012.404.7100, da 1ª Vara Criminal de Porto Alegre, Rio Grande do Sul, RS, 07 de novembro de 2016. Lex: Jurisprudência Tribunal Regional Federal 4ª Região, Rio Grande do Sul. j. 7 de nov. 2016. Disponível em: https://eproc.jfrs.jus.br/eprocV2/controlador.php?acao=acessar_documento_publico&doc=711478524189404061514586011837&evento=711478524189404061514586175665&key=721bbcec4bfd514f9a95d7857118824c0d263d7ab5c9a44381275fce4013129d. Acesso em: 12 de mai. de 2017.

BRASIL. Lei 6.385 de 1976, de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil. Brasília, DF, 7 dez. 1979. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385compilada.htm. Acesso em: 10 mar. 2017. Acesso em: 12 de mai. de 2017.

BRASIL. Lei 6.404 de 1976, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as

Sociedades por Ações. Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil. Brasília, DF, 15 dez. 1979. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404compilada.htm. Acesso em: 10 mar. 2017.

BRASIL. Lei 7.492, de 16 de junho de 1986. Define os crimes contra o sistema financeiro nacional, e dá outras providências. Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil. Brasília, DF, 16 jun. 1986. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L7492.htm. Acesso em: 12 de mai. de 2017.

BRASIL. Medida Provisória - 784/2017, de 7 de junho de 2017. Dispõe sobre o processo administrativo sancionador na esfera de atuação do Banco Central do Brasil e da Comissão de Valores Mobiliários. Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil. Brasília, DF, 7 de jun. 2017. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2017/Mpv/mpv784.htm. Acesso em: 13 jun. 2017.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Habeas Corpus nº46.315 – RS, da 1ª Vara Criminal Federal de Porto Alegre, Brasília, DF, 23 de maio de 2015: Relator: Ministro Sebastião Reis Júnior, Quinta Turma. Lex: jurisprudência Superior Tribunal de Justiça e Tribunais Regionais Federais, Brasília, j. 23 de mai. 2015.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial nº 1569171/SP, da 6ª Vara Criminal Federal de São Paulo, Brasília, DF, 16 de fevereiro de 2016: Relator: Ministro Gurgel de Faria, Quinta Turma. Lex: jurisprudência Superior Tribunal de Justiça e Tribunais Regionais Federais, Brasília, j. 16 de fev. 2016.

BRASIL. Supremo Tribunal Federal. Recurso Extraordinário com Agravo nº 971.036/SP, da 6ª Vara Criminal Federal de São Paulo, Brasília, DF, 16 de junho de 2016: Relator: Ministro Dias Toffoli, Segunda Turma. Lex: jurisprudência Supremo Tribunal Federal e Tribunais Regionais Federais, Brasília, j. 16 de jun. 2016.

CALDAS, Luís Filipe. Território e espaço em direito penal económico – novos

temas e novos azimutes. In: COSTA, José de Faria (Coord.) Temas de direito penal econômico. Coimbra: Coimbra Editora, 2005.

CARVALHOSA, Modesto. A nova Lei das S/A. São Paulo: Saraiva. 2002.

COMPARATO, Fabio Konder, SALOMÃO FILHO. O poder de controle na sociedade anônima. – 6. Ed. rev. e atual. – Rio de Janeiro. Ed. Forense, 2014.

CORSETTI, Michelangelo. “insider trading”: Informação Privilegiada – O Uso Indevido no Mercado de Capitais. Curitiba: Juruá, 2013.

Critério de filtro utilizado para pesquisa no site da CVM:
<http://www.cvm.gov.br/sancionadores/?lastNameShow=insider+trading&lastName=insider%2520trading&filtro=exato&dataInicio=01%2F01%2F2000&dataFim=01%2F06%2F2017&categoria0=%2Fsancionadores%2Fsancionador%2F&buscado=false&contCategoriasCheck=2>

EIZIRIK, Nelson Laks, “insider trading” e a Responsabilidade do Administrador de Companhia Aberta. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo: nº 50, ano XXII, abr. jun. 1983.

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

ELZIRIK, N. “insider trading” e Responsabilidade de Administrador de Companhia Aberta. In RDM 50/42, ano XXII, Ed. RT. SP, 1983.

ELZIRIK, N. “insider trading” e Responsabilidade de Administrador de Companhia Aberta. In RDM 50/42, ano XXII, p. 45, SP, Ed. RT, 1983.

Filtro utilizado para pesquisa:
<http://www.cvm.gov.br/sancionadores/?lastNameShow=insider+trading&lastName=insider%2520trading&filtro=exato&dataInicio=01%2F01%2F2000&dataFim=01%2F06%2F2017&categoria0=%2Fsancionadores%2Fsancionador%2F&buscado=false&contCategoriasCheck=2>

FORTI, C.A.B.; PEIXOTO, M.; SANTIAGO, W.P. 2009. Hipótese da eficiência de mercado: Um estudo exploratório no mercado de capitais brasileiro. *Gestão & Regionalidade*. 2009. Disponível em: http://seer.uscs.edu.br/index.php/revista_gestao/article/view/188/111

Frazão, Ana. *Função social da empresa: repercussões sobre a responsabilidade civil de controladores e administradores de S/As* - Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

GRANDIS, Rodrigo de. *Direito Penal Econômico: Crimes financeiros e correlatos* - São Paulo. Saraiva, Série GVLaw. 2011.

HANZEN, T. Lee. Defining illegal “insider trading”- lessons from the European Community directive on “insider trading”. Vol. 55 *Law & Contemp. Probs.* 231 1992. REV. (2016).

HESSEL, Rosana. *Economia. Venda de ações antes de delação garantem R\$ 475 mi a donos da JBS.* *Correio Braziliense*. Brasília. 23 de mai. De 2017. Disponível em: http://www.correiobraziliense.com.br/app/noticia/economia/2017/05/23/internas_economia,597069/venda-de-acoes-antes-de-delacao-gara-n-tem-r-475-mi-a-donos-da-jbs.shtml. Acesso em: 6 de jun. de 2017.

LEÃES, LGPB. "Mercado de Capitais & "insider trading". P. 178/180, SP, ed. RT, 1982.

MUSSNICH, Francisco Antunes Maciel. O “insider trading” no direito brasileiro/Francisco Antunes Maciel Mussnich. - 2015. Disponível em: <https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/15292/Disserta%C3%A7%C3%A3o%20Francisco%20M%C3%BCssnich%20%28clean%29.pdf?sequence=1&isAllowed=y>.

NETO, Alexandre Assaf. *Mercado Financeiro*. São Paulo: Editora Atlas. 2006.

OFÍCIO-CIRCULAR/CVM/SEP/Nº02/2016 Rio de Janeiro, 29 de fevereiro de 2016. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/circ/sep/anexos/oc-sep-0216.pdf>

OLIVEIRA, Natália Silva Teixeira Rodrigues de. “insider trading”: Uma Realidade a Luz do Direito penal. Rev. Fac. Direito UFMG, Belo Horizonte, jan. /jun. 2012. n. 60.

PEREIRA, Leonardo P. Gomes. Uso Indevido de Informação Privilegiada (“insider trading”) / Cadernos Comissão de Valores Mobiliários, 11. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2016. Disponível em: <http://www.abrasca.org.br/Uploads/insider-trading/Uso-indevido-informacao-privilegi-ada-CVM.pdf>. Acesso em: 10/02/2017.

PIMENTA, Guilherme. Multa de insider trading à JBS pode custar R\$ 254 milhões. Jota. São Paulo. 23 de mai. de 2017. Disponível em: <https://jota.info/justica/suposto-insider-trading-da-jbs-pode-custar-r-254-mi-23052017#.WSQqymuoNY8>. Acesso em: 6 de jun. de 2017.

PRADO, Viviane Muller “insider trading”: normas, instituições e mecanismos de combate no Brasil [recurso eletrônico] Viviane Muller Prado, Nora Rachman, Renato Vilela. – São Paulo: FGV Direito SP, 2016.

PRADO, Viviane Muller. “insider trading”: normas, instituições e mecanismos de combate no Brasil [recurso eletrônico] Viviane Muller Prado, Nora Rachman, Renato Vilela. – São Paulo: FGV Direito SP, 2016.

Prado, Viviane Muller. “insider trading”: normas, instituições e mecanismos de combate no Brasil [recurso eletrônico] Viviane Muller Prado, Nora Rachman, Renato Vilela. – São Paulo: FGV Direito SP, 2016.

PRADO, Viviane Muller. “insider trading”: normas, instituições e mecanismos de combate no Brasil [recurso eletrônico] Viviane Muller Prado, Nora Rachman, Renato Vilela. – São Paulo: FGV Direito SP, 2016.

PRADO, Viviane Muller. “insider trading”: normas, instituições e mecanismos de combate no Brasil [recurso eletrônico] Viviane Muller Prado, Nora Rachman, Renato Vilela. – São Paulo: FGV Direito SP, 2016.

YADAV, Y.: “insider trading” and market structure. UCLA L. REV. (2016).