

ESCOLA DE DIREITO
CURSO DE DIREITO

JULIANA GONZALEZ WAINSTEIN

**TENSÕES ÉTICAS, ECONÔMICAS E JURÍDICAS
NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO:**
UMA ANÁLISE DO *INSIDER TRADING* SOB A PERSPECTIVA DO DIREITO SOCIETÁRIO

Porto Alegre
2024

GRADUAÇÃO



Pontifícia Universidade Católica
do Rio Grande do Sul

TENSÕES ÉTICAS, ECONÔMICAS E JURÍDICAS NO MERCADO DE CAPITALS BRASILEIRO: UMA ANÁLISE DO *INSIDER TRADING* SOB A PERSPECTIVA DO DIREITO SOCIETÁRIO

Juliana Gonzalez Wainstein¹
Ana Cláudia Redecker²

RESUMO

O presente artigo tem como objetivo analisar a complexidade do *insider trading* no contexto do mercado de capitais brasileiro, fenômeno o qual envolve a negociação de ações com base em informações não divulgadas ao público. O trabalho aborda de maneira abrangente as implicações éticas, jurídicas e econômicas da prática no mercado de capitais brasileiro. Parte da conceituação das principais noções relativas ao tema, definindo *insider trading*, distinguindo entre *insiders* primários e secundários, e detalhando os deveres fiduciários que administradores de empresas têm para prevenir essa prática. Aborda as consequências legais do fenômeno, nas esferas administrativa, civil e criminal. Discute casos emblemáticos de *insider trading* no Brasil, que ilustram os desafios enfrentados no combate a essa prática delituosa. Por fim, o trabalho sugere melhorias para a prevenção do *insider trading*, como a adoção de sistemas de alerta (*red flags*) e o aumento das penas para desencorajar a prática. Reforça a necessidade de uma abordagem robusta que combine medidas punitivas com preventivas, visando uma mudança cultural em direção à transparência e integridade no mercado.

Palavras-chave: *insider trading*; *insiders*; mercado de capitais; deveres fiduciários; prevenção.

ABSTRACT

This article aims to analyze the complexity of insider trading in the context of the Brazilian capital market, a phenomenon which involves the trading of shares based on information not disclosed to the public. The paper comprehensively addresses the ethical, legal and economic implications of the practice in the Brazilian capital market. It starts from the conceptualization of the main notions related to the topic, defining insider trading, distinguishing between primary and secondary insiders, and detailing the fiduciary duties of company administrators to prevent this practice. It addresses the legal consequences of the phenomenon, in the administrative, civil, and criminal spheres. The article discusses leading cases of insider trading in Brazil, which illustrate the challenges faced in combating this criminal practice. Finally, the paper suggests improvements to prevent insider trading, such as the adoption of warning systems (*red flags*) and increased penalties to discourage the practice. It reinforces the need for a robust approach that combines punitive and preventive measures, aiming for a cultural change towards transparency and integrity in the market.

Keywords: insider trading; insiders; capital market; fiduciary duties; prevention.

¹ Acadêmica do Curso de Ciências Jurídicas e Sociais da Pontifícia Universidade Católica do Rio Grande do Sul - PUCRS. E-mail: julianawainstein@gmail.com.

² Orientadora Professora Mestre - Pontifícia Universidade Católica do Rio Grande do Sul - PUCRS. E-mail: aredecker@pucr22s.br.

1 INTRODUÇÃO

O fenômeno do *insider trading* apresenta grande complexidade no contexto econômico e jurídico do mercado de capitais no Brasil. Esta prática refere-se à negociação de títulos e/ou valores mobiliários no mercado de capitais, como ações, mediante utilização de informação relevante não-pública, adquirida através de relacionamento pessoal ou profissional, em caráter sigiloso e em virtude da confiança entre as partes, para obter, para si ou para outrem, vantagem ilícita.³

Nesse sentido, o mercado de capitais desempenha um papel crucial no desenvolvimento econômico do país, sendo vital para a alocação eficiente de recursos e o crescimento das empresas.⁴ Segundo a norma constitucional, este mercado representa um setor financeiro nacional o qual deve ser estruturado de forma eficaz para promover o desenvolvimento equilibrado do país e servir aos interesses da coletividade.⁵ Sendo assim, garantir o funcionamento sistêmico eficiente e regular dos mercados de bolsa e de balcão é questão de forte Interesse Público.⁶

Para preservar o desenvolvimento desse mercado e da economia nacional como um todo, é necessário garantir a eficiência na alocação do capital investido no mercado de capitais. Para isso, deve-se estabelecer mecanismos a fim de assegurar a acuidade dos preços de negociação dos títulos,⁷ bem como formas de prevenção e repressão a práticas que alterem, de modo artificial, as condições de mercado.⁸

Outra importante finalidade da regulação do mercado de capitais é a proteção aos investidores,⁹ cuja relação com o mercado repousa sobre o pilar da confiança.¹⁰ Haja vista, para proteger e manter essa relação de confiança com os titulares de valores mobiliários e investidores do mercado, é preciso que as companhias sigam certos *standards* de mercado com relação à transparência de fatos ou atos relevantes.¹¹

³ BRASIL. **Lei 6.404/76**, art. 155, § 4º; EIZIRIK, Nelson Laks; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais – regime jurídico**. 2. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. p. 536; SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe. A Racionalidade Econômica do Combate ao Insider Trading: Assimetria de Informação e Dano ao Mercado. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, n. 147, ano XLVI, p. 43, jul./set. 2007; CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei das Sociedades Anônimas**. 4. ed. São Paulo. Saraiva, 2009. v. 3. p. 311.

⁴ AGENDA ANBIMA E B3. **Mercado de Capitais: Caminho para o desenvolvimento**. 2018. p. 10. Disponível em: https://www.anbima.com.br/data/files/96/25/43/1A/5845661086B1AE5678A80AC2/Relatorio-Agenda-Mercado-de-Capitais-ANBIMA-B3-Digital_1_.pdf. Acesso em: 4 out. 2023.

⁵ BRASIL. **Constituição Federal de 1988**. Art. 192. O sistema financeiro nacional, estruturado de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do País e a servir aos interesses da coletividade, em todas as partes que o compõem, abrangendo as cooperativas de crédito, será regulado por leis complementares que disporão, inclusive, sobre a participação do capital estrangeiro nas instituições que o integram.

⁶ Art. 4º, II e III, da Lei n. 6.385/1976; COFFEE JR., John C. Law and the Market: The Impact of Enforcement. **Columbia Law and Economics Working Paper**, n. 304, p. 8, 2007.

⁷ Art. 4º, VI, da Lei n. 6.385/1976.

⁸ Art. 4º, V, da Lei n. 6.385/1976; CAVALI, Marcelo Costenaro. **Insider Trading: repressão administrativa e penal do uso indevido de informação privilegiada**. São Paulo: Quartier Latin, 2022. p. 129.

⁹ Art. 4º, IV, da Lei n. 6.385/1976.

¹⁰ CAVALI, *op. cit.*

¹¹ Art. 4º, VI, da Lei n. 6.385/1976; RODRIGUES, Sofia Nascimento. **Proteção dos Investidores em Valores Mobiliários**. Coimbra: Almedina, 2001. p. 26.

Esses *standards* de mercado, positivados através dos deveres fiduciários de lealdade e informação dos administradores,¹² servem para guiar a conduta dos administradores com relação à divulgação de informações relevantes, possibilitando aos acionistas, em contrapartida, decidirem se desejam investir ou não na companhia partindo de uma posição de simetria informacional. Por conseguinte, podem estas informações relevantes afetar o valor de mercado da empresa, podendo vir a ter benefícios ou perdas.¹³

Além destes *standards*, atuam também como mecanismos de regulação do mercado a positivação do *insider trading* como ilícito na esfera administrativa, cível e penal. Nesse sentido, a lei pátria determina diversas penalidades à prática de negociação no mercado de capitais mediante o uso de informação privilegiada, estabelecendo o que se considera fato relevante e como deve ser publicizado como guias para a atuação das companhias.

Contudo, embora tenha ocorrido significativo progresso na conceituação e regulamentação de *insider trading*, a sua prática segue ocorrendo com cada vez mais frequência no mercado de capitais nacional e, portanto, produzindo impactos severos para o âmbito econômico, jurisdicional e ético no cenário brasileiro.

Por este motivo, se pretende explorar a prática, regulamentação, investigação e punição de *insider trading*, nas esferas penal, administrativa e cível, com o objetivo de identificar as dificuldades e pontos a serem aprimorados, a fim de minimizar o impacto negativo da prática nos diversos âmbitos afetados.

Em primeiro momento, o que se estabeleceu neste trabalho foi a conceituação dos diversos aspectos do delito, seus agentes e os deveres e responsabilidades dos administradores em relação à sua prevenção. Foram analisadas as formas de regulamentação, as medidas de prevenção e as diversas formas de responsabilização do *insider trading*, nas esferas civil, administrativa e penal, buscando ressaltar os impactos da prática através da análise de *leading cases*, como o Caso Sadia-Perdigão, o Caso OGX e OSX e o Caso JBS.

Por fim, este projeto busca aferir possíveis aspectos em que a fiscalização, investigação e punição do delito podem ser aprimoradas, para impedir a ocorrência da prática e minimizar os seus efeitos negativos éticos, econômicos e jurídicos.

2 CONSIDERAÇÕES GERAIS ACERCA DO INSIDER TRADING SOB A PERSPECTIVA DO DIREITO SOCIETÁRIO

2.1 A PRÁTICA DO INSIDER TRADING

O fenômeno do *insider trading* consiste na utilização de informações relevantes, de natureza sigilosa, adquiridas por meio de relacionamento de confiança pessoal ou profissional, para a negociação de títulos e/ou valores mobiliários no mercado de capitais, com a finalidade de obter, para si ou para outrem, vantagem ilícita.¹⁴

Desta forma, os agentes, ao estarem “por dentro” dos negócios da emissora, passam a ter informações privilegiadas que podem afetar suas decisões sobre as

¹² BRASIL. Lei 6.404. Arts. 155 e 157.

¹³ BRASIL. Lei 6.404. Art. 157, § 4º.

¹⁴ BRASIL. Lei 6.404/76. Art. 155, § 4º; EIZIRIK, Nelson Laks; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais – regime jurídico**. 2. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. p. 536).

operações com valores mobiliários antes de que sejam tornados de conhecimento público, exercendo clara vantagem sobre os demais *players* do mercado.¹⁵

O ilustre Modesto Carvalhosa, em sua precisa definição do fenômeno, enfatiza que estas informações relevantes, para que seja configurada a prática do *insider trading*, devem ser utilizadas no período logo após o conhecimento da informação e antes que venha a ser divulgada ao público geral:

[...] qualquer operação realizada por um *insider*, com valores mobiliários de emissão da companhia, no período imediatamente seguinte ao conhecimento da informação relevante e antes que tal informação chegue ao público investidor pelos meios institucionais de divulgação adotados no mercado de capitais.¹⁶

Nesse sentido, considera-se informação relevante todo e qualquer evento, interno ou externo, de repercussão econômica envolvendo a companhia, que puder influir, de modo ponderável, na decisão de investidores do mercado de capitais, no sentido de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela sociedade anônima.¹⁷ Nesse amplo conjunto, estão incluídas, entre outras, as deliberações de seus órgãos societários, a realização ou a não realização de determinados negócios e projeções de desempenho. Haja vista, tem-se que, se o administrador constatar que os investidores, ao tomar conhecimento de determinada notícia relacionada à sociedade que administra, optariam por realizar ou deixar de realizar certos negócios no mercado de capitais, estará diante de fato relevante.

Na legislação atual, a figura do agente é dividida em *insiders* primários e secundários.¹⁸ Os *insiders* primários são os agentes internos da companhia, os quais ganham ciência dos atos ou fatos relevantes por conta de sua função ou cargo, também conhecidos como *corporate insiders* ou *tippers*. De outra banda, a figura dos *insiders* secundários refere-se àqueles agentes externos à companhia, que vêm a ter conhecimento por meio de *insiders* primários ou outros *insiders* secundários. Logo, podem também ser referidos como *market insiders* ou *tippees*, tendo a legislação atual passado a abarcá-los no parágrafo 4º do art. 155 da Lei 6.404 (Lei de Sociedades Anônimas- LSA) com a redação conferida pela Lei 10.303, de 2001.¹⁹

Sendo assim, tem-se que não somente os administradores e demais integrantes da companhia podem vir a responder pela prática do *insider trading*, mas também aqueles que, ao tomarem conhecimento por meio destes de informações relevantes ainda não tornadas públicas, as utilizem como vantagem para investir no

¹⁵ SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe. A Racionalidade Econômica do Combate ao Insider Trading: Assimetria de Informação e Dano ao Mercado. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, n. 147, ano XLVI, p. 43, jul./set. 2007.

¹⁶ CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei das Sociedades Anônimas**. 4. ed. São Paulo. Saraiva, 2009. v. 3. p. 311.

¹⁷ BRASIL. **Lei 6.404**. Art. 157, § 4º. Os administradores da companhia aberta são obrigados a comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembléia-geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou fato relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia.

¹⁸ MUSSNICH, Francisco Antunes Maciel. **O Insider Trading no Direito Brasileiro**. São Paulo: Saraiva, 2017. p. 43-45.

¹⁹ BRASIL. **Lei 6.404**. Art. 155, § 4º. É vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários.

mercado de capitais em posição de assimetria informacional em relação aos demais *players*.

2.2 DEVERES FIDUCIÁRIOS E PREVENÇÃO AO *INSIDER TRADING*

Nesse contexto, para guiar a conduta do administrador e prevenir possíveis ilícitos, a LSA traz diversos deveres fiduciários, replicados na Resolução CVM n. 44 de 23/08/2021, a qual dispõe sobre a divulgação de informações sobre ato ou fato relevante, a negociação de valores mobiliários na pendência de ato ou fato relevante não divulgado e a divulgação de informações sobre a negociação de valores mobiliários. Estes deveres são fundamentais enquanto guia para a conduta dos administradores, compondo um conjunto de obrigações éticas e legais que os gestores da companhia têm com sua organização e acionistas. Possuem especial relevância para a prevenção do *insider trading* os deveres de lealdade, de informação e de sigilo.

Quanto ao dever de lealdade, o art. 155 e seus incisos estabelecem que o administrador deve agir em nome do melhor interesse da companhia, sendo-lhe vedado usar em benefício próprio ou de outrem oportunidades ou informações obtidas em razão de seu cargo.²⁰

Consoante o § 1º do art. 155, em linha com o art. 8º da supracitada Resolução CVM,²¹ possui também o administrador dever de sigilo. Em razão deste dever fiduciário, deve guardar sigilo sobre qualquer informação não divulgada ao público que tenha obtido em razão de seu cargo e seja capaz de influenciar nas operações de mercado. Ao administrador é vedado de forma expressa pela parte final do referido § 1º utilizar tais informações para obter, para si ou para outrem, vantagem ilícita na negociação de valores mobiliários, competindo ao administrador evitar que a violação possa ocorrer por meio de subordinados ou terceiros de sua confiança.²²

Ainda, em consonância com o dever de informação²³, a divulgação de informações relevantes segue o sistema de *full and fair disclosure*, o qual consiste na obrigação legalmente estabelecida de se promover a revelação ampla e

²⁰ Art. 155. O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios, sendo-lhe vedado:

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

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

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

²¹ Art. 8º Os acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, e empregados da companhia, devem guardar sigilo das informações relativas a ato ou fato relevante às quais tenham acesso privilegiado em razão do cargo ou posição que ocupam, até sua divulgação ao mercado, bem como zelar para que subordinados e terceiros de sua confiança também o façam, respondendo solidariamente com estes na hipótese de descumprimento.

²² LSA. Art. 155, § 2º.

²³ BRASIL. **Lei 6.404**. Art. 157, § 4º. Os administradores da companhia aberta são obrigados a comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembléia-geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou fato relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia.

completa, de forma verdadeira e clara, aos investidores de informações importantes a respeito das companhias abertas, de forma a não encobrir nenhum fato importante que deva ser ponderado na decisão dos investidores.²⁴

Atualmente, os contornos fundamentais do sistema de *disclosure* são estabelecidos pelo § 4º do art. 157 da Lei nº 6.404/76 e pela Lei nº 6.385/76.²⁵

Como exemplificação da repercussão prática da necessidade de *full and fair disclosure*, temos a seleção adversa, a qual pode ser conceituada como a predisposição a oferecer preços mais baixos por um determinado produto no mercado por conta da assimetria de informações. De acordo com Black,²⁶ tal fenômeno é observado no mercado de capitais a partir do fato de que os investidores não sabem quais companhias são fidedignas, de modo que oferecem valores mais baixos como segurança aos seus investimentos, o que acaba prejudicando aquelas companhias que observam o dever de informação.

Destarte, ao impor o dever de informar, o legislador busca evitar ou diminuir essas disparidades, obrigando quem tem a informação a partilhá-la com quem não a tem, especialmente o público investidor,²⁷ para evitar a prática de *insider trading*.

Contudo, em face do eventual conflito entre o dever de informação e o dever de sigilo, existe a possibilidade de mitigar o sistema de *full and fair disclosure*. Consoante o § 5º do art. 157 da LSA,²⁸ o dever de informar apenas pode ser excepcionado se for constatado que sua divulgação traria risco a interesse legítimo da companhia, competindo à CVM decidir sobre a necessidade de prestação de informação e responsabilizar os administradores, se for o caso, consoante os arts. 6º²⁹ e 7º³⁰ da Resolução CVM n. 44/2021.

A possibilidade de manter-se sigilo acima referida, entretanto, não deve ser interpretada de forma a anular a vedação à negociação com base nos casos que

²⁴ ANDREZO, Andrea Fernandes. A necessidade de maior transparência das informações e orientação dos investidores para o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários. **Revista da CVM**, Rio de Janeiro, n. 30, p. 23-28, dez. 1999.

²⁵ EIZIRIK, Nelson Laks; NETTO, Horácio de Mendonça. O Privilegiamento de Informações e o Caso Petrobrás. **Revista Brasileira de Mercado de Capitais**, Rio de Janeiro, v. 4, n. 10, p. 11-12, jan./abr. 1978.

²⁶ BLACK, Bernard S. *Strengthening Brazil's Securities Markets*. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, n. 120, ano XLVI, p. 43, jul./set. 2007.

²⁷ REIS, Célia; SANTOS, Felipe. Divulgação de Informação. **Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários**, Lisboa, CMVM, n. 28, p. 182, dez. 2007.

²⁸ BRASIL. **Lei 6.404**. Art. 157, § 5º Os administradores poderão recusar-se a prestar a informação (§ 1º, alínea e), ou deixar de divulgá-la (§ 4º), se entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia, cabendo à Comissão de Valores Mobiliários, a pedido dos administradores, de qualquer acionista, ou por iniciativa própria, decidir sobre a prestação de informação e responsabilizar os administradores, se for o caso.

²⁹ BRASIL. **Resolução CVM nº 44 de 23 de agosto de 2021**. 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 por meio do Diretor de Relações com Investidores, divulgar imediatamente o ato ou fato relevante, na hipótese de a 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.

³⁰ *Ibid.* Art. 7º. A CVM, a pedido dos administradores, de qualquer acionista ou por iniciativa própria, pode decidir sobre a prestação de informação que tenha deixado de ser divulgada, na forma do caput do art.

envolvam fatos permitidos a não ser trazidos à público em proteção à integridade da empresa, em respeito à isonomia informacional do mercado.

2.3 RESPONSABILIZAÇÃO JURÍDICA

A prática do *insider trading* tem como peculiaridade jurídica o fato de que transcende a esfera empresarial, sendo tipificada e punida tanto no âmbito administrativo, quanto cível e penal. Nesse sentido, a legislação brasileira estabelece diversas hipóteses de restrição à negociação de títulos ou valores mobiliários, as quais, se não observadas, podem caracterizar a prática de *insider trading*.

2.3.1 Esfera administrativa

Na esfera administrativa, as hipóteses de configuração do delito de *insider trading* são estabelecidas na LSA, na Lei 6.385/1976 (Mercado de Valores e CVM), bem como na Resolução CVM n. 44/2021 (Atos e Fatos Relevantes no Mercado de Capitais).

Conforme expressamente referido pelo art. 4º Lei nº 6.385, a atividade punitiva, na esfera administrativa, recai sob a competência da CVM, a qual age em proteção aos investidores contra o uso de informação privilegiada.³¹ A principal forma pela qual a Comissão de Valores Mobiliários exerce a atividade punitiva ao ilícito de *insider trading* se dá por meio de processos administrativos sancionados (PAS).

As penalidades administrativas previstas pela legislação compreendem a multa pecuniária, bem como a inabilitação temporária do agente, suspensão do cargo de administrador ou conselheiro fiscal e suspensão de autorização ou registro para o exercício do cargo.³² Contudo, verifica-se que, dentre as penalidades trazidas pela lei, a multa, advertência e inabilitação temporária foram as únicas aplicadas

³¹ PRADO, Viviane Muller; CAVALI, Marcelo Costenaro; RACHMAN, Nora; VILELA, Renato. **Insider Trading: Normas, Instituições e Mecanismos de Combate no Brasil**. 2. ed. Belo Horizonte: Arraes Editores, 2020.

³² BRASIL. **Lei 6.385**. Art. 11. A Comissão de Valores Mobiliários poderá impor aos infratores das normas desta Lei, da Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (Lei de Sociedades por Ações), de suas resoluções e de outras normas legais cujo cumprimento lhe caiba fiscalizar as seguintes penalidades, isoladas ou cumulativamente:

I - advertência;

II - multa;

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

IV - inabilitação temporária, até o máximo de 20 (vinte) anos, para o exercício de cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários;

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

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

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

pela autoridade, sendo a pena de multa a mais prevalente, com aplicação em mais de 88% dos casos.³³

Conforme análise quantitativa realizada por Prado et al., no período entre 2002 e 2018, a CVM julgou 963 processos administrativos sancionadores, sendo 65 destes relativos ao delito de uso de informação privilegiada, configurando 7% da atividade punitiva da Comissão³⁴. Se comparado com o período anterior, de 1976 a 1999, percebe-se um significativo aumento no número de casos de *insider trading* julgados anualmente, passando de uma média de 0,86 casos por ano³⁵, para uma média de três, no período seguinte, apresentando um pico de nove casos julgados em 2015 e dez em 2017³⁶. Ao analisarmos a quantidade de casos em que todos os investigados foram absolvidos, nota-se, ainda, uma tendência inversa nos números: enquanto no período de 1976 a 1999 decidiu-se por diversas absolvições,³⁷ no período de 2002 a 2018, foi observado um aumento no número de investigados condenados³⁸.

Um dos fatores a serem considerados no aumento das condenações ao delito é a evolução do conceito de “fato relevante” e do dever de informar,³⁹ a qual se verificou de forma gradual ao longo das últimas décadas, demonstrando uma curva de aprendizado das companhias às novas regras societárias.⁴⁰ Sem embargo, não se pode descartar a possibilidade de um verdadeiro aumento na prática do ilícito, tendo em vista a larga dificuldade probatória do tipo, a qual será devidamente analisada.

A segunda e última instância administrativa recai sob competência do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN), o qual pode agravar, atenuar ou invalidar as sanções aplicadas pela CVM.⁴¹ No período de 2004 a 2009, o CRSFN reviu a decisão da primeira instância em 27% dos casos, com um aumento no período entre 2012 e 2018.

Ainda, além da atividade tradicionalmente punitiva, os instrumentos consensuais representam um importante mecanismo da esfera administrativa. A CVM utiliza de mecanismos chamados “termos de compromisso” para colocar fim às investigações e suspeitas do ilícito de *insider trading*. Por meio deste instrumento consensual, não se dá andamento ao PAS e, em contrapartida, o regulado obriga-se a cessar a prática investigada como irregular e corrigir as irregularidades, sem prejuízo de eventual indenização dos prejuízos. Embora não implique a confissão do delito ou o reconhecimento da ilicitude da conduta analisada, constitui-se como título

³³ PRADO, Viviane Muller; CAVALI, Marcelo Costenaro; RACHMAN, Nora; VILELA, Renato. **Insider Trading: Normas, Instituições e Mecanismos de Combate no Brasil**. 2. ed. Belo Horizonte: Arraes Editores, 2020. p. 47.

³⁴ *Ibid.*, p. 34.

³⁵ *Ibid.*, p. 22.

³⁶ *Ibid.*, p. 35.

³⁷ EIZIRIK, Nelson Laks; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais – regime jurídico**. 2. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Renovar, 2008; PRADO, Viviane Muller; CAVALI, Marcelo Costenaro; RACHMAN, Nora; VILELA, Renato. **Insider Trading: Normas, Instituições e Mecanismos de Combate no Brasil**. 2. ed. Belo Horizonte: Arraes Editores, 2020. p. 22.

³⁸ PRADO, *op. cit.*, p. 45.

³⁹ *Ibid.*, p. 23.

⁴⁰ *Ibid.*, p. 25.

⁴¹ *Ibid.*, p. 53.

executivo extrajudicial, podendo ser executada em juízo para a responsabilização patrimonial do agente, no caso de seu descumprimento.⁴²

Nesse sentido, um dos grandes empecilhos à efetiva coibição do delito do uso indevido de informações privilegiadas é a severa dificuldade enfrentada na produção de provas,⁴³ sendo considerada quase impossível a demonstração direta por *experts* do meio.⁴⁴ Isto se dá porque, quem negocia no mercado de capitais com base em informações ainda não divulgadas ao público, evita deixar rastros da conduta ilícita,⁴⁵ sendo especialmente complexa a prova da origem da informação quando na operação é realizada por *insider* secundário.

Existem diversos mecanismos empregados pelos *insiders* para mascarar o delito, como, por exemplo, a utilização de “laranjas” ou pessoas jurídicas aparentemente desvinculadas do beneficiário; a negociação de ativos em mercados estrangeiros; a criação preordenada de pretextos para posterior uso como “justificativas” para a negociação em caso de investigações; dentre diversos outros artifícios para dificultar a prova acerca do efetivo conhecimento da informação.

Por conta destas dificuldades, a CVM acaba por trabalhar majoritariamente com indícios e presunções nos casos de uso de informação privilegiada. Considera-se indício fatos devidamente provados, que possam levar ao conhecimento de outras circunstâncias desconhecidas⁴⁶. Os indícios dependem sempre de regras de experiência, sendo necessário, para induzir um fato, que o julgador faça uso do conhecimento geral derivado da observação do que ordinariamente ocorre⁴⁷.

A jurisprudência consolidada da CVM admite a condenação administrativa fundada apenas em indícios, desde que seja com base em um conjunto de indícios robustos e convergentes, levando-se em consideração possíveis contraindícios existentes⁴⁸.

As presunções, por outro lado, são juízos fundados sobre um indício, que servem como seu ponto de partida, de modo que o indício autoriza que se presuma a comprovação do fato desconhecido.⁴⁹ Até o advento da Resolução n. 44/2021, a regulamentação administrativa não previa expressamente nenhuma presunção,

⁴² PRADO, Viviane Muller; CAVALI, Marcelo Costenaro; RACHMAN, Nora; VILELA, Renato. **Insider Trading: Normas, Instituições e Mecanismos de Combate no Brasil**. 2. ed. Belo Horizonte: Arraes Editores, 2020. p. 56.

⁴³ CAVALI, Marcelo Costenaro. **Insider Trading: repressão administrativa e penal do uso indevido de informação privilegiada**. São Paulo: Quartier Latin, 2022. p. 163.

⁴⁴ VERLOZA, Antonio Carlos. Processos sancionadores nos mercados financeiros e de capitais – BACEN e CVM. Rio de Janeiro: Renovar, 2012. *apud* CAVALI, Marcelo Costenaro. **Insider Trading: repressão administrativa e penal do uso indevido de informação privilegiada**. São Paulo: Quartier Latin, 2022. p. 177.

⁴⁵ CAVALI, *op. cit.*

⁴⁶ BRASIL. **Lei n. 3.689**. Art. 239. Considera-se indício a circunstância conhecida e provada, que, tendo relação com o fato, autorize, por indução, concluir-se a existência de outra ou outras circunstâncias.

⁴⁷ BRASIL. **Lei 13.105**. Art. 375. O juiz aplicará as regras de experiência comum subministradas pela observação do que ordinariamente acontece e, ainda, as regras de experiência técnica, ressalvado, quanto a estas, o exame pericial.

⁴⁸ Voto da Dir. Flavia Perlingeiro no PAS CVM nº 06/2016 (Rel. Dir. Henrique Machado, j. 03.11.2020). A mesma premissa se encontra em vários outros julgados, tais como PAS CVM nº RJ2013/10579, j. 10.03.2015 (Rel. Dir. Roberto Tadeu Antunes Fernandes); PAS CVM nº RJ2014/3225, j. 13.09.2016, Rel. Dir. Roberto Tadeu Antunes Fernandes; PAS CVM nº 25/2010, j. 04.07.2017, Rel. Dir. Henrique Moreira; e PAS CVM nº R/2016/5039, j. 26.09.2017, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez.

⁴⁹ CAVALI, *op. cit.*, p. 165.

apenas admitia o uso de presunções a partir das vedações impostas ao uso de informação privilegiada em negociações no mercado de capitais.⁵⁰

Com a nova resolução CVM n. 44/2021, o art. 13 passou a prever, expressamente, seis presunções relativas. A primeira delas é a presunção de uso, mediante a qual, demonstrado que a pessoa que negociou valores mobiliários possuía informação privilegiada, infere-se que o motivo, ou um dos motivos, da negociação é esta informação.⁵¹ Por vezes, os indícios de que a negociação somente pode ser explicada pela utilização de informação privilegiada são tão fortes que sequer é necessário demonstrar de que modo a informação foi obtida.⁵²

A segunda é a presunção de acesso, prevista no inciso seguinte, a qual determina a presunção de que acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração e do conselho fiscal, e a própria companhia, em relação aos negócios com valores mobiliários de própria emissão, têm acesso a toda informação relevante ainda não divulgada.

O inciso III do referido art. 13, por sua vez, permite que seja presumido que o acesso da informação por *insiders* primários é feito tendo-se conhecimento de que se trata de informação privilegiada. Ligada a esta presunção, está o conceito de “mente corporativa”, inicialmente utilizado no Brasil pelo Conselheiro Marcos Davidovich, no contexto do Julgamento do Recurso nº 13264, em 25.09.2013, pelo Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CFRSN), referente ao Processo, CVM nº RJ2009/13459⁵³, o qual toma a mente da sociedade como uma só, de modo que o conhecimento por um dos sócios por ser imputado também aos demais. Embora a alegação de existência de barreiras de informação entre departamentos (*chinese walls*)⁵⁴ possa ser utilizado como contraindício do conhecimento da informação pelos demais setores, o entendimento do órgão é de que é necessário demonstrar a efetiva segregação das atividades para afastar a presunção aqui referida.⁵⁵

As demais presunções elencadas pelos incisos remanescentes se referem ao momento da negociação, estabelecendo um limite temporal à presunção de uso do administrador, no caso do artigo 13, inciso IV, e o período em que informações

⁵⁰ CAVALI, Marcelo Costenaro. **Insider Trading: repressão administrativa e penal do uso indevido de informação privilegiada**. São Paulo: Quartier Latin, 2022. p. 166; COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Instrução CVM n. 358, de 3 de janeiro de 2002**. Revogada. Art. 13.

⁵¹ BRASIL. **Resolução CVM nº 44, de 23 de agosto de 2021**. Art. 13, § 1º, I.

⁵² COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Processo Administrativo Sancionador CVM SP2013/94**. Reg. Col. 0191/2016. Acusado: Iwao Jouti. Rio de Janeiro. Diretor Relator: Gustavo Borba. Julgado em 14 de dezembro de 2017.

⁵³ BRASIL. Ministério da Fazenda. Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. Ministério da Economia. **Recurso n. 13264**. Rel. Cons. Marcos Davidovich, j. 25.09.2013. Brasília, 25 de setembro de 2013. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/crsfn/download.asp?arquivo=ACÓRDÃO CRSFN-10001-10.doc>. Acesso em: 08 jun. 2024.

⁵⁴ O Banco Central do Brasil (Resolução 2.624/99) define Chinese Walls como “Conjunto de procedimentos adotados por uma instituição financeira, ou conglomerado financeiro, com o objetivo de impedir o fluxo de informações privilegiadas e sigilosas para outros setores dessa instituição ou empresado mesmo grupo, de forma a evitar situações de conflitos de interesse”. (BANCO CENTRAL DO BRASIL. Resolução nº 2.624/99. Regula a constituição e o financiamento dos bancos de investimento. **Diário Oficial da União**. Brasília, 1994. Disponível em: http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/45083/Res_2624_v1_O.pdf. Acesso em: 2 abr. 2024).

⁵⁵ CAVALI, *op. cit.*, p. 170.

relacionadas a determinadas operações devem ser consideradas relevantes, determinado pelos incisos V e VI do mesmo artigo.

Contudo, cabe salientar que todas as presunções do § 1º do art. 13 são relativas e devem ser analisadas em conjunto com outros elementos que indiquem a prática ou não do ilícito, podendo ser, inclusive, utilizadas de forma combinada.⁵⁶

2.3.2 Esfera civil

No âmbito cível, a prática se encontra regulada a partir da perspectiva da responsabilização civil dos agentes, por meio dos arts. 155, 157 e 159 da LSA, da Resolução 44 da CVM, de 23 de agosto de 2021, e do art. 186 da Lei 10.406 (Código Civil).

Tendo em vista os referidos deveres dos administradores, o art. 159 da LSA prevê a ação de responsabilidade contra o administrador que causar prejuízos ao patrimônio da companhia⁵⁷, por cometer ilícito passível de reparação, haja vista a cláusula geral da responsabilidade civil constante do art. 186 do Código Civil.⁵⁸ Portanto, se constatada a violação aos seus deveres fiduciários, deve o administrador responder civilmente, exceto se for comprovado que agiu de boa-fé e visando ao interesse da companhia.⁵⁹

Ainda, o delito pode ser enfrentado por meio de ações coletivas para ressarcimento, as quais atuam como um mecanismo para redução de custos judiciais e economia processual, proporcionando maior acesso à justiça para aqueles que buscam indenização pelos prejuízos individuais sofridos ou por danos difusos causados ao mercado.⁶⁰ Destas ações, pode resultar a celebração de “termos de compromisso e ajustamento de conduta” (TAC), por meio do qual o Ministério Público Federal (MPF) e a CVM encerram os respectivos processos administrativos e ações civis públicas ou se abstêm de instaurá-los ou ajuizá-las, ressalvado que esse efeito não se concretize na esfera penal.

2.3.3 Esfera criminal

Por fim, na esfera penal, desde 2001 a prática também é considerada crime. A Lei 6.385/76 foi alterada para incluir o artigo 27-D, que prevê pena de 1 a 5 anos privativa de liberdade e multa para a conduta tipificada como a utilização de informação relevante ainda não divulgada, sobre a qual possua dever de sigilo,

⁵⁶ BRASIL. **Resolução CVM nº 44, de 23 de agosto de 2021**. Art. 13, § 2º.

⁵⁷ BRASIL. **Lei 6.404**. Art. 159. Compete à companhia, mediante prévia deliberação da assembléia-geral, a ação de responsabilidade civil contra o administrador, pelos prejuízos causados ao seu patrimônio.

⁵⁸ BRASIL. **Lei 10.406**. Art. 186. Aquele que, por ação ou omissão voluntária, negligência ou imprudência, violar direito e causar dano a outrem, ainda que exclusivamente moral, comete ato ilícito.

⁵⁹ BRASIL. **Lei 6.405**. LSA. Art. 159, § 6º O juiz poderá reconhecer a exclusão da responsabilidade do administrador, se convencido de que este agiu de boa-fé e visando ao interesse da companhia.

⁶⁰ PRADO, Viviane Muller; CAVALI, Marcelo Costenaro; RACHMAN, Nora; VILELA, Renato. **Insider Trading: Normas, Instituições e Mecanismos de Combate no Brasil**. 2. ed. Belo Horizonte: Arraes Editores, 2020. p. 59.

capaz de gerar vantagem ilícita para si ou para outrem mediante a negociação com valores mobiliários.⁶¹

O bem jurídico protegido, neste contexto, segundo Cavali,⁶² é a livre concorrência dos investidores no mercado de capitais, a qual é ferida pelo uso de informações privilegiadas. O detentor destas informações passa a concorrer em condições desleais com os demais negociadores, estando em posição de assimetria informacional.⁶³

Na esfera penal, assim como na administrativa, admite-se o uso de indícios e presunções. No julgamento do “Mensalão”, o ilustre Ministro Luiz Fux firmou o entendimento de que são as circunstâncias concretas, mesmo que indiciárias que permitem a conclusão pela condenação⁶⁴. Desta forma, a mera posse da informação privilegiada é insuficiente para a condenação, fazendo-se necessária a utilização desta informação. A prova deste uso compete à acusação, que, por sua vez, pode utilizar indícios para desincumbir-se deste ônus.⁶⁵

Apesar do advento da tipificação penal ao delito ter ocorrido em 2001, a primeira denúncia pela prática de *insider trading* foi oferecida somente em 2009, pelo Ministério Público Federal de São Paulo, decorrente do convênio firmado entre a CVM e o MPF para troca de informações em 2008. Desde então, foi reportada a existência de ao menos dez ações penais relacionadas ao ilícito. Consoante o entendimento do Supremo Tribunal de Justiça de que a prática de *insider trading* se trata de matéria de competência federal, todos estes casos correm ou correram na Justiça Federal.⁶⁶

3 CASOS EMBLEMÁTICOS E DESAFIOS À PREVENÇÃO DE INSIDER TRADING NO BRASIL

3.1 REPERCUSSÕES PRÁTICAS: LEADING CASES

As consequências deste fenômeno na esfera jurídica podem ser examinadas através de diversos exemplos conferidos pela jurisprudência pátria, tal como o Caso Perdigão-Sadia, o Caso OGX e o Caso JBS, os quais demonstram os impactos nocivos do *insider trading* não somente para a saúde da companhia e para seus

⁶¹ BRASIL. **Lei 6.385/76**. Art. 27-D. Utilizar informação relevante ainda não divulgada ao mercado, de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo, capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiro, com valores mobiliários:

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

⁶² CAVALI, Marcelo Costenaro. **Insider Trading: repressão administrativa e penal do uso indevido de informação privilegiada**. São Paulo: Quartier Latin, 2022. p. 201.

⁶³ VEGA GUTIÉRREZ, José Zamy. Mercado de valores y derecho penal. Abuso de información privilegiada bursatil: "Insider Trading". 2022 *apud* CAVALI, Marcelo Costenaro. **Insider Trading: repressão administrativa e penal do uso indevido de informação privilegiada**. São Paulo: Quartier Latin, 2022. p. 193.

⁶⁴ BRASIL. Supremo Tribunal Federal. **Ação Penal 470** – Minas Gerais. Relator: Ministro Joaquim Barbosa, 17 de dezembro de 2012. Brasília, DF: Supremo Tribunal Federal, dez. 2012. Disponível em: ftp://ftp.stf.jus.br/ap470/InteiroTeor_AP470.pdf. Acesso em: jul./ago. 2016.

⁶⁵ CAVALI, *op. cit.*, p. 211.

⁶⁶ PRADO, Viviane Muller; CAVALI, Marcelo Costenaro; RACHMAN, Nora; VILELA, Renato. **Insider Trading: Normas, Instituições e Mecanismos de Combate no Brasil**. 2. ed. Belo Horizonte: Arraes Editores, 2020. p. 64-65.

investidores, como, em maior escala, ao funcionamento e estabilidade do mercado como um todo.

O Caso Sadia-Perdigão possui especial relevância no cenário judiciário brasileiro, marcando o primeiro caso criminal nacional e único em que houve trânsito em julgado da sentença condenatória. Trata-se um caso instaurado em face de uma operação na qual a Sadia fez uma oferta pública para a aquisição voluntária das ações da Perdigão em circulação no mercado. Com informações ainda não divulgadas ao mercado sobre a operação de oferta pública da Sadia, o Diretor de Relações com Investidores (DRI), junto a um membro do Conselho de Administração da Sadia e um funcionário do ABNAmro, banco que assessorava a operação, negociaram *American Depositary Receipts* - ADRs (certificações de ações da companhia brasileira negociadas no mercado americano) da Perdigão na Bolsa de Valores de Nova Iorque (NYSE). As negociações de compra e venda dos papéis foram realizadas em nome de empresa estrangeira localizada em paraíso fiscal (*offshore*). O primeiro obteve um lucro estimado de US\$ 58,5 mil, o segundo de US\$ 139,1 mil e o terceiro de US\$ 51,6 mil.

A investigação deste caso emblemático teve início na *Securities Exchange Commission*- SEC, nos Estados Unidos, em 2007, onde os envolvidos fizeram acordo para encerrar os procedimentos no país. No Brasil, seguiu-se com o julgamento do PAS Nº SP2007/0117, na esfera administrativa, por meio do qual os dois administradores da companhia foram inabilitados para exercer cargos em companhias abertas pelo prazo de cinco anos, reduzidos a dois anos pela segunda instância, e o funcionário do banco celebrou TAC, com multa de R\$ 238 mil⁶⁷.

Na esfera penal, o caso teve sentença de primeira instância proferida em 2011, mediante a qual os réus foram condenados e foi aplicada pena de (i) 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 (ii) multa no valor de R\$ 349,7 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 do cumprimento da pena.

A pena de inabilitação foi posteriormente revertida por pena privativa de liberdade pelo TRF3, mantendo o pagamento de indenização por danos morais coletivos e as multas aplicadas.

Em análise pelo STJ, a 5ª Turma decidiu pela punição do DRI e pela extinção da punibilidade do membro do Conselho, em razão da prescrição (Resp n. 1569171). O STJ, em sua decisão, firmou o entendimento basilar de que é admissível o reconhecimento da maior culpabilidade do acusado, para fins de cálculo de pena, quando se tratar de informação privilegiada que eventualmente vier a ser utilizadas por Diretor de Relações com Investidor, dada a maior reprovabilidade de sua conduta.

Merece destaque também por seu largo impacto econômico e jurídico o Caso OGX, relativo à companhia homônima dedicada à exploração de petróleo. O acusado, que chegou a figurar como a oitava pessoa mais rica do mundo, teria

⁶⁷ PAS CVM nº SP2007/0117, julgado em 26.02.2008, Dir. Rel. Diretor Eli Loria.

utilizado, por duas vezes, informações privilegiadas através da negociação de valores mobiliários.

O acusado foi condenado pela 3ª Vara Criminal Federal do Rio de Janeiro por *insider trading* e manipulação de mercado na negociação de ações da companhia da qual era acionista controlador.⁶⁸ A sentença penal considerou que o réu teve conhecimento de um novo plano de negócios que contemplava significativa redução de investimentos em despesas gerais e administrativas, medidas de economicidade, monetização de ativos e reorganização societária, e, devido ao seu teor, eram potencialmente negativas para a companhia, segundo análises financeiras e técnicas de empresas de consultoria. Antes da divulgação de fatos relevantes relativos a estas medidas de economicidade, o acusado, por duas vezes, alienou ações da companhia no valor de quase R\$ 10 milhões.

Desta forma, pelo delito de *insider trading*, foi condenado a penal privativa de liberdade de quatro anos de reclusão e multa de três vezes o valor da vantagem ilícita obtida, no montante de R\$ 31.519.842, 00 (trinta e um milhões, quinhentos e dezenove mil, oitocentos e quarenta e dois reais). Pela prática de manipulação de mercado, foi condenado a quatro anos e sete meses de reclusão, além de 280 (duzentos e oitenta) dias-multa.

Ainda, o mesmo acusado do Caso OGX foi novamente condenado pela prática de *insider trading* e manipulação de mercado no Caso OSX. O réu teria alienado número considerável de ações da companhia ao adquirir conhecimento da situação financeira dramática da OSX, antes de que fosse divulgada ao público, para evitar prejuízos financeiros. Teria também induzido os demais investidores a erro, lançando perspectivas otimistas falsas sobre os negócios da companhia.

Por estes fatos, foi condenado, pelo delito de *insider trading* a quatro anos de reclusão e multa em três vezes o valor da vantagem ilícita obtida. Pelo delito de manipulação de mercado, foi condenado a pena de quatro anos e sete meses de reclusão, bem como ao pagamento de 280 (duzentos e oitenta) dias-multa.

Por fim, outra ação penal de especial relevância no cenário econômico e jurídico brasileiro é o Caso JBS⁶⁹, o qual decorreu da denúncia oferecida pelo Ministério Público Federal de São Paulo contra administradores de companhias do Grupo JBS. No caso em análise, os réus teriam manipulado ações de companhias do grupo, além de utilizar indevidamente informação privilegiada.

Antes da divulgação do acordo de colaboração premiada firmado entre o Procurador-Geral da República e os acusados, no qual implicavam ocupantes de cargos no alto-escalão do Governo Federal, inclusive o Presidente da República, Michel Temer, os acusados alienaram volume considerável de ações de companhias do grupo. Ainda, adquiriram contratos futuros de dólar e contratos a termo de dólar, cientes do efeito devastador que a divulgação do acordo produziria sobre a taxa de câmbio e valor das ações das companhias do grupo.

O conteúdo da delação se tratava de uma conversa entre o delator e o então presidente, a qual, ao vazar, teve enorme reação do mercado, causando a maior queda diária registrada do Ibovespa desde a crise de 2008, conhecida como “Joesley Day”⁷⁰. No dia 18 de maio de 2017, o índice fechou em queda de 8,8% e o

⁶⁸ BRASIL. Justiça Federal. **Ação Penal n. 0029174-94.2014.4.02.5101**. 3ª Vara Criminal Federal do Rio de Janeiro, 09 de fevereiro de 2021.

⁶⁹ BRASIL. **Ação Penal n. 0006243-26.2017.403.6181**, 6ª Vara Federal Criminal de São Paulo.

⁷⁰ ANDRADE, L. **Joesley Day**. Disponível em: <<https://inteligenciafinanceira.com.br/glossario-financeiro/joesley-day/>>. Acesso em: 12 jun. 2024.

dólar disparou mais de 8%, saindo da casa de R\$ 3,14 para R\$ 3,38, ocasionando o primeiro *circuit breaker* da bolsa brasileira desde a crise de 2008⁷¹.

Ao passo que ainda aguarda decisão na esfera penal, na esfera administrativa, foram instaurados três Processos Administrativos Sancionadores.⁷² Em outubro de 2023, foi concluído o julgamento dos PAS, com a absolvição dos empresários nas 3 acusações de *insider trading*, tendo sido fixada pena de multa à J&F Investimentos no montante de R\$ 500 mil (quinhentos mil reais) por ter negociado ações da JBS em período vedado por força do Programa de Recompra de Ações” da empresa.

O relator do caso, Otto Lobo argumentou em seu voto que a informação de que uma delação premiada estava em estudo não era sigilosa e ainda não tinha sido homologada. Além disso, disse que, na época, a holding fazia recompra de seus papéis para proteger as ações prejudicadas pela Operação Carne Fraca.

3.2 DESAFIOS E POSSÍVEIS MELHORIAS À PREVENÇÃO DO *INSIDER TRADING*

A partir da análise aqui realizada, conclui-se que existem diversos aspectos que podem e devem ser aprimorados a fim de aumentar a eficácia da prevenção do delito em discussão e minimizar os impactos causados por sua eventual prática.

A um, na análise dos casos tanto administrativos quanto penais, nota-se uma tendência forte de absolvição. Em seu voto no âmbito do PAS CVM n. 16/03, julgado em 08.11.2006, o Diretor Pedro Oliva Marcílio de Sousa ressaltou o efeito nocivo do alto número de absolvições na CVM, enfatizando a necessidade de redução. Nesse sentido, destacou o ilustre Diretor que o fenômeno causa uma impressão de baixa efetividade do órgão e, conseqüentemente, de impunidade aos envolvidos com a prática, dada a perda da credibilidade da autoridade sancionatória.

Um dos motivos apontados no voto para o número excessivo de absolvições é a existência de falhas acusatórias, incluindo a inexistência de prova, utilização excessiva de pressuposições, interpretação das regras de direito material em sentido diverso da comumente aceita pelo Colegiado. Por esse motivo, a solução apontada pelo Diretor é que,

na ausência de provas ou de um direito material que reprima a conduta, não seja feita a acusação. [...] Ou então, alterem-se as regras e acuse-se do descumprimento da nova regra apenas por fatos ocorridos após a sua entrada em vigor (PAS CVM n. 16/03).

A respeito da referida severa dificuldade probatória do *insider trading*, igualmente se faz necessário a expansão dos mecanismos utilizados na detecção do delito. Uma das formas aqui sugeridas para isto é a implementação normativa de um sistema de *red flags*, as quais funcionariam como um *checklist* para a autoridade competente.

⁷¹ FIGO, A. **Joesley Day**: a delação que colocou em xeque a agenda de reformas e fez o Ibovespa derreter mais de 10%. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/mercados/joesley-day-a-delacao-que-colocou-em-xeque-a-agenda-de-reformas-e-fez-o-ibovespa-derreter-mais-de-10/>. Acesso em: 12 jun. 2024.

⁷² COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Parecer do Comitê de Termo de Compromisso**. PAS CVM 19957.005390/2017-90, PAS CVM 19957.003549/2018-12; PAS CVM 19957.005388/2017-11. 2018.

Diversos órgãos reguladores do mercado de capitais já empregam sistemas de red flags para a detecção de movimentos suspeitos na negociação de valores mobiliários, como a Investment Industry Regulatory Organization of Canada (IIROC). A autoridade canadense utiliza uma lista de atividades que indicam possível atividade de *insider trading*, recomendando que os agentes do mercado de capitais estejam atentos a estas *red flags* e treinem seus funcionários para observar e reportar qualquer atividade suspeita às autoridades responsáveis.⁷³

Alguns pontos importantes da lista da autoridade canadense que poderiam ser adotados no Brasil incluem: (i) mudanças abruptas no padrão de negociações na conta de um *insider*; (ii) compra ou venda imediata de um valor significativo por uma conta de um *insider* nova; (iii) uma conta de um *insider* gerando lucro significativo em uma virada abrupta no valor das ações ou liquidando grande parte de suas ações e as readquirindo rapidamente a um valor mais favorável; (iv) novas contas, potencialmente *insiders* secundários ou laranjas, adquirindo e rapidamente alienando porção significativa das ações da companhia; e (v) padrão consistente de lucros por uma conta com porção significativa de ações logo antes da publicização de um fato relevante.

Por fim, acredita-se aqui que, embora exista uma estrutura institucional no Brasil para combater a prática do *insider trading*, as penalidades existentes, inclusive no âmbito penal, não possuem o efeito repressivo pretendido. Nesse sentido, tomando como base a Teoria da Pena, positivada no art. 59 do Código Penal,⁷⁴ temos que o caráter da pena, de acordo com o ensinamento de Rogério Greco, tem por objetivo tanto a reprovação ao descumprimento da norma penal (teoria absoluta da pena ou teoria retributiva da pena), quanto a prevenção da ocorrência de novos delitos (teoria relativa da pena).⁷⁵

Com isto, se faz necessário a imposição de penas que sejam capazes de mitigar a cultura de corrupção fortemente enraizada no cenário brasileiro, não somente demonstrando a alta reprovabilidade da prática de *insider trading* em razão da violação ao Interesse Público, mas também exerçam caráter preventivo geral a novas ocorrências. Para isto, acredita-se que seja necessário o aumento do limite da pena privativa de liberdade e do valor das multas aplicadas, a fim de tanto o sujeito já condenado quanto outros *insiders* vejam a consequência de praticar aquele delito e evite delinquir.

4 CONCLUSÃO

Durante as últimas décadas, houve um considerável esforço para a melhoria na prevenção do delito de *insider trading*. Visando proteger os investidores e a confiança que move o mercado de capitais, nosso ordenamento jurídico vêm dando gradualmente mais ênfase à coibição de sua prática. Tendo em vista o papel crucial do mercado acionário para o desenvolvimento econômico equilibrado do país, legislação brasileira passou a criminalizar o *insider trading*, deixando de ser apenas

⁷³ IIROC. **The Investment Industry Regulatory Organization of Canada**. Disponível em: <https://www.iiroc.ca/node/16841>. Acesso em: 11 mar. 2024.

⁷⁴ BRASIL. **Lei 2.848**. Art. 59 – O juiz, atendendo à culpabilidade, aos antecedentes, à conduta social, à personalidade do agente, aos motivos, às circunstâncias e consequências do crime, bem como ao comportamento da vítima, estabelecerá, conforme seja necessário e suficiente para reprovação e prevenção do crime.

⁷⁵ GRECO, Rogério, **Curso de Direito Penal, Parte Geral**. Volume 1. 18. ed. rev. ampl. e atual. Niterói: Impetus, 2016. p. 587.

vedado nas esferas administrativa e civil, e vem aumentando a gama de instrumentos disponíveis para sua punição.

Nesse sentido, merece destaque a evolução da terminologia concernente à prática de *insider trading* no cenário brasileiro. O refinamento do conceito basilar de *insider trading* foi crucial para estabelecer um entendimento comum entre os reguladores, empresas e *players* do mercado, fechando lacunas legais que acabavam por permitir que certos agentes permanecessem impunes. Ainda, a maior clareza nos conceitos de fato relevante e o que constitui informação privilegiada permitiu a aplicação mais rigorosa das leis, resultando em um aumento das condenações e penalidades impostas. Em mesmo sentido, a ampliação da figura dos *insiders* permitiu que fossem alcançados não apenas os *insiders* primários, como executivos e diretores, mas também os secundários, como consultores e terceiros que obtêm informações privilegiadas. Com o aprimoramento da terminologia, foi possível também aplicar entendimento mais claro e uniforme dos deveres fiduciários dos administradores e responsabilizar mais eficazmente aqueles que violam essas obrigações. Deste modo, a evolução dos conceitos foi essencial para o desenvolvimento de mecanismos mais eficazes de prevenção e detecção de *insider trading*, promovendo um ambiente de negócios mais justo e transparente.

Destaca-se também na evolução de nosso sistema jurídico sobre o combate do *insider trading* a expansão da regulamentação acerca da matéria. Conforme referido, apesar de vedado desde 1976 no Brasil, a criminalização da conduta na esfera penal ocorreu apenas em 2001, o que inegavelmente contribuiu para conferir maior severidade à punição do ilícito. Neste diapasão, a tipificação do *insider trading* como crime, com penas privativas de liberdade (de 1 a 5 anos) e multas, acrescenta uma dimensão de severidade que vai além das sanções administrativas e cíveis, considerando que a ameaça de prisão exerce um forte efeito dissuasório sobre potenciais infratores.

Ademais, a possibilidade de utilização de indícios e presunções na fase investigativa, tanto no meio administrativo quanto penal, ampliou o leque probatório na investigação do delito, em face da quase impossibilidade de prova direta, permitindo que casos complexos de *insider trading* sejam perseguidos mesmo na ausência de provas diretas.

Entretanto, apesar dos significativos avanços na regulamentação, a prática do *insider trading* ainda é frequente no Brasil, impactando negativamente o cenário econômico, jurídico e ético. Conforme abordado anteriormente neste estudo, pode-se concluir que os desafios à prevenção do *insider trading* se concentram em três principais áreas: investigativa, regulatória, punitiva.

A dificuldade investigativa é derivada da larga dificuldade probatória deste tipo de ilícito, dada a natureza sigilosa e dissimulada dessas práticas. Propõe-se aqui que esta tribulação poderia ser mitigada pela adoção de um sistema de *red flags*, semelhante ao empregado por órgãos reguladores internacionais, como o canadense IIROC. Este sistema funcionaria como um checklist para identificar movimentos suspeitos no mercado de capitais, baseando-se em indicadores como mudanças repentinas no padrão de negociações, lucros significativos em curtos períodos, e operações suspeitas logo antes de anúncios relevantes ao mercado.

A segunda área de dificuldade refere-se falta de homogeneidade na tomada de decisões regulatórias. A aplicação de diferentes mecanismos e critérios por parte dos órgãos regulatórios acaba por criar uma incerteza sobre a gravidade da conduta e severidade da punição no Brasil. Deste modo, a diversidade de procedimentos e orientações tende a enfraquecer o efeito repressivo necessário para desincentivar a

prática do *insider trading*. Com base na Teoria da Pena, entende-se que as sanções deveriam servir tanto para reprovar a conduta quanto para prevenir a reincidência. Para fortalecer esse aspecto preventivo e retributivo, sugere-se o aumento das penas privativas de liberdade e dos valores das multas, de modo a desencorajar sua prática de modo eficaz.

Por fim, observou-se que a dificuldade punitiva na forte tendência absolutória em casos administrativos e penais aponta para a percepção de impunidade e baixa efetividade da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) do Brasil. Isso ocorre, em parte, devido a falhas acusatórias como a falta de provas concretas, excesso de presunções e interpretações divergentes do direito material pelo colegiado. Sendo assim, recomenda-se que acusações só sejam feitas quando houver provas robustas ou que o direito material seja reforçado para reprimir condutas inadequadas, aplicando-se as novas regras apenas a fatos posteriores à sua vigência.

Haja vista todo o exposto, em face dos desafios e complexidades apresentados, enfatiza-se a importância de uma abordagem multifacetada para enfrentar o delito de *insider trading* e desestimular a corrupção endêmica no cenário brasileiro. Nesse sentido, a evolução dos conceitos e normas deve ser acompanhada de uma mudança cultural que valorize a transparência e a equidade, desincentivando práticas que comprometem a confiança no sistema financeiro. Portanto, cabe às instituições e aos profissionais envolvidos na operação e supervisão do mercado de capitais brasileiro o comprometimento com a constante busca por melhorias e a implementação de medidas que não apenas punam, mas que principalmente previnam a ocorrência de *insider trading*, garantindo assim a credibilidade e a estabilidade necessárias para o desenvolvimento econômico sustentável do país.

REFERÊNCIAS

AGENDA ANBIMA E B3. **Mercado de Capitais: Caminho para o desenvolvimento**. 2018. Disponível em:

https://www.anbima.com.br/data/files/96/25/43/1A/5845661086B1AE5678A80AC2/R elatorio-Agenda-Mercado-de-Capitais-ANBIMA-B3-Digital_1_.pdf. Acesso em: 4 out. 2023.

ANDRADE, L. **Joesley Day**. Disponível em:

<https://inteligenciafinanceira.com.br/glossario-financeiro/joesley-day/>. Acesso em: 12 jun. 2024.

ANDREZO, Andrea Fernandes. A necessidade de maior transparência das informações e orientação dos investidores para o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários. **Revista da CVM**, Rio de Janeiro, n. 30, p. 23-28, dez. 1999.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Resolução no 2.624/99. Regula a constituição e o financiamento dos bancos de investimento. **Diário Oficial da União**. Brasília, 1994. Disponível em: http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/45083/Res_2624_v1_O.pdf. Acesso em: 2 abr. 2024.

BLACK, Bernard S. *Strengthening Brazil's Securities Markets*. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, n. 120, ano XLVI, p. 43, jul./set. 2007.

BRASIL. Constituição da República Federativa do Brasil, de 5 de outubro de 1988. Brasília, 1988. **Diário Oficial da União**. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Constituicao/ConstituicaoCompilado.htm. Acesso em: 24 mar. 2024.

BRASIL. **Decreto-Lei nº 2.848, de 7 de dezembro de 1940**. Código Penal.

Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/del2848.htm. Acesso em: 24 mar. 2024.

BRASIL. **Decreto-Lei n. 3.689, de 3 de outubro de 1941**. Código de Processo Penal.

Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/del3689.htm. Acesso em: 10 mar. 2024.

BRASIL. Justiça Federal. **Ação Penal n. 0029174-94.2014.4.02.5101**. 3ª Vara Criminal Federal do Rio de Janeiro, 09 de fevereiro de 2021.

BRASIL. Justiça Federal. **Ação Penal n. 0006243-26.2017.403.6181**. 6ª Vara Federal Criminal de São Paulo.

BRASIL. **Lei 6.385, de 7 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em:

https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm. Acesso em: 4 out. 2023.

BRASIL. **Lei 6.404, de 15 de dezembro 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm. Acesso em: 4 out. 2023.

BRASIL. **Lei 6.405, de 15 de dezembro de 1977.** Retifica sem ônus a Lei número 6.279, de 9 de dezembro de 1975, que “Estima a Receita e fixa a Despesa da União para o exercício financeiro de 1976”. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/1970-1979/l6405.htm. Acesso em: 18 mar. 2024.

BRASIL. **Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001.** Altera e acrescenta dispositivos na Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/leis_2001/l10303.htm. Acesso em: 16 mar. 2024

BRASIL. **Lei 10.406, de 10 de janeiro de 2002.** Institui o Código Civil. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/l10406compilada.htm. Acesso em: 4 out. 2023.

BRASIL. **Lei nº 13.105, de 16 de março de 2015.** Código de Processo Civil. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2015/lei/l13105.htm#:~:text=LEI%20N%C2%BA%2013.105%2C%20DE%2016%20DE%20MAR%C3%87O%20DE%202015.&text=C%C3%B3digo%20de%20Processo%20Civil.&text=Art.%201%C2%BA%20O%20processo%20civil,se%20as%20di%20sposi%C3%A7%C3%B5es%20deste%20C%C3%B3digo.. Acesso em: 25 mar. 2024.

BRASIL. Ministério da Fazenda. Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. Ministério da Economia. **Recurso n. 13264.** Rel. Cons. Marcos Davidovich, j. 25.09.2013. Brasília, 25 de setembro de 2013. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/crsfn/download.asp?arquivo=ACÓRDÃO CRSFN-10001-10.doc>. Acesso em: 08 jun. 2024.

BRASIL. **Resolução CVM nº 44, de 23 de agosto de 2021.** Dispõe sobre a divulgação de informações sobre ato ou fato relevante, a negociação de valores mobiliários na pendência de ato ou fato relevante não divulgado e a divulgação de informações sobre a negociação de valores mobiliários, e revoga as Instruções CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002, nº 369, de 11 de junho de 2002, e nº 449, de 15 de março de 2007. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/resolucoes/anexos/001/resol044.pdf>. Acesso em: 4 out. 2023.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. **REsp 1569171/SP**, Rel. Ministro GURGEL DE FARIA, QUINTA TURMA, julgado em 16/02/2016, DJe 25/02/2016.

BRASIL. Supremo Tribunal Federal. **Ação Penal 470.** Minas Gerais. Relator: Ministro Joaquim Barbosa, 17 de dezembro de 2012. Brasília, DF: Supremo Tribunal Federal, dez. 2012. Disponível em: ftp://ftp.stf.jus.br/ap470/InteiroTeor_AP470.pdf. Acesso em: jul./ago. 2016.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei das Sociedades Anônimas.** 4. ed. São Paulo. Saraiva, 2009. v. 3.

CAVALI, Marcelo Costenaro. **Insider Trading:** repressão administrativa e penal do uso indevido de informação privilegiada. São Paulo: Quartier Latin, 2022.

COFFEE JR., John C. Law and the Markets: The Impact of Enforcement. **Columbia Law and Economics Working Paper**, n. 304, p. 8, 2007.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Extrato da Sessão de Julgamento do Processo Administrativo SP2013/094**. Diretor Relator: Gustavo Borba. Rio de Janeiro, 14 de dezembro de 2017. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2017/SP2013094_lwao_Jouti_2.pdf. Acesso em: 11 mar. 2024.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Extrato de Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 19957.005388/2017-11**. Acusados: Wesley Mendonça Batista, JBS S.A., Seara Alimentos Ltda., e Eldorado Brasil Celulose S.A. ("JBS"). Relator: Diretor Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo. Rio de Janeiro. Julgado em 31 de outubro de 2023. Ementa: Apurar eventual responsabilidade por operações com uso de práticas não equitativas, em violação à Instrução CVM nº 8/1979, II, alínea "d". Absoluções. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2023/>. Acesso em: 08 jun. 2024.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Extrato de Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 19957.005390/2017-90**. Acusados: Joesley Mendonça Batista J&F Investimentos S.A. (sucessora da FB Participações S.A.) Wesley Mendonça Batista. Dir. Rel. Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo. Rio de Janeiro. Julgado em 31 de outubro de 2023. Ementa: Apuração de eventual manipulação de preços, uso indevido de informação privilegiada, negociação de ativos em período vedado, violação ao dever de lealdade e abuso de poder de controle, em negócios da JBS S.A. e FB Participações S.A. com ações de emissão da JBS S.A. Multa e absolvições. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2023/SEI_19957005390_2017_90.pdf. Acesso em: 08 jun. 2024.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Instrução CVM n. 358, de 3 de janeiro de 2002**. Revogada.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Processo Administrativo Sancionador CVM nº SP2007/0117**. Acusado: Romano Ancelmo Fontana Filho. Dir. Rel. Diretor Eli Loria. Rio de Janeiro. Julgado em 26 de fevereiro de 2008. Ementa: O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios, sendo-lhe vedado a utilização de informação relevante ainda não divulgada. É vedado ao administrador valer-se da informação relevante para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários. Inabilitação temporária. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2008/20080226_PAS_SP20070117.pdf. Acesso em: 09 mar. 2024.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Processo Administrativo Sancionador CVM nº 19957.003549/2018-12**. Acusados: Emerson Fernandes Loureiro, Joesley Mendonça Batista e J&F Participações S.A. ("JBS"). Relator: Diretor Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo. Rio de Janeiro. Julgado em 31 de outubro de 2023. Ementa: Apuração de operações com contratos derivativos de

taxas de juros, com eventual uso de práticas não equitativas, em infração à Instrução CVM nº 8/1979, II, “d”. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/2023/20231031_PAS_19957003549201812.html. Acesso em: 08 jun. 2024.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Processo Administrativo Sancionador CVM RJ 2009/13459**. Recurso(s) Voluntário(s). Recorrente: Crédit Suisse International e Crédit Suisse Próprio Fundo de Investimento em Ações. Recorrida: Comissão de Valores Mobiliários. Rio de Janeiro. Relator: Alessandro Broedel Lopes. Julgado em: 30 de novembro de 2010. Ementa: Recurso(S) Voluntário(S) – Mercado de valores mobiliários – Fundos de investimento - Utilização de informação privilegiada - Negociação de ações realizada de forma indutora de desequilíbrio ou desigualdade em face dos demais participantes das operações – Inexistência de efetiva estrutura de segregação de atividades (*chinese wall*) no âmbito do conglomerado -Irregularidades caracterizadas - Apelos voluntários a que se nega provimento. Penalidade(s): Multa Pecuniária. Base Legal: Lei nº 6.385/76, art.11, inciso II. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexo>. Acesso em: 08 jun. 2024.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Processo Administrativo Sancionador CVM SP2013/94**. Reg. Col. 0191/2016. Acusado: Iwao Jouti. Rio de Janeiro. Diretor Relator: Gustavo Borba. Julgado em 14 de dezembro de 2017. Assunto: Apurar eventual responsabilidade de Iwao Jouti por negociar com valores mobiliários de posse de informações relevantes ainda não divulgadas ao mercado, conduta vedada pelo §4º do art. 155 da Lei nº 6.404/76 combinado com art.13 da Instrução CVM nº 358/02. Disponível em: https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/anexos/2017/20171214_PAS_SP20130094_Iwao_Jouti_OGX_Relatorio_Diretor_Gustavo_Borba.pdf-edbfef9901ad491194308ce04dc7fb79. Acesso em: 08 jun. 2024.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 16/03**. Relator: Pedro Oliva Marcilio de Sousa. São Paulo. Julgado em 08 de novembro de 2006. Ementa: Imputações de manipulação de preços no mercado de valores mobiliários, em infração à Instrução CVM nº 08/79; não apresentação das fichas cadastrais dos titulares de ações CEG ON, em infração ao § 3º do artigo 3º da Instrução CVM nº 220/94; falta de diligência na defesa dos interesses dos cotistas de clube de investimentos e na regularização do cadastro desses cotistas perante a CLC, em infração à Instrução CVM nº 40/84; embaraço à fiscalização da CVM em infração à alínea “a”, do item II, da Instrução CVM nº 18/81. Absolvção. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2006/20061108_PAS_1603.pdf. Acesso em: 08 jun. 2024.

EIZIRIK, Nelson Laks; NETTO, Horácio de Mendonça. O Privilegiamento de Informações e o Caso Petrobrás. **Revista Brasileira de Mercado de Capitais**, Rio de Janeiro, v. 4, n. 10, p. 11-12, jan./abr. 1978.

EIZIRIK, Nelson Laks; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais – regime jurídico**. 2. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

FIGO, A. **Joesley Day: a delação que colocou em xeque a agenda de reformas e fez o Ibovespa derreter mais de 10%**. Disponível em: <<https://www.infomoney.com.br/mercados/joesley-day-a-delacao-que-colocou-em-xeque-a-agenda-de-reformas-e-fez-o-ibovespa-derreter-mais-de-10/>>. Acesso em: 12 jun. 2024.

GRECO, Rogério, **Curso de Direito Penal, Parte Geral**. Volume 1. 18. ed. rev. ampl. e atual. Niterói: Impetus, 2016.

IIROC. **The Investment Industry Regulatory Organization of Canada**. Disponível em: <https://www.iiroc.ca/node/16841>. Acesso em: 11 mar. 2024.

JACKSON, Howell; ROE, Mark J. Public and private enforcement of securities laws: Resource-based evidence. **Journal of Financial Economics**, v. 93, n. 2, p. 207-238, 2009.

MUSSNICH, Francisco Antunes Maciel. **O Insider Trading no Direito Brasileiro**. São Paulo: Saraiva, 2017.

PRADO, Viviane Muller; CAVALI, Marcelo Costenaro; RACHMAN, Nora; VILELA, Renato. **Insider Trading: Normas, Instituições e Mecanismos de Combate no Brasil**. 2. ed. Belo Horizonte: Arraes Editores, 2020.

REIS, Célia; SANTOS, Felipe. Divulgação de Informação. **Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários**, Lisboa, CMVM, n. 28, p. 182, dez. 2007.

RODRIGUES, Sofia Nascimento. **Proteção dos Investidores em Valores Mobiliários**. Coimbra: Almedina, 2001.

SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe. A Racionalidade Econômica do Combate ao Insider Trading: Assimetria de Informação e Dano ao Mercado. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, n. 147, ano XLVI, p. 43, jul./set. 2007.

VERLOZA, Antonio Carlos. **Processos sancionadores nos mercados financeiros e de capitais – BACEN e CVM**. Rio de Janeiro: Renovar, 2012.



Pontifícia Universidade Católica do Rio Grande do Sul
Pró-Reitoria de Graduação e Educação Continuada
Av. Ipiranga, 6681 - Prédio 1 - 3º. andar
Porto Alegre - RS - Brasil
Fone: (51) 3320-3500 - Fax: (51) 3339-1564
E-mail: prograd@pucrs.br
Site: www.pucrs.br