



Fundação Educacional do Município de Assis  
Instituto Municipal de Ensino Superior de Assis  
Campus "José Santilli Sobrinho"

**PEDRO DE FREITAS FERREIRA**

***INSIDER TRADING:*** O USO INDEVIDO DE INFORMAÇÕES  
PRIVILEGIADAS NO MERCADO DE CAPITAIS

**Assis/SP**

**2017**



Fundação Educacional do Município de Assis  
Instituto Municipal de Ensino Superior de Assis  
Campus "José Santilli Sobrinho"

**PEDRO DE FREITAS FERREIRA**

***INSIDER TRADING*: O USO INDEVIDO DE INFORMAÇÕES  
PRIVILEGIADAS NO MERCADO DE CAPITAIS.**

Monografia apresentada ao Departamento do curso de Direito do IMESA (Instituto Municipal de Ensino Superior), como requisito para a conclusão de curso, sob a Orientação específica do Prof. Ms. Fernando Antônio Soares de Sá Júnior e Orientação Geral do Prof. Dr. Rubens Galdino da Silva.

**Orientando:** Pedro de Freitas Ferreira

**Orientador:** Prof. Ms. Fernando Antônio Soares de Sá Júnior.

**Assis/SP  
2017**

## FICHA CATALOGRÁFICA

F383i FERREIRA, Pedro de Freitas.

Insider Trading: o uso indevido de informações privilegiadas no mercado de capitais / Pedro de Freitas Ferreira. -- Assis, 2017.

50 p.

Trabalho de conclusão do curso (Direito). – Fundação Educacional do Município de Assis-FEMA

Orientador: Ms. Fernando Antônio Soares de Sá Júnior

1. Crimes Financeiros.      2. Mercado de Capitais.

CDD 341.554

***INSIDER TRADING: O USO INDEVIDO DE INFORMAÇÕES  
PRIVILEGIADAS NO MERCADO DE CAPITAIS.***

**PEDRO DE FREITAS FERREIRA**

Trabalho de Conclusão de Curso  
apresentado ao Instituto Municipal de  
Ensino Superior de Assis, como requisito do  
Curso de Graduação, avaliado pela seguinte  
comissão examinadora:

**Orientador:** \_\_\_\_\_  
Prof. Ms. Fernando Antônio Soares de Sá Júnior.

**Examinador:** \_\_\_\_\_  
Prof. Ms. Leonardo de Gênova.

Assis/SP  
2017

## AGRADECIMENTOS

À minha família, base do meu esforço e do meu caráter.

À Isadora, minha companheira de todas as horas e a quem devo muito por todo o amor, compreensão e, acima de tudo, pela força que me dá, através de seu próprio exemplo.

Aos sócios Leandro e Fernando, do escritório Almeida & Volpato - Sociedade de Advogados, não só pelas oportunidades e lições na advocacia nesse último ano, mas pelos grandes amigos que são.

Ao Prof. Fernando Antônio Soares de Sá Júnior, orientador paciente, que, com muita atenção, me auxiliou na elaboração deste trabalho.

Aos amigos Rafael Vaz Rocha e Victor Terçarioli, pelo incentivo ao longo do curso e de toda minha vida.

## RESUMO

Com o fortalecimento da economia mundial em virtude da globalização, tivemos um crescimento acelerado de empresas constituídas sob a forma anônima, colocando premissas essenciais do mundo dos negócios, como a manutenção de relações éticas e o próprio firmamento de contratos em risco. Assim, o presente trabalho acadêmico visa demonstrar os casos de uso indevido de informações privilegiadas no mercado de capitais, de maneira a verificar a eficácia da lei no tocante às sanções previstas para esta forma específica de crime financeiro. Realiza-se, num primeiro momento, uma passagem histórica dentro do contexto econômico nacional frente à globalização, com posterior análise desta atividade no ordenamento jurídico vigente, através de seus mecanismos de repressão e sua real efetividade dentro do Mercado de Capitais. Por fim, com um breve panorama dos casos de *Insider Trading* no mercado financeiro nacional, realiza-se a verificação das características e configurações deste tipo de ilícito frente à ordem econômica, bem como uma análise de sua real efetividade no tocante ao combate desta prática, tendo em vista a nítida interação entre as normas jurídicas e a transformação do ambiente social nestes casos, salientando sua importância para o desenvolvimento econômico e social.

**Palavras-chave:** *Insider Trading*; Uso Indevido de Informação Privilegiada; Mercado de Capitais; Crimes Financeiros.

## ABSTRACT

With the strengthening of the world economy due to globalization, we had na accelerated growth of companies established in anonymous form, placing essential premises of the business world, like the maintenance of ethical relations and the firmament of contracts at risk. Therefore, the present academic research aims to demonstrate cases of insider trading inside the capital market, in order to verify the effectiveness of the law regarding the sanctions provided for this specific form of financial crime. In first instance, a historical passage is made within the national economic context, from the perspective of globalization, with subsequent analysis of this activity in the current legal system, through its mechanisms of reprimand and its real effectiveness within the Capital Market. Finally, with a brief overview of Insider Trading cases in the nacional financial market, where the characteristics and configurations of this type of crime are verified observing the economic order, as well as an analysis of its real effectiveness in combating this practice, owing to the clear interaction between the law and the transformation of the social environment in these cases, emphasizing their importance for economic and social development.

**Keywords:** Insider Trading; Misuse of Privileged Information; Capital Market; Financial Crimes.

## SUMÁRIO

<b>1. INTRODUÇÃO</b> .....	9
<b>CAPÍTULO 1 – O CONTEXTO ECONÔMICO DO MERCADO DE CAPITAIS</b> .....	11
1.1. A NOVA ORDEM ECONÔMICA FRENTE À GLOBALIZAÇÃO.....	11
1.2. O MERCADO DE CAPITAIS. ....	14
<b>CAPÍTULO 2 – A FIGURA DO <i>INSIDER TRADING</i> NO ORDENAMENTO JURÍDICO BRASILEIRO</b> . ....	17
2.1. CONCEITO DE <i>INSIDER TRADING</i> . ....	17
2.2. A REGULAMENTAÇÃO DO MERCADO PELA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS E A LEI N. 6.385/76. ....	21
2.3. LEI N. 6.404/76 – LEI DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS.....	24
<b>CAPÍTULO 3 – MECANISMOS DE REPREENSÃO AO <i>INSIDER TRADING</i> E SUA EFETIVIDADE</b> .....	27
3.1. LEI N. 10.303/01. ....	27
3.1.1 O Caso Sadia-Perdigão e a Aplicação da Lei n. 10.303/01.....	31
3.2. A EFETIVIDADE NO COMBATE AO <i>INSIDER TRADING</i> .....	41
<b>4. CONSIDERAÇÕES FINAIS</b> .....	46
<b>REFERÊNCIAS</b> .....	50

## 1. INTRODUÇÃO

O *Insider Trading* é o nome originário do direito americano, e adotado pelo legislador, utilizado para caracterizar o uso indevido de informações privilegiadas para a negociação de valores mobiliários, que ainda não são de conhecimento público. Trata-se de uma conduta que está presente há muitos anos no mercado financeiro, sendo, inclusive, tratada por diversas pessoas como uma prática normal e habitual dentro dos mercados de capitais pela frequência em que ocorre.

Com o advento de uma economia de escala global e o crescimento das organizações constituídas sob a forma de sociedades anônimas, a prática desta atividade se tornou cada vez mais alvo de estudos e críticas dentro do ambiente econômico, já que se trata de um crime financeiro com efeitos potencialmente prejudiciais de diversas naturezas, trazendo efeitos negativos a todo mercado.

A repressão a determinadas operações de mercado, tais como as negociações com o uso de informações privilegiadas, pressupõe o fundamento de se manter uma visão global e prospectiva das operações dentro do mercado financeiro, levando em consideração razões de ordem ética, estimulando um acesso equânime às informações referentes a atos e fatos relevantes ocorridos no âmbito das companhias.

Convém que se esclareça, desde logo, que não se delimita o ilícito na simples prática do ato de uma operação ser realizada por um *Insider*, mas sim o revestimento deste ato com determinadas características próprias que a constituirão em um ilícito.

A prática deste ilícito, ou seja, o uso indevido de informação privilegiada, é tipificada nas searas cível, penal e administrativa, sendo o órgão competente para atuar nesta última a Comissão de Valores Mobiliários, já que lhe incumbe o dever de fiscalizar o mercado de capitais.

Referida prática é de interesse geral em virtude de seus reflexos dentro do Sistema Financeiro Nacional. Sob esta ótica, mesmo com todo o esforço legal em função de coibir e afastar tal prática, a comprovação deste ilícito é de extrema dificuldade em virtude das características específicas de cada caso que envolve a prática de *Insider Trading*.

Neste sentido, o presente estudo visa demonstrar que a repressão a estas atividades ilícitas poderiam gerar muito mais benefícios e eventuais contribuições ao mercado do que já o fazem, com o intuito de tornar cada vez mais ampla e completa a divulgação das informações relevantes e modificadoras da vida societária, não permitindo que determinadas pessoas consigam intervir no mercado em condições de superioridade, gerando uma insegurança jurídica e econômica em relação ao público em geral, que por sua vez demonstra cada vez mais uma cobrança por uma maior eficácia do sistema normativo no combate aos crimes contra os interesses da sociedade na esfera econômica.

Assim, feitas estas descrições necessárias ao entendimento preliminar desta conduta, iniciaremos o presente trabalho descrevendo o contexto econômico em que o Mercado de Capitais está inserido abrangendo, para tanto, os reflexos da globalização em sua dinâmica estrutural.

Posteriormente, estendemos o assunto à figura do *Insider Trading* no ordenamento jurídico vigente discorrendo sobre o conceito propriamente dito da conduta e, também, sobre a regulamentação do mercado vista sob a ótica da Lei n. 6.385/76 e da Lei n. 6.404/76.

Na sequência, abordaremos os mecanismos de repressão ao *Insider Trading* através das mudanças originadas pelo advento da Lei n. 10.303/01, bem como seu reflexo no caso Sadia-Perdigão, com posterior crítica à real efetividade do controle deste comportamento delituoso frente à legislação vigente, demonstrando alguns elementos essenciais sobre esta estrutura em desenvolvimento, abordando, por fim, de uma maneira geral, o panorama da utilização indevida de informações privilegiadas dentro do Mercado de Capitais.

## **CAPÍTULO 1 – O CONTEXTO ECONÔMICO DO MERCADO DE CAPITAIS**

### **1.1. A NOVA ORDEM ECONÔMICA FRENTE À GLOBALIZAÇÃO**

Procurando analisar o contexto em que está inserido nosso mercado de capitais, inicialmente, se mostra necessário demonstrar que as mudanças na ordem econômica estão cada vez mais interligadas em um cenário de prosperidade e avanço constante mundo afora.

No começo do século XXI, as nações estão mais intimamente ligadas do que antes, por meio do comércio de bens e serviços, dos fluxos de moeda e do investimento nas demais economias (KRUGMAN, 2010).

A chamada nova ordem econômica, portanto, formou-se, principalmente, através da difusão do conhecimento em um processo de globalização veloz e contínuo. É assim que surge uma nova estrutura que atua de maneira integrada, abrangendo diversas economias internacionais, mostrando a importância crescente do mercado internacional de capitais, reduzindo cada vez mais as fronteiras físicas internacionais.

Este novo ambiente econômico, portanto, é baseado em aspectos da própria globalização, onde temos fortes vínculos econômicos entre as mais diversas nações globais, ainda que distantes fisicamente mostram-se extremamente próximas no aspecto mercantil.

Nota-se que o progresso econômico através deste processo de globalização pode ser compreendido pelo aprofundamento internacional da integração econômica, cultural, social e política, tendo por elemento catalisador o incremento nos meios de comunicação.

Em suma, a experiência histórica sugere que o principal mecanismo que permite a convergência entre países é a difusão do conhecimento, tanto no âmbito internacional quanto no doméstico (PIKETTY, 2010, p. 86).

Dentro deste contexto, o capital como forma de riqueza desempenhou ao longo da história um papel fundamental e complementar no processo de crescimento e

desenvolvimento econômico, fomentando a expansão dos mercados e da propagação do conhecimento.

Estes processos, demonstram como a globalização e a expansão dos mercados financeiros em conjunto com as organizações transnacionais mudaram o panorama do mercado nacional, levando nossa economia emergente a patamares com necessidades de regulamentação cada vez mais específicos, que atendessem às demandas de um mercado de capitais cada vez mais dinâmico.

Neste sentido, aliás, Pinheiro, destaca que:

Um aspecto singular e importante desta globalização é que, em todos os mercados financeiros, as operações internacionais das empresas cresceram e excederam as fronteiras nacionais. Isto permitiu que fosse criada uma rede com grande dimensão que se move com volumes e rapidez crescente, que proporciona empregos e motiva setores situados na vanguarda do progresso (2006, p. 103).

Assim, levando-se em consideração os impactos da atividade econômica no cenário nacional, temos que o avanço do livre comércio e os impactos da distribuição de riqueza ao longo do tempo, em conjunto com a busca pela renda, tem impactado diretamente as relações negociais no mundo contemporâneo.

Este impacto, portanto, justifica uma análise fundamentada no fato de que tais aspectos pressupõem e influenciam as atividades negociais nos mercados de capitais, podendo-se compreender que há um reflexo destas relações internacionais no mercado interno de capitais em todo o mundo, já que como dito anteriormente, as relações econômicas estão cada vez mais integradas e interdependentes, onde as nações não atuam de forma totalmente dependente de outras, mas, também, não se mostram como únicos provedores por estarem em uma atividade coletiva.

Nessa diapasão, salienta Krugman que:

Em qualquer economia desenvolvida existe um grande mercado de capitais: um conjunto de arranjos pelos quais indivíduos e empresas trocam dinheiro hoje por promessas de pagamento no futuro. Desde a década de 1960, a importância crescente do comércio internacional tem sido acompanhada por um crescimento do mercado internacional de capitais, que liga os mercados de capitais de países individuais (2010, p. 05).

Para a economia em si, não seria diferente, uma vez que esta se relaciona com todo o mundo, com operações que necessitam de intermediação financeira adequada.

Define-se intermediação financeira como uma atividade que tem a finalidade de viabilizar o atendimento das necessidades financeiras de curto, médio e longo prazos, manifestadas pelos agentes econômicos carentes de recursos, aplicando ao mesmo tempo o excedente monetário dos agentes superavitários, com mínimo de riscos. (PINHEIRO, 2006, p. 29).

A necessidade de se minimizar tais riscos, bem como o fato de que estas relações afetam diversos setores da sociedade como um todo, evidencia que principalmente na atual conjuntura econômica, através do comércio internacional e da comunicação é que se estabelecem diversos graus de integração e desenvolvimento das nações.

Com frequência, os economistas argumentam que, na prática, as políticas comerciais são mais influenciadas por interesses particulares do que pela consideração dos custos e dos benefícios nacionais (KRUGMAN, 2010, p. 161).

Neste aspecto, os benefícios nacionais devem ser levados em conta de maneira preponderante, onde os órgãos do governo se dediquem a intervir no comércio buscando coibir práticas ilícitas que afetem a população como, por exemplo, a figura do *insider trading*, da maneira mais adequada possível à realidade das operações dentro do mercado de capitais.

Decorrente do surgimento do capitalismo financeiro, o *insider trading* situa-se no contexto atual das sociedades anônimas e do mercado de capitais, como consequência inevitável do seu desenvolvimento, enquanto forma de organização do capital e do modo de financiamento das empresas (PROENÇA, 2005, p.44).

Esta dinâmica dos processos de internacionalização do capital, portanto, traz a necessidade de maiores conhecimentos sobre o funcionamento do Mercado de Capitais, de forma que tanto a sociedade, os profissionais, como as empresas consigam entender as mudanças que estas oportunidades e desafios nos trazem.

As economias em vias de expansão, necessariamente, precisam lidar com as negociações que ocorrem em seu ambiente econômico, assim, mostra-se evidente que precisam investir cada vez mais em estruturas hábeis a promover o exercício ético destas

atividades, com estruturas reguladas através de instrumentos legais e órgãos reguladores que consigam atingir tal objetivo.

Todas as economias necessitam de crescimento e desenvolvimento para proporcionar aos seus agentes um nível melhor de vida. Para que haja essa expansão, é preciso que as empresas façam investimentos para acumulação de capital produtivo e aumento de sua produtividade. Os investimentos em economia podem ser considerados a mola propulsora do crescimento econômico (PINHEIRO, 2006, p. 155).

Por assim ser, em virtude da expansão do mercado financeiro e das empresas transnacionais, o Brasil entra no rol dos beneficiários deste processo, vez que se trata de um país emergente com grande economia em vias de expansão.

Assim, se torna necessário analisar a regulamentação destas atividades e o reflexo do uso indevido de informação privilegiada no mercado de capitais dentro da economia nacional, uma vez que com o julgamento recente de casos semelhantes, que também serão expostos posteriormente, há uma maior demanda social neste sentido, buscando reprimir que esses interesses particulares não se sobreponham aos interesses nacionais.

## 1.2. O MERCADO DE CAPITAIS

O mercado de capitais é um sistema de distribuição de valores mobiliários que visa proporcionar liquidez aos títulos de emissão de empresas e viabilizar seu processo de capitalização. É constituído pelas bolsas, corretoras e outras instituições financeiras autorizadas.

Em sentido semelhante é a lição de Pinheiro:

O mercado de capitais pode ser definido como um conjunto de instituições que negociam com títulos e valores mobiliários, objetivando a canalização dos recursos dos agentes compradores para os agentes vendedores. Ou seja, o mercado de capitais representa um sistema de distribuição de valores mobiliários que tem o propósito de viabilizar a capitalização das empresas e dar liquidez aos títulos emitidos por elas.

O surgimento do mercado de capitais ocorreu quando o mercado de crédito deixou de atender às necessidades da atividade produtiva, no sentido de garantir um fluxo de recursos nas condições adequadas em termos de prazos, custos e exigibilidades (2006, p. 135).

Na verdade, o mercado internacional de capitais não constitui um mercado único, trata-se de um grupo de mercados fortemente interconectados nos quais ocorrem trocas de ativos com alguma dimensão internacional (KRUGMAN, 2010, p. 453).

O mercado de capitais refere-se, usualmente, à oferta e procura de dinheiro passível de investimento monetário e real, incluindo direitos negociáveis, tais como títulos e ações (PROENÇA, 2005, p. 72).

Em outras palavras, os principais títulos (ou valores mobiliários) negociados no mercado de capitais são os representativos do capital das empresas (ações) ou de empréstimos tomados via mercado (debêntures, bônus de subscrição, entre outros) que permitem a circulação do capital para custear o desenvolvimento econômico.

Assim, estas negociações refletem não só na atividade empresarial, mas sim em toda a cadeia econômica e produtiva, beneficiando toda a comunidade quando ocorrem da maneira correta (BM&F Bovespa. In: Introdução ao Mercado de Capitais, 2010).

Ressalta-se, por oportuno, que o desempenho do mercado de capitais está diretamente ligado com a expansão e internacionalização do capital, assim, em virtude disto, surge a necessidade de se reger de forma mais ampla e severa este mercado e, conseqüentemente, a conduta dos que utilizam de informações privilegiadas para negociar dentro de sua estrutura.

Comentando o assunto, Corsetti define o contexto econômico da seguinte forma:

Nestes tempos de globalização financeira, cada vez mais, verifica-se a necessidade de os países fortalecerem suas economias de mercado. Para tanto, é imprescindível que as opções de financiamentos de empresas sejam bem diversificadas. Neste contexto, o mercado de capitais mostra-se como importante fator para o cumprimento de tal objetivo, na medida em que sua solidez, além de ser fundamental para o fortalecimento da economia, amplia as opções de financiamentos empresariais. Estudos vêm demonstrando relação de primeira ordem entre o desenvolvimento econômico e o desenvolvimento do mercado de capitais. Há indicações empíricas de um impacto positivo do mercado de capitais sobre a criação de empresas, o que pode ser estímulo à realização de novos empreendimentos (CORSETTI apud. EIZIRIK; GAAL; PARENTE; HENRIQUES, 2008, p.9).

Esses investimentos constituem o motor do crescimento econômico, que por sua vez, gera aumento de renda com conseqüente incremento da poupança e do investimento. E

assim por diante. Assim é o esquema da circulação de capital presente no processo de desenvolvimento econômico (BM&F BOVESPA, 2010, p. 14).

Ainda de acordo com as lições da BM&F Bovespa, alinhando este conceito à ideia de que a circulação de valores é o pilar do desenvolvimento econômico, surge a necessidade de uma efetiva regulamentação de quaisquer práticas que possam interferir neste processo.

De acordo com Krugman, ao tratar das negociações que ocorrem no mercado de capitais, ensina que “Apesar de tais trocas de ativos serem às vezes consideradas como ‘especulação’ improdutiva, elas na verdade levam a ganhos do comércio que podem beneficiar os consumidores de todos os países” (2010, p. 454).

O cenário mundial do mercado de capitais, portanto, é favorável à manutenção de uma efetiva concorrência, hábil para acarretar a colocação de produtos (valores mobiliários) que melhor atendam aos anseios dos investidores, incentivando-os a atuar neste setor (PROENÇA, 2005, p. 118).

Para que se tenha acesso a esse mercado, vale lembrar, deve-se contratar uma instituição que nele esteja autorizada a operar, caso das corretoras, que atuarão, contudo, conforme as ordens emitidas pelo agente contratante, não podendo movimentar os recursos obtidos junto a este segundo interesses próprios. A remuneração dessas instituições decorrerá do preço cobrado pela prestação dos serviços decorrentes das ordens que receber dos agentes que efetivamente negociam neste mercado.

Assim, estas eventuais ofertas de títulos tem como objetivo efetivar o encontro entre os possíveis vendedores e compradores de maneira contínua. É nesta dinâmica que historicamente, com o surgimento de um número cada vez maior de novos títulos e sua consequente fiscalização pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que decorrem as alterações frequentes na legislação que veremos mais adiante, visando uma maior abrangência destas normas.

Para Pinheiro: “(...) o mercado de capitais, e, especificamente o mercado primário de ações constituem possibilidades importantes para a realização de investimentos com riscos diluídos e representam uma das maiores fontes de desenvolvimento econômico” (2006, p.155).

É importante observar, ainda, que a maior transparência e informação, a par de auxiliar os investidores na tomada de decisões, também contribui, e decisivamente, para a aplicação

e aproveitamento ótima dos recursos econômico-financeiros, sempre escassos, pelo menos, no nosso caso (PROENÇA, 2005, p. 74).

Posto isto, em uma análise estrutural dos diversos benefícios econômicos que um mercado de capitais bem regulado pode trazer, é sua missão estar em situação de mobilizar este capital oferecendo alternativas e condições que favoreçam o crescimento econômico, a geração de empregos, financiando investimentos socialmente desejáveis, entre diversos outros benefícios, uma vez que a falta de confiança neste mercado é um entrave ao seu desenvolvimento.

O importante é apresentar uma síntese do que é o mercado de capitais, posto que suas subdivisões são muito extensas com características próprias, que pouco acrescentariam ao cumprimento do objetivo do presente estudo, mas sempre levando em consideração que é neste ambiente que ocorrem as negociações de valores mobiliários amparadas pelo uso indevido de informação privilegiada, sendo estas, por sua vez, o foco do presente estudo.

## **CAPÍTULO 2 – A FIGURA DO *INSIDER TRADING* NO ORDENAMENTO JURÍDICO BRASILEIRO**

### **2.1. CONCEITO DE *INSIDER TRADING***

*A priori*, faz-se de bom alvitre informar que a utilização da expressão *insider trading*, no direito nacional se opera em virtude de processo legislativo evolutivo que, observando legislações estrangeiras, constroem e arquetam nossa base normativa pátria.

A legislação norte-americana, seguramente a mais antiga na repressão ao *insider trading*, nasceu da intenção de preservar a equidade entre os agentes do mercado de capitais (PROENÇA, 2005, p. 213). O direito americano, portanto, consolidou tal denominação por ser a maior fonte inspiradora da temática para a maioria dos países.

A legislação americana, portanto, é que alavancou essa questão em outros países, inclusive no Brasil, onde se adotou os seus princípios – *full and fair disclosure e loyalty*. “O sistema da legislação federal sobre *securities* norte-americana continua sendo a fonte inspiradora da maioria dos países que vem adotando normas sobre *disclosure* e de repressão ao *insider trading* (PROENÇA, 2005, p. 209).

Em detrimento do exposto, resta claro que o acolhimento da expressão para nossa realidade não é matéria estranha, pelo contrário, constitui uma espécie de linguagem jurídica internacional que se dá, principalmente, pela convergência das economias globalizadas entre si. Referidos princípios (*full and fair disclosure e loyalty*), vale dizer, nada mais são do que os Princípios de Transparência na Prestação de Informações e de Lealdade, adotados por nossa legislação consoante será demonstrado posteriormente.

Para responder aos anseios dos investidores e frenar a conduta abusiva dos detentores de informações privilegiadas, vários mecanismos jurídicos foram desenvolvidos, especialmente nos EUA, sempre embasados em conceitos éticos, com o propósito de construir e solidificar, na esfera do mercado de capitais, a consciência dos deveres de diligência e lealdade (PROENÇA, 2005, p. 123).

A observação de legislações estrangeiras, portanto, acaba por permitir que muitas vezes seja possível encontrar melhores explicações para o que ocorre no âmbito nacional.

Para PROENÇA (2005, p. 41), a expressão *insider trading*, pela qual designado o tema deste trabalho, é originária do direito americano e, hoje, internacionalmente conhecida e consagrada para nomear transações desleais, porque insidiosas, realizadas, no âmbito do mercado de capitais, pelos detentores de informações privilegiadas, desconhecidas dos demais investidores.

Assim, em outras palavras, o conceito de *Insider Trading* pode ser visto como aquele que realiza operações e negociações de valores mobiliários, realizadas no mercado de capitais, utilizando dados e informações relevantes que ainda não tenham sido levadas ao conhecimento do público em geral, de forma a obter vantagem indevida em virtude destas informações.

Prosseguindo com seu raciocínio, o mesmo autor, define este comportamento no mercado de capitais de maneira exemplar:

Verdadeira cilada para a comunidade do mercado de capitais, o comportamento do chamado *insider trading* (negociação por aquele que está “por dentro”) consiste no efetivo aproveitamento de informações confidenciais ou reservadas, acerca do estado e dos negócios de determinada companhia, por parte de administradores, principais acionistas e outros que a elas têm acesso, para negociar com investidores que a tanto se recusariam, pelo menos pelas bases estabelecidas, caso conhecedores das mesmas informações (2005, p. 41).

O conceito adotado para tipificar o fato hoje, portanto, é mais amplo, de forma que assim é estabelecido visando estender seu alcance a todos aqueles que a estas informações tem acesso, ampliação esta que decorre da Lei n. 6.404/76, posteriormente retificada em virtude da Lei n. 10.303/01 que, em conjunto, ampliaram a sujeição ativa à prática do *insider*.

Note-se, ainda, que é dado igualmente negociar nas condições de *insiders* aos membros de conselhos e aos ocupantes de funções técnicas e de assessoramento em uma companhia de capital aberto e aos que, em face de atividade, função ou cargo (advogados, auditores, analistas de investimentos, instituições financeiras, etc.) obtenham dados relevantes sobre as circunstâncias econômico-financeiras de uma empresa da mesma citada espécie (PROENÇA, 2005, p. 43).

Neste sentido, para Corsetti, é de suma importância a identificação, da forma mais precisa possível, das características dessas informações:

Atualmente, o conceito de fato relevante está definido no art. 2º da Instrução Normativa da CVM 358, de 03.01.2002, nos seguintes termos:

Art. 2º. Considera-se relevante, para os efeitos desta Instrução, qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembleia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, comercial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável:

I – na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados;

II – na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários;

III – na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condições de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados.

Além da definição de informação relevante, conforme a Instrução CVM 358, a informação, para ser considerada privilegiada, deve apresentar outras

características específicas que necessitam ser identificadas para que tenhamos maior rigor na análise do objeto do nosso estudo, quais sejam:

- a) caráter não público da informação;
- b) capacidade para influenciar de maneira sensível o preço das ações; e
- c) caráter concreto (preciso da informação) (2013, p. 113).

Deveras, fato relevante é aquele que pode influenciar, de modo ponderável, nas diversas decisões que envolvam a negociação de valores mobiliários das companhias.

Importante ressaltar que para atender ao conceito de informação privilegiada, esta informação deva ser relevante nos termos retro citados, ou não se enquadraria na descrição da atividade ilícita. Destarte, assim caracterizada, tal prática viola, inclusive, princípios constitucionais fundamentais como, por exemplo, o Princípio da Isonomia, Princípio da Boa-Fé, Princípio do Desenvolvimento Nacional, entre diversos outros. Vejamos, por exemplo, o que mostra nossa Constituição Federal em seu artigo 3º:

Art. 3º Constituem objetivos fundamentais da República Federativa do Brasil:

- I - construir uma sociedade livre, justa e solidária;
- II - garantir o desenvolvimento nacional;

Este comportamento desleal com intenções ilícitas e gananciosas, portanto, atua em sentido diverso dos objetivos constitucionais de transformação social, atentando contra direitos e garantias fundamentais, afetando toda a coletividade. Ademais, sendo função do direito atuar na mudança do ambiente social, realizando as necessárias transformações sociais que eliminem estas distorções de justiça, acabamos por demonstrar que tal prática carece de maior atenção pelos mais diversos motivos aqui por ora expostos.

Não se pode, entretanto, confundir a atividade ilícita retro citada com a atitude especulativa lícita, condição essencial e comum no âmbito do mercado de capitais.

Tal atitude especulativa, desejável para o êxito de qualquer atividade econômica – e, em especial, no mercado financeiro –, não pode ser confundida, por outro lado, com o espírito de ganância anti-social dos que agem deslealmente ao realizarem seus negócios... Essa ganância anti-social, infelizmente, desperta o desejo egoísta e caviloso de fazer uso indevido de informações privilegiadas. É fato incontestável que o *insider*, armando uma cilada para os demais investidores, visa a leva-los a

uma negociação que, se tivessem a mesma informação do *insider*, não realizariam (PROENÇA, 2005, p. 32).

O uso destas informações, portanto, é capaz de gerar distorções no Mercado que por si só, contrariam o ideal de mercado, justificando a criação de normas que busquem a repreensão a este comportamento, buscando sempre solidificar a confiança e a credibilidade no mercado.

O regramento normativo referente ao uso indevido de informações privilegiadas se mostra, por consequência, duplamente benéfico, uma vez que protege o investidor, por sua vez aumentando a confiança deste, bem como beneficiando e atingindo o principal objetivo do mercado de capitais, tal qual a atração de capital para investimentos.

## 2.2. A REGULAMENTAÇÃO DO MERCADO PELA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS E A LEI Nº 6.385/76

A Comissão de Valores Mobiliários é o principal personagem na persecução das ilicitudes decorrentes da figura do *Insider Trading*, possuindo papel primordial na tutela e na regulamentação do Mercado de Capitais. Sua atuação reside no fato de que o Estado deve manter garantias mínimas para a atuação dentro do mercado de capitais.

Parece-nos, com isso, que alguns indicativos estão sendo revelados, no sentido de que, apesar de o Estado não dever atuar diretamente na economia, como Estado-empresário, não pode furtar-se de, no mínimo, manter órgãos reguladores, definindo marcos que não devem ser ultrapassados, sob pena de colocar em risco não só as instituições diretamente envolvidas, mas também toda a economia interna (CORSETTI, 2013, p.31).

A Lei n. 6.385/76, também chamada de Lei de Valores Mobiliários (LVM), portanto, ao instituir a Comissão de Valores Mobiliários o faz para atuar como órgão regulador e fiscalizador do mercado de valores mobiliários. Tal competência é estabelecida na combinação do artigo 2º, §3, com o artigo 8º da Lei n. 6.385/76, que atribuem competência para a CVM regulamentar e fiscalizar o Mercado de Capitais, garantindo seu funcionamento.

Art. 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei: (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

I - as ações, debêntures e bônus de subscrição; (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

II - os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II; (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

III - os certificados de depósito de valores mobiliários; (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

IV - as cédulas de debêntures; (Inciso incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

V - as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos; (Inciso incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

VI - as notas comerciais; (Inciso incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

VII - os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários; (Inciso incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

VIII - outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e (Inciso incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros. (Inciso incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

(...)

§ 3º Compete à Comissão de Valores Mobiliários expedir normas para a execução do disposto neste artigo, podendo: (Parágrafo incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

I - exigir que os emissores se constituam sob a forma de sociedade anônima; (Inciso incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

II - exigir que as demonstrações financeiras dos emissores, ou que as informações sobre o empreendimento ou projeto, sejam auditadas por auditor independente nela registrado; (Inciso incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

III - dispensar, na distribuição pública dos valores mobiliários referidos neste artigo, a participação de sociedade integrante do sistema previsto no art. 15 desta Lei; (Inciso incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

IV - estabelecer padrões de cláusulas e condições que devam ser adotadas nos títulos ou contratos de investimento, destinados à negociação em bolsa ou balcão, organizado ou não, e recusar a admissão ao mercado da emissão que não satisfaça a esses padrões. (Inciso incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

Avaliando o risco do negócio inerente às estas negociações, se justifica uma maior necessidade de atenção por parte da Comissão de Valores Mobiliários - CVM para regulamentar este processo, buscando proteger todos os interessados nesta relação. Trata-se, evidentemente, de instituição que permite aumentar a confiabilidade e, também,

a manutenção do mercado, sendo pressuposto para o desenvolvimento do mercado de capitais.

Para realizar seu monitoramento do mercado, a Comissão de Valores Mobiliários – CVM utiliza sistemas *online* e *offline*. O controle *online* ocorre durante os pregões e o *offline* ocorre após o encerramento das negociações com o objetivo de rastrear as causas das variações que não se enquadraram nos limites previamente estabelecidos (PINHEIRO, 2006, p. 136).

A Comissão de Valores Mobiliários – CVM também foi objeto de mudanças estruturais ao longo do tempo, assumindo a condição de agência reguladora com maior independência e autonomia.

No âmbito administrativo, a CVM escuda-se em cinco preceitos basilares para combater o uso da informação privilegiada, *verbi gratia*: ênfase no dever de informar modificações relevantes da vida societária; proibição do uso de informação privilegiada; divulgação completa de notícias referentes a atos ou fatos de interesse do mercado; vedação da prática de certas operações de mercado; apresentação periódica de relatórios (PROENÇA, 2005, p. 124).

Assim, a condução da CVM para a repressão do *insider trading* encontra-se demonstrada no art. 9º, V, que atribui à CVM a competência para apurar, mediante processo administrativo tais práticas ilícitas:

Art 9º A Comissão de Valores Mobiliários, observado o disposto no § 2º do art. 15, poderá: (Redação dada pelo Decreto nº 3.995, de 31.10.2001)

(...)

V - apurar, mediante processo administrativo, atos ilegais e práticas não eqüitativas de administradores, membros do conselho fiscal e acionistas de companhias abertas, dos intermediários e dos demais participantes do mercado; (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

Em sentido análogo é o que se extrai da leitura do artigo 11, que configura à CVM competência para impor penalidades a estes infratores:

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

I – advertência;

II – multa;

III – suspensão do exercício do cargo de administrador ou de conselho fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na CVM (Redação dada pela Lei nº 9.457, de 5.5.1997);

IV – inabilitação temporária, até o máximo de vinte anos, para o exercício dos cargos referidos no inciso anterior (Redação dada pela Lei nº 9.457, de 5.5.1997),

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

VI – cassação da autorização ou registro, para o exercício das atividades que trata esta lei (Redação dada pela Lei nº 9.457, de 5.5.1997);

VII – proibição temporária, até o máximo de vinte anos, de praticar determinadas atividades ou operações, para os integrantes do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na CVM (Redação dada pela Lei nº 9.457, de 5.5.1997);

VIII – proibição temporária, até o limite de dez anos, de atuar, direta ou indiretamente, em uma ou mais modalidades de operação no mercado de valores mobiliários (Redação dada pela Lei nº 9.457, de 5.5.1997).

Em suma, ante ao regramento normativo aqui demonstrado, a Comissão de Valores Mobiliários – CVM atua no combate ao uso de informação privilegiada com competência para instaurar inquéritos administrativos destinados a apurar tais condutas, com competência, inclusive, para impor aos infratores diversas penalidades como as aqui já listadas.

Sendo estas negociações realizadas por meio de um mercado livre, surge a necessidade de uma agência reguladora que estabelece diretrizes para as boas práticas neste segmento, onde o fornecimento adequado de informações garantiria um acesso igualitário e permitiria um embasamento mais adequado na determinação do valor dos títulos ali negociados, gerando assim a segurança jurídica necessária para qualquer tipo de operação de crédito e, conseqüentemente, para todos os investidores.

### 2.3. LEI Nº 6.404/76 – LEI DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS

Somente em 1976, com a Lei n. 6.404 que dispõe sobre as sociedades por ações, é que surge uma menção mais efetiva para regular os deveres e responsabilidades dos administradores, visando proteger os mais necessitados em tais relações negociais.

Em suma, os arts. 155 e 157 da Lei 6.404 construíram, a partir de 1976, a estrutura legal que previne e reprime *insider trading* no direito brasileiro (PROENÇA, 2005, p. 281).

Ao analisar ambos os dispositivos de maneira conjunta, resta claro que estes instrumentos normativos seguem, também, o padrão do direito norte-americano, abrangendo o dever de lealdade e o dever de informar, não podendo se valer de tais informações em proveito próprio (*disclose or refrain from trading*).

O artigo 155 da lei retrocitada estabelece que:

#### Dever de Lealdade

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

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

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

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

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

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

§ 3º A pessoa prejudicada em compra e venda de valores mobiliários, contratada com infração do disposto nos §§ 1º e 2º, tem direito de haver do infrator indenização por perdas e danos, a menos que ao contratar já conhecesse a informação.

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

Impõe, portanto, algumas vedações aos administradores, determinando que estes sejam leais à companhia bem como, em consequência, aos acionistas destas empresas. Ainda, completando a estrutura legal da prevenção e repressão ao *Insider Trading*, temos o artigo 157 que prevê:

#### Dever de Informar

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

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

a) o número dos valores mobiliários de emissão da companhia ou de sociedades controladas, ou do mesmo grupo, que tiver adquirido ou alienado, diretamente ou através de outras pessoas, no exercício anterior;

b) as opções de compra de ações que tiver contratado ou exercido no exercício anterior;

c) os benefícios ou vantagens, indiretas ou complementares, que tenha recebido ou esteja recebendo da companhia e de sociedades coligadas, controladas ou do mesmo grupo;

d) as condições dos contratos de trabalho que tenham sido firmados pela companhia com os diretores e empregados de alto nível;

e) quaisquer atos ou fatos relevantes nas atividades da companhia.

§ 2º Os esclarecimentos prestados pelo administrador poderão, a pedido de qualquer acionista, ser reduzidos a escrito, autenticados pela mesa da assembléia, e fornecidos por cópia aos solicitantes.

§ 3º A revelação dos atos ou fatos de que trata este artigo só poderá ser utilizada no legítimo interesse da companhia ou do acionista, respondendo os solicitantes pelos abusos que praticarem.

§ 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.

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

§ 6º Os administradores da companhia aberta deverão informar imediatamente, nos termos e na forma determinados pela Comissão de Valores Mobiliários, a esta e às bolsas de valores ou entidades do mercado de balcão organizado nas quais os valores mobiliários de emissão da companhia estejam admitidos à negociação, as modificações em suas posições acionárias na companhia. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001).

Neste aspecto, com a edição da referida lei, o *insider trading* passou a encontrar conteúdo normativo mais taxativo frente à sua ocorrência. Ao passo que o artigo 155 deixa claro a importância da vedação ao *insider trading*, estabelecendo obrigações para os

administradores de zelar por tais informações relevantes, o artigo 157 também amplia suas hipóteses:

Demandam comentários mais acurados dois aspectos do conteúdo do artigo 157, enquanto da natureza preventiva do *insider trading*. O primeiro refere-se à obrigação dos administradores de revelar transações realizadas com qualquer espécie de ativo emitido pela companhia ou mesmo de seus derivativos, o que permitiria a investigação de uma possível prática de *insider trading*. O segundo concerne à obrigação da companhia de revelar, amplamente, “fatos relevantes”, com a única exceção de vir, a revelação, a prejudicar interesses da companhia. Mesmo assim, o § 5º dá poderes à CVM para intervir, decidindo sobre a revelação ou não, do informe pretensamente nocivo à companhia (PROENÇA, 2005, p. 278).

Importante ressaltar que o legislador adota os princípios norte-americanos de forma a priorizar os interesses sociais frente aos interesses particulares, tais quais o dever de lealdade e o dever de informar, ambos aqui já mencionados.

Os artigos, 155 e 157, portanto, de maneira integrada, demonstram o início do combate a esta prática em nosso sistema legal, abrangendo o controle e a vedação a essa conduta de forma específica no ordenamento jurídico pátrio, ainda que de forma vaga e limitada.

## **CAPÍTULO 3 – MECANISMOS DE REPREENSÃO AO *INSIDER TRADING* E SUA EFETIVIDADE**

### **3.1. LEI Nº 10.303/01**

As evoluções nos mecanismos legislativos mostram uma preocupação cada vez maior ao longo dos anos no cenário nacional a respeito da temática, sinalizando uma melhora neste aspecto. É neste sentido que a Lei n. 10.303/01 promoveu mudanças importantes para coibir tal ilícito.

Enquanto nas outras legislações o *Insider Trading*, era tratado de uma maneira mais abrangente e abstrata, com o advento da Lei n. 10.303/01 surgem mudanças significativas neste contexto, ainda que tardias.

O legislador brasileiro tardou muito em perceber que a operação no mercado de capitais tem uma relação direta com o funcionamento da economia e que uma manipulação maliciosa de informações neste âmbito pode ser corrosiva para toda a estrutura econômica do país. Tanto é assim, que somente procurou regular a matéria em 2001, com a edição da Lei 10.303, de 31 de outubro, que introduziu o art. 27-D na Lei 6.385/76, criminalizando a conduta do uso indevido de informação no mercado de capitais (CORSETTI, 2013, p.11).

A principal mudança decorrente deste dispositivo legal reside no fato de que a partir de sua vigência, a conduta do *insider trading* passou a ser criminalizada, como se observa da inserção do artigo 27-D na Lei n. 6.385/76, que prevê:

#### 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, capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiro, com valores mobiliários:

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

A intervenção penal na norma encontra-se fundamentada no fato de que as sanções até então previstas (civis e administrativas) não se mostravam suficientes para coibir estas atividades ilícitas. Aqui, forçosa a menção, como um entrave a este fator temos que, em virtude da caracterização extensa do seu tipo penal, o mesmo se mostra de difícil caracterização, uma vez que há um volume muito grande de elementos normativos inseridos em seu corpo, dificultando sua delimitação.

A partir dessa alteração qualquer pessoa pode ser autora do delito, uma vez que este parágrafo proíbe a “utilização de informações relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso”. Não há dúvida de que o legislador pretendeu ampliar o âmbito de atuação da lei, fazendo com que a proibição fosse estendida a qualquer pessoa, desde que saiba tratar-se de informação privilegiada, ainda não divulgada pelo mercado (CORSETTI, 2013, p.123).

Ainda, com o advento da Lei n. 10.303/2001, além da tipificação que criminaliza a conduta do *Insider Trading*, temos, também, a inserção de diversos dispositivos na Lei n. 6.404/76 que buscam atribuir uma maior transparência ao mercado de capitais.

Entre as alterações referentes à maior transparência no mercado de capitais podemos citar, em primeiro lugar, o § 4º do art. 155 da Lei n. 6.404, responsável pela ampliação dos potenciais sujeitos ativos do delito (CORSETTI, 2013, p. 77). Prescreve o aludido artigo que:

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.

Até então, o dever de manter sigilo se referia apenas aos administradores, subordinados e terceiros de sua confiança, de forma que com esta alteração na Lei das Sociedades Anônimas, passamos a estender a vedação ao uso destas informações a qualquer pessoa que a ela tenha acesso, independentemente de trabalharem na organização ou não.

Com efeito, a introdução do novo parágrafo, ao nosso ver, visou, especificamente a vedar “qualquer pessoa”, sem qualquer limitação, a utilização de informações privilegiadas no mercado de capitais, até porque, a base da legislação não é mais societária, mas sim relativa a valores mobiliários, como discutido anteriormente (PROENÇA, 2005, p. 293).

Neste aspecto, nítida é a intenção do legislador de coibir a prática do *insider trading* de maneira mais efetiva. Da redação do artigo extrai-se que o delito do uso indevido de informação privilegiada pode ser praticado por qualquer pessoa, desde que saiba estar na posse de informação privilegiada e dela faça uso em proveito próprio ou de terceiros, caracterizando, por óbvio, uma ampliação do alcance da lei no tocante à sujeição ativa do delito.

No mesmo sentido, fora introduzido o § 6º no artigo 157 da Lei n. 6.404/76, o qual dispõe que:

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

(...)

§ 6º. Os administradores da companhia aberta deverão informar imediatamente, nos termos e na forma determinados pela Comissão de Valores Mobiliários, a esta e às bolsas de valores ou entidades do mercado de balcão organizado nas quais os valores mobiliários de emissão da companhia estejam admitidos à negociação, as modificações em suas posições acionárias na companhia. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001).

Para Proença, o novo dispositivo legal, principia atribuindo poderes, à Comissão de Valores Mobiliários – CVM, para exigir informações imediatas sobre qualquer alteração de posição acionária dos administradores da companhia, enfatizando, dessa forma, um procedimento que, consoante tantas vezes afirmado, viabiliza, no mínimo facilita, a identificação de eventual conduta ilícita de *insider trading* (2005, p. 290).

Ainda, na mesma conjuntura, tivemos a inserção do artigo 165-A da lei retro mencionada, trazendo a seguinte redação:

Art. 165-A. Os membros do conselho fiscal da companhia aberta deverão informar imediatamente as modificações em suas posições acionárias na companhia à Comissão de Valores Mobiliários e às Bolsas de Valores ou entidades do mercado de balcão organizado nas quais os valores mobiliários de emissão da companhia estejam admitidos à negociação, nas condições e na forma determinadas pela Comissão de Valores Mobiliários. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001).

Os dispositivos aqui colacionados, portanto, demonstram que o legislador tem o objetivo claro de dificultar que os administradores de companhia aberta e os membros do conselho fiscal, por possuírem acesso direto a todas as informações confidenciais das organizações, as utilizem em proveito próprio, devendo informar todas as alterações na sua posição acionária referente às companhias a que estão vinculados.

Destarte, não há como ignorar a evolução do arcabouço legislativo brasileiro, tendente ao cerceamento da nociva prática de *insider trading*, culminando com a publicação da Lei 10.303/2001, sanando falhas e aperfeiçoando a LSA (PROENÇA, 2005, p. 293).

Resta claro, portanto, que todas estas mudanças encontram-se consubstanciadas na intenção do legislador de atribuir uma maior confiança para os investidores e para o mercado de capitais em si, tornando-o mais atrativo, atendendo, desta forma, o seu objetivo fundamental.

A ampliação do elenco de crimes contra o mercado de capitais trouxe maior credibilidade ao investimento nesse mercado, reprimindo a ação de indivíduos mal intencionados, aspirantes ao enriquecimento fácil e ilícito (PROENÇA, 2005, p. 98).

Mesmo que tais atividades sejam de difícil caracterização, seja pela extensão do tipo penal, seja pela ausência ou pela dificuldade em fiscalizar estas condutas, louvável é a evolução legislativa neste sentido, uma vez que as mudanças empreendidas pela Lei n. 10.303/01 ampliaram a possibilidade de caracterização deste delito, consoante se verifica das informações aqui por ora expostas.

Portanto, ainda que estas dificuldades coexistam com a aplicação destes dispositivos legais, foi sob a vigência destas alterações nos artigos retrocitados que tivemos a primeira sentença condenatória do crime de *Insider Trading* no Brasil, em razão da fusão Sadia-Perdigão em 2011, que será demonstrada doravante.

### **3.1.1 O Caso Sadia-Perdigão e a Aplicação da Lei n. 10.303/01**

O Caso Sadia-Perdigão se destaca por ter sido a primeira vez que o judiciário brasileiro julgou uma questão de *Insider Trading* na esfera criminal.

Referido caso ocorreu durante a Oferta Pública de Aquisição (OPA) da Sadia pelo controle acionário da concorrente Perdigão, que teve início em 2006, vindo a se concretizar somente em 2009, porém, não na forma inicialmente rascunhada, pois foi a Perdigão quem acabou comprando a Sadia, criando o conglomerado nomeado Brasil Foods.

Na época, o juiz Marcelo Costenaro Cavali, substituto na 6ª Vara Federal Criminal de São Paulo, condenou os réus Luiz Murat e Romano Ancelmo pela prática de *insider trading*, em virtude da utilização de informação privilegiada para a negociação de valores mobiliários no mercado de capitais de Nova Iorque, movimentando, portanto, órgãos reguladores dos dois países, ou seja, Estados Unidos e Brasil.

Na ocasião, o réu Luiz Murat exercia a função de Diretor Financeiro e de Diretor de Relações com Investidores da empresa Sadia, ao passo que o corréu Romano Ancelmo, era membro do Conselho de Administração na mesma empresa.

Com informações ainda não divulgadas ao mercado sobre a operação de oferta pública de aquisição pela Sadia de ações de emissão da Perdigão, o Diretor de Relações com Investidores (DRI), mais um membro do Conselho de Administração da Sadia, e um funcionário do ABNAMro, banco que assessorava a operação, negociaram *American Depositary Receipts* – ADRs (certificados de ações da companhia brasileira negociados no mercado americano) da Perdigão na Bolsa de Nova York (NYSE). As negociações de compra e venda dos papéis foram realizadas em nome de empresa estrangeira localizada em paraíso fiscal (*offshore*). O primeiro teve um lucro estimado de US\$ 58.5 mil, o segundo US\$ 139.1 mil e o terceiro US\$ 51.6 mil (PRADO, 2016, p. 77).

A investigação dos fatos se iniciou pela SEC (*Securities and Exchange Commission*) em 2007, que é um órgão com função semelhante à função que a Comissão de Valores Mobiliários – CVM realiza no Brasil, com os acusados firmando acordo para encerrar o prosseguimento do feito nos Estados Unidos.

Na mesma esteira, no início de 2008, ocorreu julgamento pela Comissão de Valores Mobiliários - CVM do processo administrativo sancionador aberto no Brasil para apuração do mesmo fato, culminando, em 2009, no oferecimento da denúncia pelo Ministério Público Federal pelo crime do uso indevido de informação privilegiada.

A decisão de primeira instância foi proferida em 2011. A sentença aplicou 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\$ 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.

Em 2013, o TRF3 reverteu a pena de inabilitação por pena privativa de liberdade. Além disso, a pagamento de indenização por danos morais coletivos e manteve as multas aplicadas.

Mais tarde, a 5ª Turma do Superior Tribunal de Justiça – STJ decidiu pela punição do DRI e pela extinção da punibilidade do membro do Conselho de Administração, em razão de prescrição (PRADO, 2016, p. 78).

Ambos os acusados confirmaram em juízo terem negociado, ou seja, realizado ordens de compra e venda, dos valores mobiliários da empresa Perdigão no exterior. É o que se extrai do Acórdão proferido pelo Tribunal Regional Federal da 3ª Região, vejamos:

“... os acusados confirmaram em juízo que negociaram (ordem de compra e venda) os valores mobiliários (ADRs) da empresa Perdigão no exterior.

Interrogado em juízo, o acusado José Murat asseverou que transmitiu a ordem de compra de ADR's por meio de seu telefone celular para sua empresa offshore Brackhill na Bolsa de Valores de Nova Iorque. Da mesma forma, o coacusado Romano Ancelmo confirmou perante a autoridade judiciária que efetuou a compra e venda das ADR's, por intermédio do Banco HSBC, na Bolsa de Valores de Nova Iorque."

(TRF-3 – Apelação Criminal nº. 0005123-26.2009.4,03.6181 - Acórdão 8433/2013, Relator: Desembargador Federal Luiz Stefanini, Data de Julgamento: 04/02/2013, QUINTA TURMA, eDJF de 14/02/2013).

Assim, ainda que a criminalização da prática tenha ocorrido em 2001, apenas em 2009 houve a primeira denúncia no Brasil e, como visto, o ex-diretor da Sadia, era o responsável pela divulgação das informações relevantes ao mercado, informações estas que eram capazes de influenciar a decisão dos investidores de comprar ou vender as ações da empresa, sendo sua, por consequência, a função de impedir negociações baseadas em informações privilegiadas.

Em primeira instância, ao se ponderar o momento em que uma informação se torna relevante, observou o Magistrado *a quo*, com entendimento reiterado em sede recursal, que a informação se mostra relevante a partir da expectativa gerada na realização de um negócio jurídico de grande vulto. Desta forma, tal entendimento foi novamente transcrito pelo Desembargador Relator no Acórdão do TRF-3:

"Do mesmo modo, no âmbito da verificação de prática de insider trading, a mera expectativa de realização de um negócio jurídico de vulto deve ser já considerada um fato relevante. Deve-se exigir uma postura rígida por parte dos dirigentes da companhia. A vedação ao insider trading traduz um dever de lealdade, especialmente dos administradores, em relação à companhia. A partir do momento em que se tem notícia de algum ato ou fato que, ainda que sujeito a diversos condicionantes, possa vir a ser considerado relevante, deve o administrador ou equiparado se abster de negociar os valores mobiliários que possam ter seus preços afetados.

Admitir-se o argumento de que a existência de diversos condicionantes à efetiva ocorrência do ato afastaria a configuração de uma informação relevante seria um incentivo à prática do insider trading logo no início do processo. Ademais, há que se ter em mente que, especialmente nos grandes processos societários, existem invariavelmente várias etapas a serem cumpridas, as quais são de conhecimento dos administradores desde o início.

A aceitar a tese, a configuração da informação como relevante ou não ficaria na dependência do poder potestativo do administrador, que, incluindo uma condição suspensiva qualquer no negócio jurídico, poderia descaracterizar sua qualidade de informação relevante" (fls. 1111 e verso)"

(TRF-3 - Apelação Criminal nº. 0005123-26.2009.4,03.6181 - Acórdão 8433/2013, Relator: Desembargador Federal Luiz Stefanini, Data de Julgamento: 04/02/2013, QUINTA TURMA, eDJF de 14/02/2013).

Como se pode ver, fora considerado que a mera divulgação da informação sobre a possibilidade de se realizar uma oferta pública de aquisição, como a do caso em análise, seria capaz de conduzir a uma variação na cotação dos valores mobiliários, prática vedada pelos diversos dispositivos legais aqui já colacionados.

Fato de se destacar, como bem mencionado no Acórdão pelo Relator Desembargador Federal Luiz Stefanini, foi a ponderação feita pela Procuradora Regional da República, a respeito da participação dos réus no período que antecedeu a divulgação do "Edital de Oferta Pública para "Aquisições de Ações de Emissões da Perdigão S/A":

"Uma transação daquele porte, por óbvio, traz em si enorme complexidade. Todavia, em junho de 2006, faltando pouco mais de um mês para oferta ser feita, não é verossímil afirmar que o projeto era duvidoso e que, ausente o Laudo do Bradesco ou a concordância da família, tratar-se-ia de uma circunstância meramente especulativa e que não poderia, de per si, influenciar um investidor.

A esta altura dos acontecimentos a opção da empresa por fazer a oferta hostil era firme, concreta e efetiva, mesmo que ainda dependesse de algumas diligências e da aprovação dos acionistas e do Conselho de Administração (momento que teria de ocorrer a publicidade da intenção)." (fl. 1585 verso)

(TRF-3 - Apelação Criminal nº. 0005123-26.2009.4.03.6181 - Acórdão 8433/2013, Relator: Desembargador Federal Luiz Stefanini, Data de Julgamento: 04/02/2013, QUINTA TURMA, eDJF de 14/02/2013).

A defesa atuou no sentido de tentar descaracterizar o caráter de informação relevante à época dos fatos, uma vez que estavam ausentes laudos bancários e outros documentos que seriam necessários para a efetivação da negociação, razão pela qual o r. julgado procedeu explicações a respeito da ausência de documentação alegada.

Ocorre que o mercado de capitais, por si só, tem um caráter especulativo, de forma que tal circunstância, vindo a se efetivar a época ou não, já seria capaz de alterar os valores mobiliários em discussão, pelo que entendeu o Acórdão não ser plausível a alegação neste sentido:

É importante salientar que no período em que Romano negociou as ADR's, o projeto de oferta pública de aquisição de ações estava em estágio muito avançado, sendo que o mercado de ações não interpretaria como irrelevante ou duvidoso o projeto daquela envergadura se dependesse apenas de elaboração do laudo financeiro pelo Banco Bradesco e a adesão dos demais acionistas no Conselho.

E, por fim, permito-me reproduzir a observação feita pela Ilma. Procuradora Regional da República a respeito da natureza do mercado de capitais. Confira-se:

"O mercado de ações possui natureza especulativa. Busca-se comprar por um preço baixo ações que, pretende-se, serão valorizadas no futuro. A análise dos investidores não se dá apenas sobre fatos certos, mas em grande medida, apostando-se em previsões" (fl. 1585 verso)

(TRF-3 - Apelação Criminal nº. 0005123-26.2009.4.03.6181 - Acórdão 8433/2013, Relator: Desembargador Federal Luiz Stefanini, Data de Julgamento: 04/02/2013, QUINTA TURMA, eDJF de 14/02/2013).

Muito se discutia a respeito do momento em que se poderia caracterizar uma informação como relevante ou mesmo como um acontecimento possível, é nesse sentido que se mostra essencial a menção ao que foi exposto no Acórdão do caso Sadia-Perdigão, caracterizando a informação como relevante a partir do momento em que a organização a trate como um acontecimento possível, ou, mesmo que não o seja, que condicione a uma possível alteração valorativa nos referidos títulos em virtude desta informação, por via de uma atividade especulativa, inerente aos mercados de capitais.

Ou seja, é uma evolução para caracterizar o momento deste ato ilícito, visto que em conformidade com o que fora sentenciado no caso supracitado, a qualquer tempo em que um fato ou ato fosse considerado como viável com possibilidade de ocorrência, ou capaz de influenciar suas cotações, a informação já deveria ser tratada como relevante, sendo vedada para as pessoas que estivessem descritas no rol legal, aqui tratadas como todas que a ela tenham tido acesso, negociar eventuais valores mobiliários que pudessem ter sua cotação alterada em virtude destas informações.

Importante salientar que o que se via outrora em casos análogos a este eram muitas opiniões distintas acerca do que era de fato uma informação relevante e a partir de que momento poderia ser considerada como tal, de forma que estas questões eram suscitadas reiteradamente pelos acusados de praticar o ilícito. Na mesma esteira, questionava-se a necessidade de se auferir lucro na realização do negócio e, também, a necessidade de concretização do referido negócio, fomentando a discussão acerca da atipicidade da conduta de *insider trading*, o que fragilizava e criava certa brecha em torno do ilícito, aumentando a insegurança jurídica sobre a matéria. O r. julgado, portanto, é importante ao reforçar essas questões que, até então, restavam controversas.

Aqui, vale dizer que, a Comissão de Valores Mobiliários – CVM atuou, desde o início do processo, como assistente de acusação do Ministério Público Federal, demonstrando uma

atuação integrada essencial para o combate à prática do uso indevido de informação privilegiada.

Inconformados com o resultado do julgamento proferido pela Quinta Turma do Tribunal Regional Federal da 3ª Região, os condenados interpuseram recursos especiais, que receberam o nº. 1.569.171 – SP (2014/0106791-6).

Nas razões do recurso especial interposto por Luiz Gonzaga Murat Júnior, fora alegado, em suma, a divergência entre “mera expectativa de realização de um negócio jurídico de vulto” com a “expectativa concreta”, pleiteando pela atipicidade da conduta descrita. Ainda, que a aplicação da pena não obedeceu a regras e limites específicos previstos no art. 27-D da Lei n. 6385/76, sendo feita com base em presunções de lucro auferido, entre diversas outras teses defensivas.

Já Romano Ancelmo, pautou em suas razões de recurso especial a atipicidade da conduta, uma vez que a informação relevante não foi divulgada no mercado nacional, não ocasionando nenhuma lesão ou risco de lesão ao mercado de capitais brasileiro, bem como a ilegalidade na dosimetria da pena.

Após, a Comissão de Valores Mobiliários – CVM (assistente de acusação) e o Ministério Público Federal ofereceram as contrarrazões, pleiteando pelo não provimento dos recursos especiais.

Os recursos foram encaminhados ao E. Superior Tribunal de Justiça, tendo por relator o Douto Ministro Gurgel de Faria que, inicialmente, verificou a extinção da punibilidade do réu Romano Ancelmo, sendo reconhecida a prescrição por ter transcorrido mais de 4 anos da data da publicação da sentença condenatória, que se deu em 16/02/2011, não devendo ser considerados para a análise da prescrição os acréscimos decorrentes da continuidade delitiva para o referido cálculo.

Dando continuidade ao voto, de igual forma, o relator passou a analisar as razões do recurso especial da defesa do réu Luiz Murat. Pois bem, após as devidas considerações e transcrição de alguns trechos proferidos no Acórdão do TRF-3, neste estudo também já transcritos, como bem sustentado pelo relator Ministro Gurgel de Faria, temos que:

Segundo os ensinamentos de NELSON EIZIRIK, “*insider trading* é simplificada, a utilização de informações relevantes sobre uma companhia, por parte das pessoas que, por força do exercício profissional, estão ‘por dentro’

de seus negócios, para transacionar com suas ações *antes* que tais informações sejam de conhecimento do público”.

Acrescenta o autor, ainda, que “o *insider* compra ou vende no mercado a preços que ainda não estão refletindo o impacto de determinadas informações sobre a companhia, que são de seu conhecimento exclusivo” (Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo, RT 1983, p. 43)

(STJ - Resp – 1.569.171 – SP (2014/0106791-6), Relator: Ministro Gurgel de Faria, Data de Julgamento: 16/02/2016, QUINTA TURMA).

Ora, o que se extrai dos ensinamentos citados pelo Ministro é que, em suma, a simples negociação envolvendo informações que por ora não impactaram as cotações, mas que de fato são passíveis de fazê-lo, são plenamente capazes de ensejar a conduta ilícita aqui descrita. A inexistência de um posicionamento jurisprudencial a respeito do tema, inclusive, foi também descrita pelo próprio relator no caso em comento, pelo que se ateuve ao rol exemplificativo do artigo 2º, da Instrução nº. 358/02 da Comissão de Valores Mobiliários – CVM, que pode ser aplicado perfeitamente ao caso em questão, utilizando-a como fonte hermenêutica para a seara criminal.

Diante da ausência de julgados a respeito do crime previsto no art. 27-D da Lei n. 6.385/1976, ainda não existe no Brasil um posicionamento jurisprudencial pacífico acerca da conduta descrita naquele dispositivo, tampouco há consenso doutrinário a respeito do tema, mormente quanto à natureza jurídica do delito e à conceituação do bem tutelado pela norma em questão.

Ater-me-ei ao exame do elemento normativo do tipo, por ser este o objeto principal da irresignação recursal, sendo necessário, para tanto, explorar o conceito jurídico-econômico de “informação privilegiada,” sobretudo as normas regulamentares da Comissão de Valores Mobiliários – CVM –, a Lei de Sociedades Anônimas (Lei n. 6.404/1976), bem como a doutrina pátria.

(STJ - Resp – 1.569.171 – SP (2014/0106791-6), Relator: Ministro Gurgel de Faria, Data de Julgamento: 16/02/2016, QUINTA TURMA).

Ademais, ainda no tocante às lacunas jurisprudenciais a respeito da temática, o ilustre relator do E. Superior Tribunal de Justiça colacionou e balizou seu voto em lições doutrinárias, entre as quais citamos:

Continua o ilustre doutrinador: “[...] para que se possa fazer um juízo de prognose relativamente à idoneidade da informação, este autor sugere que se faça uma comparação: 'se tal informação quando publicada fosse, num juízo de previsibilidade reportado ao momento *ex ante* da operação, suscetível de gerar apetência pela compra ou venda de ativos, tal informação revelava idoneidade para influenciar a evolução da cotação. Se as alterações que poderia induzir fossem sensíveis, será informação privilegiada” (CASTELLAR, João Carlos.

Insider Trading e os novos crimes corporativos, Rio de Janeiro: Editora Lúmen Júris, 2008, p. 112/113).

Assim, pode-se dizer que informação relevante é aquela que: "a) não foi tornada pública; b) é capaz de influir de modo ponderável na cotação de títulos ou valores mobiliários (price sensitive ); c) seja precisa ou concreta (Leite:108). A informação tanto pode dizer respeito aos títulos, à companhia emissora especificamente ou a um determinado seguimento econômico (Barja Quiroga:1043-1044)" (BALTAZAR JUNIOR, José Paulo, Crimes Federais, São Paulo, Editora Saraiva, 2015, 10ª ed., p. 572).

(STJ - Resp – 1.569.171 – SP (2014/0106791-6), Relator: Ministro Gurgel de Faria, Data de Julgamento: 16/02/2016, QUINTA TURMA).

O *insider trading* gera inúmeras controvérsias, seja a respeito da caracterização do momento do ilícito, seja pela definição do que se considera informação relevante, seja a respeito da personalidade de quem negociou os valores, entre outras, contudo, através a histórica decisão acima indicada pautam-se balizas a respeito de alguns dos mais espinhosos problemas sobre o assunto, pois configurou-se o entendimento no sentido de que qualquer informação que pudesse ser capaz de alterar a cotação dos valores mobiliários seria enquadrada como informação relevante e, no mesmo sentido, de que deveriam os envolvidos se abster de negociar quando nesta situação.

Percebe-se, neste sentido, que as cotações dos títulos não precisariam ser afetadas de fato para caracterizar o ilícito, mas a negociação nestas condições, ou seja, a simples aptidão a influenciá-las, seria passível de punição.

Dando continuidade ao voto, sobre a fixação da pena, o E. STJ considerou, entre diversos outros aspectos, a observação de lavra do Subprocurador-Geral da República Juliano Baiocchi Villa-Verde de Carvalho, *in verbis*:

O crime em questão não exige que o sujeito ativo seja ocupante de determinado cargo na empresa, estabelece apenas que a pessoa, relativamente à informação, "tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo". Conforme fundamentação contida no acórdão, os réus ocupavam funções de alta relevância na empresa Sadia, ocupantes do cargo de Diretor de Relações com Investidores e membro do Conselho Administrativo, a demonstrar maior culpabilidade na ação perpetuada, o que não traduz dupla punição pelo mesmo fato (*bis in idem*), restando irretocável a dosimetria da pena levada à efeito pelo Tribunal a quo.

(STJ - Resp – 1.569.171 – SP (2014/0106791-6), Relator: Ministro Gurgel de Faria, Data de Julgamento: 16/02/2016, QUINTA TURMA).

Assim, no tocante à dosimetria fixada pelo Tribunal *a quo*, afigurou-se como adequado o critério de maior culpabilidade do agente em virtude de sua posição na organização e, também, que a utilização de *offshores* para realizar a negociação, com propósito de ocultar das autoridades brasileiras a atividade criminosa, ensejaria uma pena mais acentuada.

Nestes termos, a culpabilidade foi ainda mais evidenciada no caso em comento, em virtude da posição que os réus ocupavam na organização, liderando o processo de tentativa de aquisição da Perdigão, e, ao mesmo tempo, negociando valores na tentativa de auferir lucros com as variações que viriam a ocorrer em detrimento da publicidade desta informação.

Tais fatores, portanto, demonstraram uma especial reprovabilidade, uma maior censura, tendo em vista que a profissão dos réus pressupõe, por óbvio, a existência de um maior cuidado neste tipo de operação, tornando ainda mais reprovável a referida conduta.

Ainda sobre o julgamento dos recursos especiais, desconsiderou-se, também, a necessidade de se auferir efetivo lucro com as negociações, com o entendimento proferido na sentença *a quo* sendo reiterado pelo E. STJ:

“A circunstância de Luiz não ter vendido todas as ações adquiridas naquele momento não descaracteriza a existência de efetivo lucro (embora ainda não integralmente realizado). Caso assim não se entenda, bastaria ao *insider* simplesmente, após adquirir as ações com base na informação privilegiada, mantê-las em carteira por longo período para descaracterizar a ocorrência de lucro, evitando, assim a aplicação da multa penal.

Portanto, deve ser levado em consideração o total dos valores mobiliários envolvidos, ainda que não vendidos naquele momento.

(STJ - Resp – 1.569.171 – SP (2014/0106791-6), Relator: Ministro Gurgel de Faria, Data de Julgamento: 16/02/2016, QUINTA TURMA).

Ressaltou, por oportuno, que no que pese na finalidade da aplicação da multa, esta deve ser pautada em um caráter aflitivo e pedagógico, visando, inclusive, desestimular a conduta ilícita e resguardar a confiança do mercado mobiliário, como bem salientou o Ministro relator. A explicação era devida, pois, no decorrer dos autos houve discussão acerca da inexistência de lucro em virtude da venda parcial das ações, tese que não foi acolhida, inclusive para desestimular a prática do ato, pois, em entendimento diverso, como bem descrito na sentença condenatória, bastaria ao *insider* mantê-las em custódia

pelo tempo necessário para descaracterizar a ocorrência de lucro, o que somente fomentaria esta conduta reprovável.

Por fim, proferiu o voto mantendo a pena de 2 anos, 6 meses e 10 dias de reclusão, além de pagamento de multa de R\$ 349.700,00 (trezentos e quarenta e nove mil e setecentos reais), ao ex-diretor de Finanças e Relações com Investidores da Sadia, afastando, porém, a reparação a título de danos morais coletivos, fixada em R\$ 254.300,00 (duzentos e cinqüenta e quatro mil e trezentos reais) pelo Tribunal Regional Federal da 3ª Região:

Diante do exposto, julgo prejudicado o recurso de ROMANO ANCELMO FONTANA FILHO, em razão do reconhecimento da prescrição da pretensão punitiva, nos termos do art. 109, V, c/c o art. 110, § 1º, ambos do Código Penal, e dou parcial provimento ao recurso de LUIZ GONZAGA MURAT JUNIOR, para afastar da condenação a imposição de valor mínimo para a reparação a título de danos morais coletivos.

(STJ - Resp – 1.569.171 – SP (2014/0106791-6), Relator: Ministro Gurgel de Faria, Data de Julgamento: 16/02/2016, QUINTA TURMA).

A decisão do E. Superior Tribunal de Justiça, portanto, constitui um passo relevante no combate ao uso de informações privilegiadas, tendo em vista ser a primeira vez em que esta questão fora julgada, em seu caráter criminal, nas instâncias superiores.

Na mesma forma, fora o entendimento proferido recentemente pela 2ª Turma do Supremo Tribunal Federal, que negou provimento, por unanimidade, ao Recurso Extraordinário com Agravo de nº. ARE 971036 interposto pelas partes, em linha com o que fora julgado pelo Superior Tribunal de Justiça e, anteriormente, pelo Tribunal Regional Federal da 3ª Região, mantendo a condenação criminal.

Referida decisão ocorreu em 05 de maio de 2017, com publicação da ata de julgamento em 12 de maio de 2017, cuja relatoria coube ao Ministro Dias Toffoli, de maneira que foram acolhidas as teses como, por exemplo, de que o crime de *insider* é de natureza formal e abstrata, ou seja, independe do resultado e que, também, ainda que se trate de operações não concluídas, a informação pode ser considerada relevante desde que seja capaz de influenciar nas decisões de investimento.

Destarte, com o julgamento de um caso de grande vulto e evidente publicidade, como este em comento, temos uma nova conjuntura a partir de então, auxiliando na construção

jurisprudencial e nos estudos acerca da matéria, analisando fatos pertinentes a toda ordem econômica.

### 3.2. A EFETIVIDADE NO COMBATE AO *INSIDER TRADING*

O *Insider Trading* é uma prática de mercado extremamente difícil de ser combatida, que está inserida há muito tempo no ambiente financeiro. Portanto, em virtude disso e da produção diária de um alto número de informações pelas companhias, que por sua vez passam pelo conhecimento de diversas pessoas, surge um ambiente extremamente complexo para se avaliar quais condutas são passíveis de condenação ou não.

Os tribunais norte-americanos já investigaram muitos casos envolvendo suspeitas de *Insider Trading* através de sua agência reguladora, denominada *Securities Exchange Commission* (SEC).

A repressão ao *insider trading*, ou à vantagem obtida indevidamente por meio da utilização de informações sigilosas na negociação de títulos no mercado de capitais, vem evoluindo consideravelmente, na esfera da regulação do mercado de capitais brasileiro, durante as últimas décadas. Em tendo sido consagrados, pela legislação societária brasileira, os princípios inerentes aos deveres de diligência, de lealdade e de informar, o combate ao *insider trading*, sob um certo aspecto, pode ser visto como um produto natural destes princípios, dado que se harmonizam com os fundamentos éticos do agir com probidade e justiça. Assim, ao se impor similares deveres dos insiders, de um lado, diligencia-se à prevenção de *insider trading*, e, de outro, praticamente se exige que seja também coibido (PROENÇA, 2005, p. 271).

Assim, pode se dizer que os Estados Unidos é o primeiro país a combater de forma ampla o uso indevido de informações privilegiadas dentro do Mercado de Capitais. Neste sentido, ainda que se trate de um país de *common law*, onde a principal fonte do direito é decorrente das decisões judiciais, a demonstração desta prática ilícita dentro do ordenamento jurídico norte-americano se apresenta como importante fonte de informações frente à ampla gama de casos já analisados pelo seu poder judiciário.

A busca por uma proteção cada vez maior e mais efetiva aos investidores que, por sua vez, seria capaz de gerar um aumento de confiabilidade por parte da sociedade no mercado, conseqüentemente aumentando a captação de recursos disponíveis para investimento, se evidencia ao longo do tempo.

Portanto, a análise no direito comparado é importante no que tange à experiência dos tribunais norte-americanos em casos semelhantes, uma vez que estando os países integrados em processos que envolvem uma economia globalizada, haja vista as investigações realizadas no caso Sadia-Perdigão, é possível extrair de casos análogos formas de combate mais eficazes a este ilícito, uma vez que muitas questões ainda restam controversas a respeito do tema.

Ademais, a jurisprudência ocupa papel fundamental na construção de uma abrangência normativa mais eficaz que trate especificamente do tema. Importante ressaltar que, em muitos casos dentro do Mercado de Capitais, as condutas ocorrem em mais de um país, como é o exemplo do caso Sadia-Perdigão aqui por ora demonstrado, que levou ao oferecimento de ação civil nos Estados Unidos pela *Securities Exchange Commission* (SEC).

Ante todo o exposto, resta evidente que uma exata mensuração da eficácia do combate a estas práticas é extremamente difícil de ser realizada, pois na maioria das vezes a ocorrência destas atividades ilícitas nem mesmo é percebida, embora as condições até aqui sejam favoráveis, no tocante ao desenvolvimento e à evolução dos mecanismos que visam coibir tais práticas, não é possível assinar um documento atestando que este cenário de evoluções positivo irá se perdurar e é tão eficaz como deveria.

Porém, é possível perceber que, a mitigação destas práticas deve ser realizada de uma maneira ampla, com os diversos órgãos que compõem tal estrutura atuando de maneira sistêmica. A atuação da CVM como assistente de acusação do Ministério Público Federal em casos como o da Sadia-Perdigão, é um exemplo de que esta cooperação é plenamente possível de ser realizada.

As investigações, por sua vez, se esbarram em entraves que devem ser sanados, construindo medidas que terão bons reflexos não só no mercado de capitais, mas em toda a sociedade.

Alvo de muitas críticas pelas recentes obras doutrinárias, inclusive, é a descrição do sujeito ativo na tipificação penal do artigo 27-D, advento da Lei n. 10.303/01, de forma que ao estabelecer em seu corpo “utilizar informação relevante ainda não divulgada ao mercado de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo...” estaria facilitando que terceiras pessoas, atuando a mando destas, restassem impunes com a prática da conduta.

Vale lembrar que, apesar da intenção do legislador ser clara ao incluir o § 4 no artigo 155, da Lei n. 6.385/76, vedando a utilização de informação relevante ainda não divulgada por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, tal assunto permite que se criem muitas controvérsias desnecessárias, que poderiam ser sanadas com uma simples alteração na descrição do tipo penal em origem, melhor dizendo, na descrição do artigo 27-D da referida lei, gerando maior segurança ao instrumento normativo em questão.

Para Proença, o tipo teria sido melhor descrito se utilizada a preposição “ou”, ao invés de “e” (2005, p. 320).

Também como outra dificuldade, temos que o crime objeto deste estudo, é comparado a um crime de menor potencial ofensivo, uma vez que a pena mínima é de um ano, levando em muitos casos à extinção prematura do processo, através da celebração de termos de compromisso e através de conciliação com o Ministério Público Federal.

Ou seja, ainda que estas investigações culminem em processos judiciais, tem-se verificado que a punição, na prática, não se mostra tão eficaz para coibir este tipo de atividade ilícita no mercado de capitais como deveria. Portanto, o intuito de parear as oportunidades de informação e de investimentos deve evoluir muito para ser mais efetivo neste sentido.

Talvez a constatação mais surpreendente seja no sentido de que os procedimentos, precedentes administrativos e judiciais utilizaram critérios e alcançaram resultados diferentes em função justamente dos instrumentos, mecanismos, estratégias jurídicas ou proativismo das instituições ao combater o ilícito. Não há homogeneidade na tomada de decisão nem por parte de quem propõe medidas administrativas e judiciais e nem por parte de quem julga. O contexto em que essa dinâmica ocorre chama a atenção, especialmente quando se pensa em estruturas institucionais e resultados efetivamente alcançados. Afinal, a prática de *insider trading* vem mesmo sendo combatida no Brasil? Qual a mensagem recebida por quem, de alguma forma, pretende se utilizar de informações privilegiadas em operações realizadas no mercado de valores mobiliários? (PRADO, 2016, p. 82).

Prado, inclusive, questiona a real efetividade deste combate, uma vez que apesar de serem reconhecidos os esforços para tanto, tais mecanismos não sinalizam necessariamente uma punição exemplar e repressiva com relação ao uso de informações privilegiadas, uma vez que a diversidade de procedimentos e respectivas soluções podem levar a resultados distintos (2016, p. 82). Apesar disso, algumas evoluções devem ser ponderadas como um aumento da preocupação em coibir estas atividades, prova disso é

a criminalização da referida conduta aqui já mencionada. Assim, no que tange à esfera criminal, temos que:

A política criminal brasileira decidiu pela imposição de uma tutela penal na repressão ao uso indevido de informação privilegiada no mercado de capitais, tendo em vista que a igualdade de condições de acesso às informações com relevo patrimonial no mercado de capitais é uma das principais garantias para que esse mercado reflita de maneira justa o valor das empresas. O Direito Penal, por sua vez, mostra-se não só legítimo como também necessário para exercer a tutela da igualdade de condições de acesso às informações no mercado de capitais, tendo em vista que o bem jurídico protegido reveste-se de dignidade penal, na medida em que outros meios, não penais, não se mostraram suficientes para exercer uma tutela satisfatória. (CORSETTI, 2013, p. 135).

Sabendo que as medidas administrativas e civis não pareciam ser suficientes para coibir a prática de *insider trading*, podemos elencar a criminalização da referida conduta como um aspecto positivo dentro da efetividade do combate a estas práticas, ainda que com uma realização bem tímida em nosso judiciário.

Para Proença, a criminalização de infrações às regras de funcionamento do mercado de capitais, levada a efeito pela Lei n. 10.303/2001, não se mostra em descompasso com a nossa ordem jurídica (nem, tampouco, com o direito comparado, como visto), mostrando-se, ao contrário, bastante oportuna (2005, p. 312).

Importante demonstrar que, especificamente no âmbito nacional, o caso Sadia-Perdigão se mostra como uma nítida exceção, Prado demonstra em estudo recente, realizado pela Fundação Getúlio Vargas Direito SP, que no período de 2002-2015, a CVM teve 50 processos administrativos sancionadores julgados sobre casos de *insider trading*, ao passo que somente quatro deles se tornaram processos criminais, sendo o caso da Sadia-Perdigão o primeiro deles, em 2009 (2016, p. 42).

São três os casos em que o foro criminal foi acessado após a alteração legislativa de 2001, e mais uma denúncia que se encontra em fase inicial (PRADO, 2016, p.77).

Ou seja, esta relação corresponde a somente 8% (oito por cento) dos casos julgados pela CVM, demonstrando um índice extremamente baixo na relação entre a apuração destas atividades pelas esferas administrativas e os casos em que são denunciados na seara criminal. Na esfera criminal, são poucos os casos de que se tem notícia e apenas um deles foi julgado até a instância do STJ (PRADO, 2016, p. 82).

Como contraponto, resta nítido que na maioria dos casos há uma ampla gama de matérias envolvidas, que torna de difícil caracterização o fato em comento, em virtude de sua complexidade.

Não há homogeneidade na tomada de decisão nem por parte de quem propõe medidas administrativas e judiciais e nem por parte de quem julga. O contexto em que essa dinâmica ocorre chama a atenção, especialmente quando se pensa em estruturas institucionais e resultados efetivamente alcançados. Afinal, a prática de *insider trading* vem mesmo sendo combatida no Brasil? Qual a mensagem recebida por quem, de alguma forma, pretende se utilizar de informações privilegiadas em operações realizadas no mercado de valores mobiliários? (PRADO, 2016, p. 82).

A crítica, portanto, é devida uma vez que o estudo envolve uma ampla gama de matérias de direito envolvidas no curso dos processos investigativos, o que demonstra que referidos processos carecem de uma atuação cada vez mais integrada pelos diversos órgãos que a compõem para que se torne efetiva, seja através de estudos conceituais ou jurisprudenciais, seja através do fortalecimento dos órgãos fiscalizatórios que visam coibir estas práticas, seja através do estudo de medidas punitivas mais eficazes, entre outras. Restando evidente que, até mesmo as sanções penais previstas no ordenamento jurídico vigente, não se mostraram tão seguras a ponto de evidenciar tais condutas, haja vista o índice ínfimo de sanções nesta seara.

Referida evolução é de suma importância para se mitigar um estigma social de que tais atitudes não são devidamente investigadas ou punidas. E, assim sendo feita, reestabelece, ainda de que forma lenta e gradual, a confiança dos investidores no mercado de capitais de que estas atividades estão sendo mais bem investigadas e devidamente punidas, transformando a realidade social e atendendo aos valores coletivos.

Desafiador, portanto, é uma palavra que define o combate a tais práticas, uma vez que está atrelado a diversas variáveis abstratas e de difícil caracterização. Neste sentido, iniciativas que estreitam os laços entre a CVM, Poder Judiciário, Polícia Federal e a sociedade como um todo, estabelecem uma relação ganha-ganha, como já demonstrado por diversas vezes ao longo do presente estudo.

Destarte, a efetividade de tais normas ainda encontra-se limitada no tocante à sua abrangência de fato, de forma que até o presente momento, como visto, resta nítido que a expectativa ainda é muito maior do que a sua real efetividade neste sentido.

#### 4. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Em um país cuja economia ainda está se adaptando aos conceitos de um mercado econômico cada vez mais dinâmico e globalizado, ainda esbarramos em obstáculos que devem ser estudados com mais cautela buscando proteger o interesse social e econômico da população.

No âmbito das atividades econômicas, evoluímos para um modelo de Estado Democrático de Direito que se preocupa com o desenvolvimento econômico e, para tanto, torna-se essencial o exercício de certo nível de controle sobre a economia, ainda que de forma regulatória.

Na mesma esteira, ao longo da história, é possível identificar uma mudança no comportamento social e estatal de forma estrutural, ainda que, a *contrario sensu*, inseridos em uma conjuntura político-cultural onde os ideais morais e éticos foram banalizados com o passar dos anos.

As recentes movimentações populares contra a corrupção não só evidenciam a revolta com os escândalos políticos como também demonstram uma crescente preocupação por parte da sociedade em regular de forma mais efetiva a ocorrência dos mais diversos crimes financeiros que ocorrem em nosso cenário econômico. Assim, em uma conjuntura socioeconômica como esta, encontramos uma base conceitual para entendermos a complexidade do assunto tratado.

Assim, segundo Proença, ao tratarmos das condutas ilícitas na esfera do mercado de capitais, sejam elas ou não de natureza criminal, estamos analisando fatos pertinentes à ordem econômica e não atos meramente lesivos das finanças públicas ou privadas (2005, p. 307).

Estes fatores em conjunto, aqui especificamente o desenvolvimento econômico, a regulação da atividade econômica pelo Estado e os recentes casos de crimes financeiros

com uma preocupação popular cada vez maior, tem nos mostrado a importância de uma análise cada vez mais precisa a respeito da temática.

Dentro do aspecto dos crimes financeiros, a figura do *insider trading* se dá quando aquele que negocia valores mobiliários o faz mediante o uso de informações privilegiadas que ainda não são de conhecimento do mercado, aproveitando-se deste aspecto para obter vantagens indevidas em suas negociações.

Frente ao que foi exposto, não se trata, portanto, de uma análise superficial de um crime em sua particularidade específica, mas sim de um ambiente corrompido que impede que as normas jurídicas atinjam a efetividade desejada. Ao alinharmos estes fatores com a ausência de sanções mais específicas e a morosidade do sistema judiciário nacional, podemos notar que tais condutas tornaram-se cada vez mais presentes em nosso ambiente social.

A igualdade de condições de acesso às informações relevantes no mercado de capitais, portanto, se torna uma das garantias fundamentais para que esse mercado reflita de forma justa o valor das organizações e atinja o seu desenvolvimento de forma plena em conjunto com a atividade econômica do país.

Em face disso, após analisar o entendimento da Comissão de Valores Mobiliários – CVM a respeito do tema, bem como seus instrumentos regulatórios e os processos administrativos que visam à repressão destas atividades, buscamos apresentar de forma mais clara o entendimento sobre a sistemática de tais práticas ilícitas no mercado de capitais, uma vez que em razão da complexidade da prática, faz-se necessário reunir vestígios concretos da prática do crime para que haja uma eventual condenação.

Ademais, os critérios aqui analisados ressaltam a importância da cobrança por parte da sociedade, que está cada vez mais solicitando providências das autoridades públicas através de medidas eficazes e eficientes para coibir práticas que geram danos a toda população direta ou indiretamente neste sentido.

Ocorre que tal fato, como dito anteriormente, se esbarra nos indícios necessários à condenação dos investigados que, por sua vez, possuem uma estruturação complexa e multidisciplinar que, por assim ser, carece de evolução neste sentido.

A título de exemplo, atuações integradas dos diversos órgãos responsáveis por coibir estas práticas, maiores estudos jurisprudenciais em sede internacional, critérios mais bem

definidos para a caracterização do ilícito, entre diversos outros citados ao longo do presente estudo, poderiam ensejar uma maior efetividade na repressão destas práticas.

Verificações operacionais em maior escala poderiam, também, gerar diversos benefícios, buscando evidenciar as vantagens obtidas por cada operador do mercado financeiro, em virtude de estreitar a ligação entre a prática de *Insider Trading* e a análise dos resultados obtidos com eventuais negociações, tendo em vista a complexidade e profundidade do tema objeto deste trabalho.

Como foi possível observar, o crime de uso indevido de informações privilegiadas no mercado de capitais é composto por duas faces complementares, tais quais a tutela da igualdade de condições no acesso às informações relevantes e, também, o desempenho protetivo patrimonial, vez que deseja evitar a obtenção de benefício patrimonial indevido.

Assim, a interdisciplinaridade dos julgamentos faz com que seja requerido um alto conhecimento sobre a sistemática de instrumentos financeiros que compõem esse mercado, o que dá suporte à necessidade de se demonstrar de forma cada vez mais objetiva os critérios adotados nos casos de condenação pelo uso indevido de informação privilegiada, ou seja, pela prática de *Insider Trading*.

Porém, aqui forçosa a menção, ainda que nossa legislação encontre diversos entraves que dificultem sua aplicação, como os retro mencionados, resta evidente que há uma maior atenção neste sentido, como por exemplo, a criminalização do uso indevido de informação privilegiada, com o advento da Lei n. 10.303/2001, o que, por si só, abre uma agenda ainda maior sobre a necessidade de avançar os debates acerca da temática, evoluindo nossos mecanismos de investigação e punição destas práticas, uma vez que a questão se mostra como um quadro em construção, necessitando, por óbvio, de melhorias e avanços neste sentido.

Analisando todo o trabalho aqui apresentado, portanto, constata-se que a legislação nacional tem evoluído gradativamente no controle jurídico deste ilícito. A busca pelo aperfeiçoamento a respeito do tema de Instituições como a CVM, a própria Polícia Federal e o Ministério Público, evidencia esta atenção à temática cada vez maior, ainda que de forma lenta e gradual, visando, por fim, atuar de forma estratégica no combate a estas práticas.

Cumprе ressaltar, por outro lado, que essa avançada legislação, apesar de bem fundamentada com base na ética, disciplina e confiança que se espera dos agentes

financeiros, se esbarra na escassez de resultados práticos, como apurado em estudos recentes, aqui já citados, no sentido de que somente 8% (oito por cento) dos casos julgados através das vias administrativas se tornaram processos criminais, e também, como se não bastasse, pelo número ínfimo de condenações em instâncias superiores no país.

É cediço, portanto, que tais atividades ilícitas afugentam possíveis investidores, atrapalhando de forma sistêmica toda a sociedade, uma vez que em decorrência disto, temos uma atividade que vai contra o principal preceito do progresso econômico, tal qual a circulação de capital.

Espera-se, contudo, que com os recentes casos julgados, aqui destacando o caso Sadia-Perdigão que, por sua vez, levantou questões que até então restavam controversas, continue a legislação evoluindo na observação sistêmica do mercado de capitais, visando coibir tais práticas de forma cada vez mais presente e efetiva, sendo importante instrumento para promover o desenvolvimento dos mercados de capitais e garantir a segurança jurídica que se espera de um sistema econômico e financeiro.

## REFERÊNCIAS

### ACERVO DIGITAL:

BRASIL. **Tribunal Regional Federal (3. Região)**. Apelação Criminal n. 0005123-26.2009.4.03.6181. Acórdão 8433/2013. Relator: Desembargador Federal Luiz Stefanini. Data de Julgamento: 04/02/2013. Disponível em: <http://web.trf3.jus.br/acordaos/Acordao/PesquisarDocumento?processo=200961810051234>> Acesso em 17/05/2017.

BRASIL. **Superior Tribunal de Justiça**. Recurso Especial n. 1.569.171 - SP (2014/0106791-6). Relator: Ministro Gurgel de Faria. Data de Julgamento: 16/02/2016. Disponível em: <https://ww2.stj.jus.br/processo/pesquisa/?aplicacao=processos.ea&tipoPesquisa=tipoPesquisaGenerica&termo=REsp%201569171>> Acesso em 17/05/2017.

BRASIL. **Supremo Tribunal Federal**. Recurso Extraordinário com Agravo n. ARE 971036 - SP. Relator: Ministro Dias Toffoli. Data do Julgamento: 05/05/2017. Disponível em: <http://www.stf.jus.br/portal/processo/verProcessoAndamento.asp?incidente=4983571>> Acesso em 17/05/2017.

### LIVROS:

CORSETTI, Michelangelo, ***Insider trading: Informação privilegiada – O uso indevido no mercado de capitais***, 1ª ed., 2013.

KRUGMAN, Paul e Maurice Obstfeld, ***Economia Internacional: Teoria e Política***, 8ª ed., 2010.

PIKETTY, Thomas, ***O Capital no Século XXI***, 1ª ed., 2014.

PINHEIRO, Juliano Lima, ***Mercado de Capitais: Fundamentos e técnicas***, 3ª ed., 2006.

PRADO, Viviane Muller; RACHMAN, Nora; VILELA, Renato, ***Insider Trading: normas, instituições, e mecanismos de combate no Brasil***, FGV Direito SP, 1ª ed., 2016.

PROENÇA, José Marcelo Martins, ***Insider Trading – Regime Jurídico do Uso de Informações Privilegiadas no Mercado de Capitais***, 1ª ed., 2005.