

**UNIVERSIDADE PRESBITERIANA MACKENZIE**  
**FACULDADE DE DIREITO**

LEONARDO ANDREI VIEIRA ROSA

A PRÁTICA DE INSIDER TRADING E SEUS EFEITOS NA ESFERA  
ADMINISTRATIVA – ANÁLISE DA ATUAÇÃO DA JBS S.A. E SEUS  
CONTROLADORES NO MERCADO ACIONÁRIO

São Paulo

2019

LEONARDO ANDREI VIEIRA ROSA

A PRÁTICA DE INSIDER TRADING E SEUS EFEITOS NA ESFERA  
ADMINISTRATIVA – ANÁLISE DA ATUAÇÃO DA JBS S.A. E SEUS  
CONTROLADORES NO MERCADO ACIONÁRIO

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à  
Faculdade de Direito da Universidade Presbiteriana  
Mackenzie como requisito parcial à obtenção do grau  
de Bacharel em Direito.

ORIENTADORA: Profa. Dra. Thaís Cíntia Cárnio

São Paulo

2019

*Aos meus pais, pelo constante e incansável incentivo e apoio; à minha querida amiga Dra. Nicole Fascina Gonçalves Henrique, cuja amizade, apoio e paciência foram essenciais à conclusão do curso de Direito; à eterna instituição VMASC e todos seus integrantes, pela força e parceria ao longo de tantos anos.*

## SUMÁRIO

INTRODUÇÃO .....	5
1. MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS: ORIGEM E DESENVOLVIMENTO .....	7
1.1. Escassez de Regulamentação e Insegurança Econômica (1965 – 1976).....	8
1.2. Desenvolvimento do Mercado Financeiro (1976 – 2001).....	10
1.2.1. Criação da CVM e suas atribuições .....	11
1.2.2. Primeiros passos no combate ao <i>insider trading</i> e evolução da regulamentação.....	13
2. O INSIDER TRADING .....	16
2.1. Conceito de <i>Insider Trading</i> .....	16
2.1.1. Deveres e responsabilidades dos administradores.....	18
2.1.2. <i>Insider</i> primário e secundário.....	21
2.2. Conceito de fato relevante.....	25
2.2.1. Divulgação da informação .....	26
2.2.2. Informação privilegiada .....	27
2.3. Responsabilização .....	29
2.3.1. Termo de Compromisso .....	36
3. ANÁLISE DE CASO: JBS S.A. ....	38
3.1. Relatório.....	38
3.2. Pedido de Termo de Compromisso .....	42
3.3. Parecer do Comitê Técnico .....	43
CONCLUSÃO .....	46
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....	48

## INTRODUÇÃO

A problemática do *insider trading* é um tema que avança proporcionalmente ao crescimento do número de investidores em ambiente de bolsa de valores, no Brasil. A velocidade com que as relações acontecem tem dificultado ainda mais a fiscalização do regulador das pessoas que, de má-fé tentam obter vantagem em detrimento dos pequenos investidores. Estes, grupo que deve ser protegido por estar em desvantagem volumétrica e informacional, fazem parte da essência de vedação ao uso de informações relevantes das empresas por parte de seus administradores.

A lenta consolidação da regulação neste mercado associada à crescente evolução dos tipos de negócios que passaram a ser feitos para que se movimentasse valores em busca de aumento de capital formou cenário perfeito para que as práticas não-equitativas de mercado tivessem espaço e se consolidassem, fazendo com que o mercado de valores mobiliários fosse ambiente apenas para investidores com grande quantia e para movimentação de grande quantidade de valores mobiliários.

A criação da Comissão de Valores Mobiliários – CVM, pode se dizer, foi o primeiro passo em busca do combate real e efetivo àqueles que se utilizavam de um ambiente ainda pouco regulado para obter dinheiro rápido e fácil. Desde então, se comparado ao volume de negociação, poucos foram os casos que repercutiram no mercado e que geraram qualquer discussão. O combate ao *insider trading* ganhou forma e robustez e passou a ser procedimental para qualquer instituição financeira, principalmente, para as que têm seu capital aberto em bolsa.

Contudo, ainda que tenham diminuído ou quase não chamado muito a atenção, alguns exemplos são importantes *cases* no mercado para que possamos aprender a prevenir, identificar, tratar, investigar e sancionar, além de nos permitir criar mecanismos de mitigação destes riscos do lado do investidor. Para tanto, o presente trabalho delimitar-se-á na conceituação dos principais aspectos da infração em seu ambiente administrativo e analisará as medidas tomadas pelo regulador após o acontecimento de um ilícito, ainda que com tanta prevenção.

Dessa maneira, o que irá ser analisado é um *case* específico envolvendo um dos maiores grupos econômicos do país, no qual seus administradores e controladores utilizaram-se de mecanismos para tentar obter vantagem econômica ilícita a partir da iminência de um fato que geraria grande prejuízo. Como será abordado neste trabalho, o *insider trading* não é só aquele que auferir lucro, mas também aquele que deixa de perder e, este segundo, é o que se encaixa ao exemplo que usaremos neste estudo, buscando identificar as formas usadas para o cometimento do ilícito e qual o procedimento adotado para sua punição, ainda que sendo previsto em norma a possibilidade de acordos.

Ademais, ainda que sejam previstos mecanismos de prevenção muito avançados, unindo figuras de regulação e autorregulação na fiscalização e estudo dos mercados a fim de mitigar qualquer possibilidade de infração, aqueles que têm a intenção real de ludibriar o sistema e obter vantagem, têm conseguido obter êxito em alguns casos, mesmo que momentaneamente.

O que se estabeleceu neste projeto foi a conceituação das diversas faces do tema, de seus agentes, *players*, tais como quais são os requisitos para caracterização de um *insider trading*, qual a definição destes requisitos, a identificação objetiva daqueles que podem figurar como agentes da infração, em que ambiente, utilizando-se de que ferramentas entre outros conceitos inerentes à figura do tipo. E detalhamento dos procedimentos adotados na fiscalização, investigação e punição daqueles que são identificados, buscando reunir as definições trazidas pelo regulador do mercado de valores mobiliários – CVM – em suas Instruções e deliberações, tais como a Instrução 358/2002, que trata da utilização de informações relevantes de uma companhia e as disposições previstas em lei, como a Lei das S.A. e a Lei do Mercado de Capitais, as quais andam juntas às instruções no âmbito administrativo, que é foco deste trabalho.

Por fim, analisaremos o passo-a-passo do procedimento para sanção dos culpados e quais são os efeitos que uma condenação pode causar aos *insiders* e à companhia que teve seus valores mobiliários negociados de forma ilícita.

## 1. MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS: ORIGEM E DESENVOLVIMENTO

O ordenamento jurídico brasileiro observou grande demora até que pudesse contar com dispositivos que previam proteção ao mercado financeiro e de capitais. Não é atoa que, desde os primórdios das relações financeiras no país, o que vigorava era grande insegurança jurídica e a necessidade de adaptação, tanto das empresas quanto dos investidores, ao ambiente disponível para negociação e circulação de capital.

É certo que o desenvolvimento do mercado financeiro no Brasil foi irrisório, numericamente, se comparado ao seu crescimento após a criação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), por meio da Lei nº 6.385 de 1976, a qual, junto com a lei 6.404 do mesmo ano, passa a dispor sobre a vedação do uso de informações privilegiadas, pelos administradores e acionistas controladores de empresas emissoras de valores mobiliários, para obtenção de vantagem econômica ilícita, prática que passou a ser conhecida como *insider trading*.

A proteção contra *insider trading*, nome dado também ao agente, teve sua origem no mercado financeiro dos Estados Unidos, país pioneiro na previsão da vedação de negociação fundada em privilégio informacional, e foi baseada na proibição da manipulação de mercado, prática esta que distorce a formação do preço dos valores mobiliários negociados.<sup>1</sup>

Desde a década de 1960 até meados de 2000, poucos foram os países aderentes à proibição da prática de *insider trading*. Segundo Prado, Rachman e Vilela, “antes de 1990, em apenas 34 mercados era proibido o *insider trading*; já em 2002, de um grupo de 103 países pesquisados, 87 possuíam regras de vedação da utilização de informação privilegiada”. Mas a crescente aderência dos países que passaram a ter esta previsão não estava diretamente proporcional ao número de países que, efetivamente, tiveram iniciativas de aplicação desta regra. De acordo com os estudos<sup>2</sup>, até 2002, menos da metade dos países que haviam proibido a prática tinham passado por alguma tentativa de punição.

---

<sup>1</sup> MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Insider Trading: Normas, Instituições e Mecanismos de Combate no Brasil*. Prefácio. 1ª ed. São Paulo: Coleção Acadêmica Livre – Fundação Getúlio Vargas, 2016. p. 7.

<sup>2</sup> PRADO. Viviane Muller; RACHMAN. Nora; VILELA. Renato. *Insider Trading: Normas, Instituições e Mecanismos de Combate no Brasil*. Prefácio. 1ª ed. São Paulo: Coleção Acadêmica Livre – Fundação Getúlio

Tomando-se por base o mercado brasileiro, ao tempo da promulgação da Lei 6.385/76, a situação era significativamente diversa da que é encontrada hoje. Quando da sua criação, a lei era mais pautada na instrução das instituições do que em sua punição, visto que seu principal objetivo era a proteção do investidor que, à época, em sua maioria, eram pessoas físicas que utilizavam seus recursos de poupança para aplicação, predominantemente, no mercado de ações<sup>3</sup>. Ainda assim, o Brasil ocupa boa posição no mapa mundial de combate ao uso de informações privilegiadas, visto que, logo em 1977, um ano após a criação da lei que continha a previsão da vedação, já iniciou seu primeiro processo administrativo com intuito de investigar a ocorrência de *insider trading* na negociação de ações.

### **1.1. Escassez de Regulamentação e Insegurança Econômica (1965 – 1976)**

O sistema de prestação de constas das companhias brasileiras no período de 1965 a 1976, ou seja, anterior à criação da Lei do Mercado de Capitais de 1976 que regulamentou o mercado e criou a CVM, era muito precário. Não havia, na regulamentação vigente à época, qualquer previsão de padrão no fornecimento de informações por parte das emissoras de valores mobiliários, tampouco havia qualquer obrigação regulatória das companhias fornecerem ao mercado informações relacionadas a fatos relevantes que impactariam diretamente nas tomadas de decisão pelos investidores e no preço dos valores mobiliários de emissão daquela companhia.

Todavia, a Lei 6.385/76 não foi a primeira lei do mercado de capitais a abordar o tema da utilização de informação privilegiada. Em 1965, o ordenamento jurídico foi contemplado com, talvez, a primeira Lei de Mercado de Capitais no Brasil que fez alusão à prática

O art. 3º, inciso X, previa a competência do Banco Central para “fiscalizar a utilização de informações não divulgadas ao público em benefício próprio ou de terceiros, por acionistas ou pessoas que, por força dos cargos que exerçam, a elas tenham acesso”. Como se vê, esta referência normativa de proibição de *insider trading* não apareceu, portanto, como regra de conduta, e nem foi formulada a qualificação do uso de informação privilegiada como ato ilícito. PRADO; RACHMAN; VILELA, 2016, p. 17).

---

Vargas, 2016. p. 13 e 14. *Apud* BHATTACHARYA, Utpal; DAOUK, Hazem, “The World Price of Insider Trading”. *The Journal of Finance*, vol. 5, 1. ed., p. 75-108, 2002.

<sup>3</sup> EIZIRIK, Nelson. *Reforma das Sociedade Anônimas e do Mercado de Capitais*. 2ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1998. p. 135 e 136.



O real “problema” desta lei é que ela possuía um caráter meramente informativo da delimitação de competência do Banco Central, evidenciando sua atribuição de fiscalizador do uso de informação privilegiada, porém silenciando sobre a punição dos agentes que se beneficiavam economicamente das informações que o mercado em geral ainda não tinha conhecimento.

O monitoramento, então, era inexistente e, conseqüentemente, também a intervenção nas relações entre investidores e companhia emissoras de valores mobiliários. Se tonava cada vez mais necessário o desenvolvimento, dentro do Banco Central, do órgão responsável pela fiscalização, acompanhamento e, ainda, punição daqueles que se utilizassem de informações privilegiadas para obtenção de vantagem com a negociação de valores mobiliários.

Sabendo disso, o Banco Central solicitou a vinda para o Brasil de dois advogados norte-americanos, sendo eles Norman Poser, da *Securities and Exchange Commission* (SEC - autoridade reguladora do mercado de valores mobiliários norte-americano), e Alan Roth, da *American Stock Exchange* (AMSE - uma das maiores bolsas de valores dos Estados Unidos, à época), para diagnosticarem os problemas e elaborarem um relatório com sugestões de melhoria e desenvolvimento do mercado de valores mobiliários brasileiro.<sup>4</sup>

De acordo com Prado, Rachman e Vilela<sup>5</sup>:

Neste documento, os consultores denunciam um problema estrutural para o monitoramento do mercado, ao relatarem que o regulador brasileiro destinava uma única pessoa de seu quadro para fiscalizar e trabalhar com questões do mercado acionário, e que gastava grande parte seu tempo no exame de prospectos de novas emissões. Fora este funcionário, afirmam esses autores, havia um pequeno grupo do Banco Central formado pelo seu presidente, mais três funcionários e dois outros profissionais do mercado, dedicado a assuntos como a reorganização do mercado e a formular um sistema regulatório próprio. [...] Além da carência, no regulador, de capital humano que estivesse alocado na fiscalização do uso de informação privilegiada, outro ponto crítico dizia respeito à inexistência de estrutura regulamentada para a atividade de custódia de ações, que, à época, eram ao portador.

---

<sup>4</sup> PRADO. Viviane Muller; RACHMAN. Nora; VILELA. Renato. *Insider Trading: Normas, Instituições e Mecanismos de Combate no Brasil*. Prefácio. 1ª ed. São Paulo: Coleção Acadêmica Livre – Fundação Getúlio Vargas, 2016. p. 19.

<sup>5</sup> Idem. Apud POSER, Norman; ROTH, Alan. Pesquisa Preliminar do Mercado de Capitais Brasileiro. Banco Central do Brasil, 1965, p. 6.

A conclusão a que se poder chegar deste relatório é que o mercado brasileiro, por ter um ordenamento jurídico ineficiente para torna-lo equitativo e justo, possuía poucas empresas com seu capital aberto em bolsa e as que o tinham, não possuíam liquidez necessária para incentivar a entrada de mais investidores, não sendo possível o desenvolvimento de um ambiente seguro e confiável. No mercado secundário, ou seja, em que os valores mobiliários são negociados entre particulares, a variação dos preços dos ativos era constantemente manipulada e operações envolvendo a negociação de valores mobiliários por funcionários das sociedades, utilizando-se de informações não divulgadas ao público geral, eram comuns.

O plano do governo federal, à época, era desenvolver uma forma de proporcionar crédito à longo prazo para as companhias nacionais por meio do desenvolvimento do mercado de capitais. Estava claro que este plano não estava sendo bem-sucedido. Para incentivar a entrada de capital novo no mercado e aquecer o ambiente de negociação, o governo criou medidas para que os contribuintes pudessem escolher investir o dinheiro que seria devido a título de imposto de renda no mercado financeiro. Isso gerou um aumento do número de investidores pessoas físicas, das transações e da variação dos preços no mercado acionário, abrindo espaço para especuladores e manipuladores profissionais de mercado, sem proteção alguma para o pequeno investidor.

## **1.2. Desenvolvimento do Mercado Financeiro (1976 – 2001)**

A evidente carência de proteção do pequeno investidor combinada com a quantidade desenfreada de operações no mercado de valores mobiliários trazia, de maneira crescente, uma demanda regulatória a fim de organizar e, principalmente, desenvolver o sistema financeiro como um todo. Era a oportunidade de o ordenamento jurídico servir como uma ferramenta para que as instituições reguladoras pudessem assumir seu papel fundamental de controle, fiscalização e repressão, tão necessários à manutenção da equidade, justiça e realidade dos indicadores dos papéis que estavam sendo ofertados e negociados.

Até então, a competência para fiscalização e controle do mercado de valores mobiliários era do Banco Central do Brasil e Conselho Monetário Nacional, entidades cujos órgãos internos designados para este fim, como já apontado, não tinham capacidade para estas atribuições. Era evidente o abandono do mercado e a conivência com práticas ilícitas, que iam

de encontro aos princípios que deveriam reger as relações ali estabelecidas, impedindo qualquer vantagem de um em detrimento de outro, independentemente do valor dispendido para investimento.

Além das práticas abusivas de investidores de má-fé, utilização de informações privilegiadas por funcionários e administradores das companhias, manipulação dos preços dos valores mobiliários, existia a carência – que poderia ser chamada de passiva, pois advinha da figura do regulador – de regulamentação forte e robusta com o propósito de estipular procedimentos de divulgação de informações de maneira periódica, tais como, demonstrações financeiras e/ou balanços patrimoniais, fatos relevantes que poderiam influenciar nos preços das emissões daquela companhia entre outras que se fizessem necessárias à manutenção de um mercado equilibrado e confiante, e mecanismos de fiscalização e punição caso o envio destas informações não fosse feito, ou fosse feito de maneira inadequada.

### **1.2.1. Criação da CVM e suas atribuições**

Estava claro e evidente que deveria ser criado um substituto ao Banco Central. Um órgão especializado com a atribuição de regular, fiscalizar e sancionar o mercado de valores mobiliários. Então, com o advento da Lei 6.385/76, foi criada a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), entidade ligada ao ministério da Fazenda, com a finalidade de disciplinar o mercado de títulos e valores mobiliários brasileiro (função regulatória), além de fiscalizar a prestação de informações pelos emissores ao mercado, as pessoas – físicas ou jurídicas – que dele participavam e os valores nele negociados (função fiscalizatória) e punir quem quer que praticasse atos que iam de encontro às melhores práticas do mercado (função punitiva).

A intenção, com a criação da autarquia, era, de uma vez por todas, assegurar que as práticas adotadas no mercado de valores mobiliários fossem equitativas, contando, para isso, com a atribuição que lhe foi outorgada de aplicação de penalidades na esfera administrativa, sem prejuízo da responsabilidade penal e civil (após inclusão do art. 27-D pela Lei 10.303/2001). Ademais, passou-se a padronizar a geração de dados e a se estruturar canais adequados para divulgação de informações aos investidores.

Junto à criação da CVM através da Lei de Mercado de Capitais nº 6.385/76, foi também criada a Lei 6.404/76, das Sociedades Anônimas, que representou um marco

regulatório importante ao padronizar as demonstrações financeiras, balanços, entre outras informações e estabelecer “a necessidade de serem auditadas”<sup>6</sup>, além de divulgadas através da imprensa.

O ordenamento regulatório estava caminhando no sentido de proteger, cada vez mais, o investidor em geral, que não tinha qualquer relação com a emissora dos valores negociados no mercado, e a equalizar as relações no sentido de determinar que todos aqueles que quisessem investir, independentemente do volume, tivessem igualdade de informações, podendo então tomar suas decisões baseadas numa análise geral e impessoal, apenas com fundamento nas informações divulgadas pelas companhias, ao mesmo tempo, para todos. Era a primeira vez que a norma havia trazido a vedação ao uso de informações privilegiadas e o começo da percepção desta prática como ilícita. Surgia aí, no Brasil, o começo de uma prevenção mais concreta contra o *insider trading*.

Portanto, agora o mercado possuía um órgão especializado, direcionado e estruturado para a devida fiscalização dos *players* do mercado, elaboração de normas regulatórias para definição de limites e procedimentos, controle, organização e divulgação das informações prestadas pelos emissores de valores mobiliários, além de competência para aplicação de punição. A partir desta vertente, as companhias passaram a ter a obrigação de se registrarem na CVM para poderem ter seus valores mobiliários negociados no mercado e, este registro, demandava a prestação de informações periódicas, divulgação, a qualquer tempo, de todo e qualquer fato considerado relevante, nos termos da Lei 6.404/76, ou seja, que pudessem influenciar na tomada de decisão, ativa ou passiva, de comprar ou de vender, do investidor.

Dotada de aparelhagem, agora, mais robusta que a que detinha o Banco Central, a CVM passou a ser capaz de acompanhar as negociações, variações anormais nos preços dos valores mobiliários, negociações atípicas entre outras operações que chamassem atenção pela sua peculiaridade e não regularidade, passando a abrir processos administrativos de investigação que iriam apurar se houve ou não o cometimento de qualquer prática ilícita ou não equitativa no ambiente do mercado regulado por ela, para, então, aplicar as devidas sanções.

---

<sup>6</sup> PRADO. Viviane Muller; RACHMAN. Nora; VILELA. Renato. *Insider Trading: Normas, Instituições e Mecanismos de Combate no Brasil*. Prefácio. 1ª ed. São Paulo: Coleção Acadêmica Livre – Fundação Getúlio Vargas, 2016. p. 23.

### 1.2.2. Primeiros passos no combate ao *insider trading* e evolução da regulamentação

A mudança da cultura normativa no Brasil teve seu início ao relacionar, exclusivamente, aos administradores das empresas os deveres de informação e de sigilo. O primeiro, como já discorrido, possuía a função de garantir a informação adequada, equânime e fidedigna àqueles que detinham a decisão de investimento. O segundo vinha com a intenção de barrar a divulgação – ou vazamento – de qualquer informação do emissor que ainda não tivesse sido adequadamente divulgada ao mercado, ou seu uso para busca de benefícios próprios.

Agora, além de começar a garantir uma legislação cujos alicerces estavam mais firmes, possibilitando a formação confiável de preços, a lei passou a identificar os agentes que praticavam atos que iam contra o correto desenvolvimento do mercado, os *insider tradings*. Para mitigar tal prática, a Lei das Sociedades Anônimas previu uma série de obrigações e deveres do administrador para que este observasse, constantemente, o caráter fiduciário de sua função e a lealdade à empresa, sendo vedado a utilização das informações a que tinha acesso, pela função que desempenhava, para obtenção de vantagem econômica ilícita, sua ou de terceiros.

De acordo com a mesma lei, ainda, fica condicionado ao administrador garantir que as informações permaneçam sigilosas e não sejam usadas, também, por seus subordinados ou terceiros de confiança a ele ligados.<sup>7</sup> Além disso, os administradores de companhias que possuem seu capital aberto, ou seja, tenham, emitido valores mobiliários passíveis de serem comprados por investidores no mercado regulado, devem informar a titularidade destes ativos, sendo previstos períodos de vedação para sua negociação.

Finalmente, a legislação impôs à companhia e seus administradores o dever de informar a ocorrência de quaisquer fatos relevantes<sup>8</sup> que pudessem influir, de modo

---

<sup>7</sup> Cf. art. 155, § 2º, da Lei nº 6.404/1976: “O administrador deve zelar para que a violação do disposto no § 1º não possa ocorrer através de subordinados ou terceiros de sua confiança.”

<sup>8</sup> O conceito de fato relevante será abordado mais detalhadamente no item 2.1.1 adiante.

ponderável, na decisão dos investidores de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia. Conforme art. 157, § 4º da Lei 6.404/1976:

Os administradores da companhia aberta são obrigados a comunicar imediatamente [...] qualquer deliberação da assembleia-geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou fato relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia.

O legislador se preocupou, ainda, em determinar expressamente a possibilidade de o investidor que fosse lesado ser indenizado por aqueles que fizeram uso de informações privilegiadas. Portanto, este marco regulatório de combate ao *insider trading* possuía três vertentes: dever de informar, dever de manter sigilo e possibilidade de indenização de quem fosse lesado.<sup>9</sup>

Por um bom tempo, a aplicação destas normas permaneceu prejudicada devido ao fato de que a legislação previa que “somente poderiam ser considerados como *insiders* os administradores e pessoas a eles vinculados.”<sup>10</sup>, contudo, posteriormente, com a edição da Instrução CVM nº 8 de 1979, a qual previa vedação à práticas não equitativas, é que foi possível, através de uma interpretação ampla, a punição de terceiros pelas práticas de *insider trading*, tais como os acionistas das companhias, prestadores de serviços e demais participantes do mercado.

Cinco anos mais tarde, o desenvolvimento das relações nas negociações dentro do mercado de valores mobiliários demandou a criação de nova instrução para que ficasse expresso a extensão da aplicabilidade da norma para os *players* do mercado diversos do administrador da companhia. Eis então que surge a instrução CVM nº 31 de 1984, depois substituída pela Instrução CVM nº 358 de 2002, que veio para concretizar esta demanda e conferir ampla e completa aplicabilidade de sanção, não só ao administrador da companhia, mas também aos acionistas controladores<sup>11</sup>, importante marco na busca por um mercado mais concreto, sustentável e equitativo.

---

<sup>9</sup> PRADO. Viviane Muller; RACHMAN. Nora; VILELA. Renato. *Insider Trading: Normas, Instituições e Mecanismos de Combate no Brasil*. Prefácio. 1ª ed. São Paulo: Coleção Acadêmica Livre – Fundação Getúlio Vargas, 2016. p. 25.

<sup>10</sup> Ibidem.

<sup>11</sup> “A Instrução estende ao acionista controlador o dever de guardar sigilo sobre atos ou fatos relevantes de que tenha conhecimento em razão da posição que ocupa dentro da companhia. Tendo em vista que a lei societária determina que tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa e para com a

Em síntese, a evolução constante de um mercado de valores mobiliários está diretamente ligada à confiança que o seu funcionamento possa inspirar ao público investidor. Isto só irá ocorrer na medida em que este mercado fornecer garantias de que as informações disponíveis a uma das partes devem, também, ser conhecidas da outra parte.<sup>12</sup> Cabe ressaltar, porém, que, com essas previsões e vedações, não pretende, a norma, impedir que estes agentes negociem valores mobiliários. O objetivo é impedir, apenas, a superioridade de um investidor em detrimento de outro devido ao conhecimento de informações pelo primeiro, ignoradas pelo segundo.

Não obstante o crescimento regulatório para abranger todas as facetas do ambiente mercadológico, ainda havia uma vertente não abraçada. Apesar de todo o aparato concedido à CVM, estruturalmente e funcionalmente, o *insider trading*, após processo administrativo sancionador, recebia, se fosse o caso, punição da autarquia, porém tal sanção não ultrapassava o limite da esfera administrativa. O Brasil carecia de uma lei que previsse a prática como crime e não só apenas como ato administrativo ilícito. Neste contexto é que a Lei nº 10.303 de 31 de outubro de 2001, acresceu o Capítulo VII-B à Lei 6.385 de 1976, tratando dos Crimes Contra o Mercado de Capitais. Neste, restou previsto, em seu artigo 27-D o *insider trading*, pela primeira vez, como prática criminosa passível de responsabilidade penal.

A Instrução CVM nº 358 supracitada, aparece, neste cenário, oportunamente, para concretizar tanto o dever dos administradores de divulgação de informações da companhia, quanto o dever de sigilo em caso de fatos relevantes ainda não abertos ao público em geral. Traz regras e procedimento específicos da maneira como as informações devem ser divulgadas, conceitua o que é fato relevante, determina as responsabilidades do diretor responsável pelo envio das informações à CVM e abrange todos os *players* que poderiam ter contato com fatos relevantes, vedando sua divulgação ou utilização para obtenção de vantagem ilícita. Ou seja, a referida instrução é a intersecção de todos os outros normativos, até então, utilizados pela legislação brasileira e pela autarquia na condução de sua tripla função no âmbito administrativo.

---

comunidade em que atua (art. 116, Parágrafo único da LEI Nº 6.404/76), nada mais lógico que atribuir-lhe, expressamente, o dever de manter sigilo quanto a informações relevantes ainda não divulgadas ao mercado.” COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). *Nota explicativa nº 28/84 referente à Instrução CVM nº 31/84*. 1984, p. 3.

<sup>12</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). *Nota explicativa nº 28/84 referente à Instrução CVM nº 31/84*. 1984, p. 1.

## 2. O INSIDER TRADING

A aparente consolidação do ordenamento jurídico e o, então, desenvolvimento das instituições responsáveis pela regulação do mercado de valores mobiliários brasileiro possibilitou uma maior concentração de esforços na busca pela mitigação do *insider* e de suas consequências para o crescimento da economia, num modo geral.

As companhias emissoras de títulos e valores mobiliários passaram a ter um grau de confiabilidade maior na fiscalização e regulação do mercado, fazendo com que mais empresas resolvessem abrir seu capital em bolsa de valores, o que aumentava o volume das negociações, diminuía os preços e, principalmente, concedia liquidez para os investidores. Porém, este crescimento no volume e número de operações incentivava, também, aqueles que, oportunamente, aproveitavam para obter vantagem em detrimento dos demais investidores, fazendo uso de informações sigilosas a que tinha acesso em razão da função ou cargo. Neste contexto é que passaram a ocorrer maiores casos de *insider trading*.

### 2.1. Conceito de *Insider Trading*

Durante a lenta evolução do ordenamento regulatório, o conceito de *insider trading* permaneceu sob uma densa fumaça, sem definição e sem previsão normativa. Restava, então, aos doutrinadores elaborarem um conceito fundamentado na interpretação por analogia de outros normativos a fim de abrangerem, também, este conceito e não permitir que a omissão legislativa causasse prejuízos ao mercado e seus investidores.

Conforme já discorrido, o *insider* aparecia já na Lei 6.385/76, mas apenas como uma definição de competência, dada ao Banco Central, para fiscalizar, não havendo grande aprofundamento em sua caracterização. Em 2001, porém o cenário teve uma reviravolta com o advento da Lei 10.303 que adicionou a previsão de criminalização da prática. E, finalmente, em 2002, com a aprovação, pela CVM, da Instrução CVM nº 358 é que se obteve uma definição mais concreta da matéria e da competência da CVM para atuar nesse ambiente.



O *insider trading*, de maneira geral, pode ser conceituado como a utilização de um ato ou fato relevante<sup>13</sup> da companhia, ainda não divulgado ao mercado, por quem, em razão de cargo ou função, tenha tido acesso à informação, afim de auferir, para si ou para outrem, vantagem econômica indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiros, de valor mobiliário no mercado de capitais.<sup>14</sup>

Neste sentido, o *insider*, por ter acesso à informação interna, ignorada pelo restante dos investidores, transaciona com os valores mobiliários emitidos pela própria companhia para tentar obter lucro de maneira rápida ou proteger a posição que havia conquistado até aquele momento (deixar de perder).

Todavia, as negociações são efetuadas com base em preços que não refletem a realidade por trás daqueles ativos, sendo que, tal informação, se divulgada antes da negociação, poderia influir, de maneira ponderável, no valor das ações ou na decisão do investidor de comprar ou vender, impactando, também, a realidade da empresa.

Esta é, porém, a realidade e a finalidade do mercado de valores mobiliários: os investidores tomarem decisões com base em análises, perspectivas, previsões, todas fundamentadas em informações divulgadas pelas empresas de maneira ampla, igualitária e geral, de modo que a conquista de resultado por parte de um ou de outro investidor seja através de um fato que, para todos, era incerto. Neste sentido:

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 os fatos certos, mas em grande medida, apostando-se em previsões.<sup>15</sup>

---

<sup>13</sup> Na qualidade de informação privilegiada, ou seja, a qual o mercado ainda não tenha conhecimento.

<sup>14</sup> O alicerce deste conceito está presente no texto do art. 27-D da Lei nº 6.385/76 a seguir exposto:

Art. 27-D. Utilizar informação relevante de que tenha conhecimento, ainda não divulgada ao mercado, que seja capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiros, de valores mobiliários. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/LEIS/L6385.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6385.htm)>. Acesso em: 03/04/2019

<sup>15</sup> BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. *Recurso Especial nº 1.569.171 – SP 2014/0106791-6*. Recorrente: Luiz Gonzaga Murat Junior. Romano Ancelmo Fontana Filho. Rel. Min. Gurgel de Faria. Brasília, DF, 02 de fevereiro de 2016. Disponível em: <[https://ww2.stj.jus.br/processo/revista/documento/mediado/?componente=ITA&sequencial=1480454&num\\_registro=201401067916&data=20160225&formato=PDF](https://ww2.stj.jus.br/processo/revista/documento/mediado/?componente=ITA&sequencial=1480454&num_registro=201401067916&data=20160225&formato=PDF)>. Acesso em: 03 de abril de 2019.

A maior discussão deste tema, contudo, está na definição do que se considera ato ou fato relevante das companhias, a forma e o momento em que estas informações devem ser divulgadas ao mercado. Neste imbróglio ficam de um lado as companhias, que guardam o máximo possível os dados de operações e planos estratégicos para que não haja qualquer interferência externa ou o cancelamento do negócio, e, de outro, os investidores, que desejam receber o máximo de informações para que possam traçar suas estratégias, definir seus planos, realizarem suas previsões e tomarem suas decisões.

Com efeito, é possível dizer que, quatro têm sido os pontos de referência no combate ao *insider trading*: a) a proibição do uso de informação privilegiada; b) o dever de informar fatos relevantes; c) o controle de operações de mercado; e d) a produção constante de relatórios contendo a posição acionária daqueles que têm maior e mais fácil acesso às informações de negócios e resultados da companhia.<sup>16</sup>

### **2.1.1. Deveres e responsabilidades dos administradores**

Nesse sentido é que o ordenamento jurídico prevê uma série de deveres aos administradores das companhias emissoras de títulos e valores mobiliários no sentido de divulgarem as informações de maneira correta, tomarem cuidados e observarem princípios para que os riscos do *insider trading* sejam, amplamente, mitigados.

O início desta dinâmica foi a alocação, na figura dos administradores, do dever, ao mesmo tempo, de informação, no sentido da obrigação de divulgarem as informações periódicas e eventuais, de resultados e alterações na companhia que influenciem, preponderantemente, decisão dos investidores, respectivamente, e de sigilo, para que seja vedada a apropriação da informação em benefício próprio quando não for possível sua divulgação.<sup>17</sup>

Fora neste contexto que, conforme citado anteriormente, a criação das Leis do Mercado de Capitais e das Sociedades Anônimas trouxeram, pela primeira vez a vedação ao

---

<sup>16</sup> PARENTE, Norma Jonssen. *Aspectos Jurídicos do “Insider Trading”*. CVM, 1978, p. 5. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/acesso\\_informacao/serieshistoricas/estudos/anexos/Aspectos-Juridicos-do-insider-trading-NJP.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/acesso_informacao/serieshistoricas/estudos/anexos/Aspectos-Juridicos-do-insider-trading-NJP.pdf)>. Acesso em 18 de março de 2019.

<sup>17</sup> PRADO. Viviane Muller; RACHMAN. Nora; VILELA. Renato. *Insider Trading: Normas, Instituições e Mecanismos de Combate no Brasil*. Prefácio. 1ª ed. São Paulo: Coleção Acadêmica Livre – Fundação Getúlio Vargas, 2016. p. 24.

uso de informação privilegiada. Vindo do ordenamento norte-americano, introduziu-se, aqui, o *Standard of Loyalty*<sup>18</sup>, que trata, especificamente do administrador pessoa física, que “consiste na obrigação do administrador em servir a companhia com lealdade, representando uma norma de conduta que confirma o caráter fiduciário de sua função, e que proíbe ao administrador a satisfação, em primeiro lugar, de seus interesses pessoais”<sup>19</sup>.

Além da observância do dever fiduciário, a norma prevê, também, que o administrador, não utilize das informações que detém, em virtude de seu cargo ou função para negociar ativos da empresa no sentido de obter lucro ou deixar de realizar prejuízo.<sup>20</sup> E deve garantir que estas previsões sejam estendidas às pessoas de seu círculo social, em virtude de relação de confiança, bem como aos seus subordinados.<sup>21</sup>

Com efeito, a norma, para garantir o cumprimento destas disposições, previu o dever do administrador, sempre que assumir cargo em companhia emissora de valores mobiliários, de declarar a quantidade de ativos que possui daquela companhia através do que ficou conhecido como plano individual de investimento, no qual declara a quantidade de ativos que possui da empresa e estipula, de maneira antecipada, o período em que irá negociar, seja para comprar mais ativos ou vender os que possui, sendo vedada a negociação fora dos parâmetros indicados no plano.<sup>22</sup>

---

<sup>18</sup> Dever de lealdade.

<sup>19</sup> PRADO. Viviane Muller; RACHMAN. Nora; VILELA. Renato. *Insider Trading: Normas, Instituições e Mecanismos de Combate no Brasil*. Prefácio. 1ª ed. São Paulo: Coleção Acadêmica Livre – Fundação Getúlio Vargas, 2016. p. 24.

<sup>20</sup> Cf. art. 155, Lei nº 6.404/76: 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.

[...]

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

<sup>21</sup> Cf. art. 155, parágrafo 2º, Lei nº 6.404/76: O administrador deve zelar para que a violação do disposto no § 1º não possa ocorrer através de subordinados ou terceiros de sua confiança.

<sup>22</sup> Cf. art. 157, Lei nº 6.404/76 e art. 11, Instrução CVM nº 358/2002.

Mesmo com a previsão da mitigação do *insider* nas leis aprovadas em 1976, foi apenas com a Instrução CVM nº 31 de 1984 que a vedação à negociação com uso de informação privilegiada se estendeu a pessoas diversas dos administradores, incluindo todos aqueles que tivessem acesso, direta ou indiretamente, à informação.

De acordo com Norma Jonssen Parente é possível concluir, apenas através destas normas, que o legislador brasileiro já abraçou o conceito de *insider trading*, prevendo que seriam as seguintes pessoas que, em razão do cargo ou função, teriam acesso à informações relevantes da companhia, ou seja, que seriam “capazes de influir de modo ponderável na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia”: a) administradores (conselheiros e diretores da companhia); b) membros de quaisquer órgãos, criados pelo estatuto da companhia, com funções técnicas destinadas a aconselhar os administradores; c) membros do Conselho Fiscal; d) subordinados das pessoas anteriormente referidas; e) terceiros de confiança dessas pessoas; e e) acionistas controladores<sup>23</sup>.

Assim, também abarcou a amplitude desta previsão a Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002, em seu artigo 8º:

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

Não sendo, portanto, restrito apenas às pessoas de dentro das companhias o dever de sigilo, passou a ser questionado se as pessoas de fora, terceiros que tivessem acesso à informação, deveriam, além do sigilo, também, observar o dever de divulgar.

Doutrinariamente, para que fosse imputado ao terceiro a vedação ao uso das informações, deveria, este, ter a consciência de que se tratava de informação privilegiada. Esta

---

<sup>23</sup> PARENTE, Norma Jonssen. Aspectos Jurídicos do “Insider Trading”. CVM, 1978. p. 3. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/acesso\\_informacao/serieshistoricas/estudos/anexos/Aspectos-Juridicos-do-insider-trading-NJP.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/acesso_informacao/serieshistoricas/estudos/anexos/Aspectos-Juridicos-do-insider-trading-NJP.pdf)>. Acesso em 18 de março de 2019.

conscientização era um aspecto que, para valer a vedação, deveria ser comprovado.<sup>24</sup> Assim, a inclusão do terceiro na vedação não o obrigava, legalmente, a informar, mas ficariam sujeitos a fiscalização da CVM sempre que negociassem utilizando de informação privilegiada.<sup>25</sup>

Portanto, a inclusão de terceiros na classificação subjetiva do *insider* mostrou que, no entendimento do legislador, seria penalizado tanto aquele que tem contato direto com a informação quanto quem a recebesse, fazendo seu uso mesmo sabendo se tratar de informação privilegiada. Assim, nasce a classificação do *insider trading* primário e *insider trading* secundário.

### **2.1.2. Insider primário e secundário**

Uma companhia de capital aberto, ou seja, com valores mobiliários emitidos e negociados em ambiente de bolsa deve, legalmente, através de seus administradores, divulgar, periodicamente, informações a respeito dos resultados da empresa, sendo estes de lucro ou prejuízo e, eventualmente, informações a respeito de alterações societárias, negócios realizados pela companhia, alteração em seu objeto social, alteração no quadro de diretores, operações de fusão, aquisição, cisão, entre muitos outros eventos realizados pela companhia.

O *insider*, tendo conhecimento destas informações, em razão do seu cargo ou por ter relacionamento com quem quer que a elas tenha acesso ou quem, em virtude do serviço que preste à companhia, tenha conhecimento das novas condições, antes de serem divulgadas ao mercado, transaciona com ativos da companhia para obtenção de lucro ou para evitar a realização de prejuízo futuro. Essa negociação é feita sem o conhecimento dos demais investidores, os quais, se conhecendo a informação, poderiam decidir de maneira diferente em relação a compra ou venda do ativo. Isso causa grave lesão ao mercado e uma afronta ao dever de divulgação ou sigilo por parte do detentor da informação.

---

<sup>24</sup> PRADO. Viviane Muller; RACHMAN. Nora; VILELA. Renato. *Insider Trading: Normas, Instituições e Mecanismos de Combate no Brasil*. Prefácio. 1ª ed. São Paulo: Coleção Acadêmica Livre – Fundação Getúlio Vargas, 2016. p. 26.

<sup>25</sup> PRADO. Viviane Muller; RACHMAN. Nora; VILELA. Renato. *Insider Trading: Normas, Instituições e Mecanismos de Combate no Brasil*. Prefácio. 1ª ed. São Paulo: Coleção Acadêmica Livre – Fundação Getúlio Vargas, 2016. p. 26 e 27.

Porém, de modo geral, a prática de *insider trading* trás duas proibições: (i) realizar negociações de posse de informação material<sup>26</sup> que não é pública e (ii) revelar esta informação a terceiros para que estes façam uso de maneira indevida, prática conhecida como *Tipping*.<sup>27</sup>

Desse modo, aquele que tem o acesso direto à informação, em razão de seu cargo ou da relação com a companhia, tendo conhecimento suficiente para discernir a respeito da relevância da informação e faz uso dela para negociação com valores mobiliários da própria empresa, é conhecido como *insider* primário. Por sua vez, aquele que recebe uma informação do *insider* primário, sabendo ser esta uma informação privilegiada e faz uso dela para obtenção de vantagem ilícita a partir da negociação no mercado de valores mobiliários, é conhecido com *insider* secundário.

A Instrução CVM nº 358/2002, traz em seu artigo 13 a previsão de vedações à negociação, antes da divulgação ao mercado de ato ou fato relevante da companhia, pela própria companhia aberta, pelos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, ou por quem quer que, em virtude de seu cargo, função ou posição na companhia aberta, sua controladora, suas controladas ou coligadas, tenha conhecimento da informação relativa ao ato ou fato relevante.<sup>28</sup> Estes são os *insiders* primários.

A mesma vedação se aplica, de acordo com a mesma instrução, “àqueles que tenham relação comercial, profissional ou de confiança com a companhia, tais como auditores independentes, analistas de valores mobiliários, consultores, assessores financeiros, advogados e instituições integrantes do sistema de distribuição”. Note-se que, nestes casos,

---

<sup>26</sup> “A análise da materialidade da informação pode ser didaticamente definida como a verificação da relevância da informação.” Cf. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). *Uso Indevido De Informação Privilegiada (Insider Trading)*. 1ª ed. CVM, 2016. p. 11. Disponível em: <<http://www.portaldoinvestidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/menu/atividades/CampanhaNaoAoInsiderTrading/CVM-Caderno-11.pdf>> Acesso em: 08 de abril de 2019.

<sup>27</sup> Cf. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). *Uso Indevido De Informação Privilegiada (Insider Trading)*. 1ª ed. CVM, 2016. p. 14. Disponível em: <<http://www.portaldoinvestidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/menu/atividades/CampanhaNaoAoInsiderTrading/CVM-Caderno-11.pdf>> Acesso em: 08 de abril de 2019.

<sup>28</sup> Cf. Art. 13, Instrução CVM nº 348, de 03 de janeiro de 2002.

ainda se trata de *insiders* primários, visto que tiveram acesso à informação em razão de suas funções e não através de alguém que teve acesso e a repassou.

Em suma, o *insider* primário é aquele que, em razão de sua função e relação com a companhia aberta, não importando se é de dentro ou fora da companhia, tem acesso a informações confidenciais e detalhes ainda não divulgados ao mercado e, devido a esta posição de vantagem, fazem uso da informação para auferir vantagem econômica indevida no mercado de valores mobiliários. A *conditio sine qua non* do *insider*, neste caso, é o relacionamento e acesso direto à informação.

Numa classificação ainda mais específica, Prado, Rachman E Vilela, definem os *insiders* primários em agentes internos e externos e os *insiders* secundários em agentes de mercado<sup>29</sup>. O grupo dos internos abriga aqueles que possuem vínculo direto e permanente com a companhia emissora dos papéis negociados: acionistas, administradores e funcionários. O grupo dos externos, por sua vez, abrange os prestadores de serviços relacionados às operações ou negócios que geram a informação privilegiada: advogados, consultores etc. Finalmente, os agentes de mercado, ou *insiders* secundários, constituem um grupo residual que contem os sujeitos que, de alguma forma, obtém e utilizam a informação privilegiada, ou seja, recebem essa informação dos agentes internos ou externos.

Os *insiders* secundários, também conhecidos como *Tipees*<sup>30</sup> são aqueles que, ainda que não tenham função dentro da companhia emissora, possuem atuação no mercado de valores mobiliários e recebem informações dos agentes atuantes de dentro da companhia – os *insiders* primários – e que tenham acesso aos atos e fatos relevantes que ainda não foram divulgados ao mercado, ou seja, às informações privilegiadas. Exemplos de *insiders* dessa categoria são investidores em geral, corretoras de valores, ex-administradores e parentes dos agentes internos e externos.

---

<sup>29</sup> PRADO. Viviane Muller; RACHMAN. Nora; VILELA. Renato. *Insider Trading: Normas, Instituições e Mecanismos de Combate no Brasil*. Prefácio. 1ª ed. São Paulo: Coleção Acadêmica Livre – Fundação Getúlio Vargas, 2016. p. 47.

<sup>30</sup> Cf. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). *Uso Indevido De Informação Privilegiada (Insider Trading)*. 1ª ed. CVM, 2016. p. 22. Disponível em: <[http://www.portaldoinvestidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/menu/atividades/Camp](http://www.portaldoinvestidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/menu/atividades/Camp%20anhaNaoAoInsiderTrading/CVM-Caderno-11.pdf) anhaNaoAoInsiderTrading/CVM-Caderno-11.pdf> Acesso em: 08 de abril de 2019.

Dessa forma, os *Tipees*, não necessariamente, devem ter a consciência de que aquela informação recebida de uma figura interna de determinada companhia é confidencial e, conseqüentemente, que seu uso se trata de um crime contra o mercado de capitais. O requisito para que determinado agente seja enquadrado como *insider* secundário é que tenha feito uso da informação para transações no mercado de valores mobiliários sabendo que se tratava de informação confidencial. Esta consciência, em caso de investigação, deverá ser provada pelo regulador.

De acordo com levantamento realizado a partir dos casos que foram julgados pela CVM pela prática de *insider trading* de 2002 a 2015, é possível quantificar os agentes de cada categoria (internos, externos e mercado) que participaram das operações e foram condenados, administrativamente, pela infração: em se tratando de agentes internos, 23 acionistas das emissoras, 51 administradores das emissoras e 12 funcionários das companhias emissoras foram condenados no período. No caso dos externos, 3 bancos das operações realizadas, 5 agentes de consultoria e 4 assessores jurídicos. Por fim, na contagem dos agentes de mercado, 5 bancos e pessoas ligadas a bancos, 40 corretoras de valores e seus funcionários, 5 ex-administradores, 19 fundos e pessoas ligadas à sua administração, 48 investidores, 5 parentes de agentes internos e 3 parentes de agentes externos.<sup>31</sup>

Isto mostra que a maior incidência no cometimento desta infração vem por parte dos *insiders* secundários ou agentes de mercado, não necessariamente, recebendo a informação do *insider* primário, podendo acontecer o que CVM chama de *insider* acidental, ou seja, o *insider* utiliza de informações confidenciais a que teve acesso por acidente, por exemplo, ouvindo a conversa de desconhecidos em um restaurante.<sup>32</sup>

Finalmente, cabe destacar que, a tipificação do *insider trading* conta com a interpretação do conceito de auferir vantagem econômica indevida. Neste sentido, não só se encaixa neste conceito aquele que, fazendo uso da informação privilegiada, obtém lucro, mas

---

<sup>31</sup> PRADO. Viviane Muller; RACHMAN. Nora; VILELA. Renato. *Insider Trading: Normas, Instituições e Mecanismos de Combate no Brasil*. Prefácio. 1ª ed. São Paulo: Coleção Acadêmica Livre – Fundação Getúlio Vargas, 2016. p. 49.

<sup>32</sup> Cf. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). *Uso Indevido De Informação Privilegiada (Insider Trading)*. 1ª ed. CVM, 2016. p. 22. Disponível em: <[http://www.portaldoinvestidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/menu/atividades/Camp](http://www.portaldoinvestidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/menu/atividades/Camp%20anhaNaoAoInsiderTrading/CVM-Caderno-11.pdf) anhaNaoAoInsiderTrading/CVM-Caderno-11.pdf> Acesso em: 08 de abril de 2019.



também aquele que, ao se valer da informação de que teve acesso privilegiado, evita prejuízo.<sup>33</sup>

## 2.2. Conceito de fato relevante

O *insider trading* apenas ocorre quando é feito o uso indevido de informações relevantes da companhia emissora de ativos mobiliários por quem tenha acesso a elas em razão do cargo que ocupa. Estas informações podem ser atos ou fatos relevantes que, pela definição normativa presente no artigo 2º da Instrução CVM nº 358/2002, são “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, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável”: a) nos preços dos ativos; b) na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles ativos; e c) na decisão dos investidores de exercerem direitos inerentes à titularidade destes ativos.

Em síntese, ato ou fato relevante é qualquer alteração nas condições ou elementos da companhia aberta que possa causar mudanças relacionadas aos valores mobiliários por ela emitidos, seja na cotação de seu preço ou, de modo ponderável, nas decisões dos investidores. O parágrafo único do *caput* do artigo 2º da Instrução CVM 358/2002 traz um rol exemplificativo de vinte e duas situações do que pode ser considerado fato relevante.

A respeito disso, porém, é necessário delimitar, desde logo, a qualidade dos fatos relevantes e a diferença entre as informações de mercado (*market information*) e informações sobre negócios da companhia (*insider information*). Esta diz respeito ao conceito de fato relevante da norma, ou seja, alterações e decisões internas da companhia que poderiam influenciar no preço dos valores mobiliários e decisão dos investidores. Aquela se trata de informações obtidas no mercado através de análises, pesquisas, projeções de mercado, realizadas por consultoria especializada, ou ainda decisões do governo que poderiam afetar companhia.<sup>34</sup>

---

<sup>33</sup> PRADO. Viviane Muller; RACHMAN. Nora; VILELA. Renato. *Insider Trading: Normas, Instituições e Mecanismos de Combate no Brasil*. Prefácio. 1ª ed. São Paulo: Coleção Acadêmica Livre – Fundação Getúlio Vargas, 2016. p. 36.

<sup>34</sup> PRADO. Viviane Muller; RACHMAN. Nora; VILELA. Renato. *Insider Trading: Normas, Instituições e Mecanismos de Combate no Brasil*. Prefácio. 1ª ed. São Paulo: Coleção Acadêmica Livre – Fundação Getúlio Vargas, 2016. p. 27.

### 2.2.1. Divulgação da informação

As companhias emissoras de valores mobiliários, através de seus administradores, são obrigadas a divulgar, imediatamente, à bolsa de valores e qualquer ambiente em que tenha seus ativos admitidos à negociação, além da divulgação através de imprensa de grande alcance, qualquer deliberação de assembleia-geral ou de órgãos de administração ou fatos relevantes<sup>35</sup>, entendidos estes dentro do conceito elucidado anteriormente.

Os administradores possuem, pois, o dever de divulgação e disseminação imediata, simultaneamente, em todos os mercados em que os valores mobiliários da companhia a que pertencem sejam admitidos à negociação, da informação que seja considerada relevante.

Note-se, todavia, que a obtenção de informações através de pesquisas e análises de mercados, as chamadas *market information*, não obriga a divulgação nem por administradores, nem intermediários ou qualquer participante de mercado, desde que a fonte tenha sido outra que não a companhia. Nem tampouco veda a negociação dos ativos baseada nestas informações.

Diante disso, além da obrigação de divulgação, prevalece o princípio da informação completa, presente no artigo 4º, VI, da Lei 6.385/76, que consiste na obrigação de divulgação de informação completa, detalhada e acessível simultaneamente a todos<sup>36</sup>, de maneira a proporcionar a equidade e proteger os pequenos investidores.

Todavia, é permitido que, excepcionalmente, os atos ou fatos relevantes não sejam divulgados se os acionistas controladores ou os administradores entenderem que a revelação desta informação privilegiada vá de encontro aos interesses da companhia, podendo comprometer negociações, fusões entre outras operações. Para tal, deve a CVM decidir sobre a legitimidade da recusa, podendo responsabilizá-los caso entenda que se trata de informação que deva ser divulgada.<sup>37</sup>

---

<sup>35</sup> Parágrafo quarto, do artigo 157, da Lei 6.404/76: Os administradores da companhia aberta são obrigados a comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembleia-geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou fato relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia.

<sup>36</sup> FILGUEIRAS. L. A. *O Insider Trading nos Tribunais*. Trabalho de Conclusão de Curso – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo. São Paulo, 2013, p. 35.

<sup>37</sup> Cf. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Instrução CVM nº 358 de 2002. Art. 6º.

Ademais, as pessoas mencionadas no parágrafo anterior ficam obrigadas a divulgarem, imediatamente, ao mercado, as informações privilegiadas, de ato ou fato relevante, na hipótese da informação escapar ao seu controle – vazamento de informações – ou se ocorrer qualquer oscilação na cotação do preço dos valores mobiliários de emissão da companhia ou a eles referenciados.<sup>38</sup>

Encontra-se, aqui, então, mais um dever dos administradores. Via de regra, é obrigatória a divulgação dos atos ou fatos relevantes, mas caso esta divulgação não ocorra, é dever dos administradores guardar sigilo destas informações e não fazer uso delas, até que sejam disponibilizadas ao mercado, garantindo, também, o cumprimento desta disposição por parte de seus subordinados e terceiros de sua confiança. Com este, em relação à informações privilegiadas, os administradores têm dois deveres: o de divulgar e o de sigilo.

### **2.2.2. Informação privilegiada**

O conceito de informação privilegiada caminha junto ao conceito de fato relevante, visto que aquele advém deste. De maneira geral, informação privilegiada é definida como uma informação que não é pública e que é dotada de confidencialidade e materialidade.

De certo modo, toda informação é confidencial até que se torne pública. O que a diferencia é a qualidade de seu conteúdo e como isto pode influenciar na decisão daqueles que serão afetados pelo seu uso ou pela sua divulgação. A confidencialidade de uma informação, na maioria das vezes é a proteção que ela recebe a fim de que tenha utilidade apenas no momento certo.

Tendo isto em vista, é que o art. 5º da Instrução CVM nº 358/02 estabelece período de vedação à divulgação de fatos relevantes, sendo limitada a divulgação, sempre que possível, a ocorrer antes do início ou após o encerramento dos negócios nas bolsas de valores e entidades de balcão organizado em que os valores mobiliários da companhia aberta sejam admitidos à negociação.<sup>39</sup>

---

<sup>38</sup> Ibidem. Art. 6º, parágrafo único.

<sup>39</sup> Cf. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). *Uso Indevido De Informação Privilegiada (Insider Trading)*. 1ª ed. CVM, 2016. p. 10.

Por óbvio, quando for imperativo a divulgação da informação na constância do horário de negociação, por exemplo, por ter a informação vazado ou saído do controle daqueles que detinham o acesso, cabe ao administrador responsável pela divulgação realizar pedido às bolsas de valores para que suspendam a negociação daquele determinado valor mobiliário até que a informação seja devidamente disseminada.

Já a materialidade da informação privilegiada encontra seu conceito na aferição da relevância daquela informação, seja para a cotação do valor do ativo, seja para a decisão dos investidores, ou seja para a definição da necessidade de divulgação daquela informação. A materialidade definirá o destino da informação e a intensidade da relação dela com quem faz seu uso.<sup>40</sup>

Deste modo, conforme a previsão do conceito de fato relevante previsto no art. 2º da Instrução CVM nº 358/02, relevante é o fato que é capaz de influir, de maneira ponderável, na cotação do preço do valor mobiliário; na decisão do investidor de comprar, vender ou manter o ativo; e na decisão dos investidores de exercerem direitos de titularidade sobre o ativo. A materialidade pode ser verificada, por exemplo, no tamanho da variação do preço do ativo após sua divulgação.

Por outro lado, num dos primeiros casos de *insider trading* julgados pela CVM, entendeu-se que os resultados divulgados em sede de demonstrações financeiras nem sempre se tratava de fato relevante, visto não parecer influir na decisão dos investidores (falta de materialidade). Considerou-se que, os demonstrativos trimestrais, por terem apresentado resultado semelhante ao que fora divulgado anteriormente, respeitavam as previsões feitas pela companhia, não havendo nenhum aspecto que alterasse o comportamento dos preços ou dos investidores.

Outra forma de se verificar a relevância de certo ato ou fato é “a partir do comportamento da pessoa que negociou de posse da informação privilegiada. Se ela realizou

---

<sup>40</sup> Cf. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). *Uso Indevido De Informação Privilegiada (Insider Trading)*. 1ª ed. CVM, 2016. p. 12.

uma negociação atípica [...] em sua opinião, a informação era material e influenciou na decisão”<sup>41</sup>.

Então, para caracterização do delito de *insider trading*, desde logo, cabe a verificação de dois elementos constitutivos: a relevância da informação (materialidade) e o uso indevido desta informação para obter vantagem (confidencialidade). Assim, o conceito de informação privilegiada leva ao entendimento que, frente a frente com o conceito de fato relevante, este o aspecto objetivo do uso da informação, sendo aquele o aspecto subjetivo.

Finalmente, as companhias emissoras de valores mobiliários devem ter políticas de classificação e divulgação de informação e adotar regras e procedimento internos com o intuito de prevenir que informações privilegiadas, ou seja, fatos relevantes e confidenciais, não cheguem a funcionários que não precisam daquela informação para o desenvolvimento de sua função. Estes procedimentos, quando envolvem áreas e departamentos das empresas, são comumente conhecidos como *chinese wall*, importante aspecto na prevenção ao *insider trading*.

Com efeito, a partir do surgimento de um fato relevante, este passa a ser considerado uma informação privilegiada quando aquele que, em razão do cargo, teve acesso direto à fonte da informação, rompendo o dever de divulgação e de sigilo, além do dever de lealdade, ao mesmo tempo, passa a utilizá-la para obter vantagem indevida. Ou seja, a informação privilegiada nada mais é do que o fato relevante, visto sua materialidade ao poder influenciar alterações no mercado, confidencial e que fora usado com o privilégio de um em detrimento do todo.

### **2.3. Responsabilização**

Ao longo do desenvolvimento da legislação que previa a prática e fiscalização do *insider trading*, foram sendo desenvolvidos mecanismos de mitigação e procedimentos para investigação e punição aos que fossem condenados. Além disso, foi surgindo, paulatinamente,

---

<sup>41</sup> Cf. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). *Uso Indevido De Informação Privilegiada (Insider Trading)*. 1ª ed. CVM, 2016. p. 10.

as previsões de proteção ao mercado e aos investidores contra quem quer que fosse responsabilizado pelos danos envolvendo o mercado financeiro e de capitais.

A revolução deste tema se deu desde 1976, com Lei nº 6.385 que regulamentou o mercado de capitais e criou a CVM, instituição que ficou responsável pela fiscalização, investigação e punição dos responsáveis pelas infrações ao mercado de capitais, no âmbito administrativo. Em seu art. 11, previu sete tipos de sanção que poderiam ser aplicáveis aos infratores e definiu os parâmetros de sua aplicabilidade.

Posteriormente, a Lei nº 10.303/2001 acrescentou o artigo 27-D à Lei do Mercado de Capitais no sentido de tornar crime a prática de *insider trading*, infração antes apenas passível de fiscalização, pelo Banco Central e, posterior à atualização da Lei, pela CVM. O referido artigo previu pena de reclusão de um a cinco anos e multa, de até três vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime. Na mesma pena, incorre tanto quem, nos termos do conceito de *insider trading*, se utiliza de informações privilegiadas, como quem repassa a informação a terceiro e, ainda, o terceiro que utiliza o fato relevante, sabendo, conscientemente, se tratar de informação privilegiada.<sup>42</sup>

No mesmo sentido, a Instrução CVM nº 358/2002, trouxe detalhes mais específicos em relação à prática e definiu o conceito de infração grave, previsto no parágrafo 3º da Lei nº 6.385/76 até então não especificado, como sendo qualquer transgressão às disposições da daquela instrução. Ou seja, a Lei previu a sanção para as infrações graves e a instrução trouxe a definição do que seriam estas infrações, dentre elas a utilização ou vazamento de fato relevante, como informação privilegiada, para obtenção de vantagem indevida no mercado de capitais, o *insider trading*.

Fica evidente que a intenção do desenvolvimento dos mecanismos de punição não possui caráter arrecadatório, pela autarquia ou qualquer ente público que, desde que competente, aplique sanção a qualquer investidor. Conforme será demonstrado adiante, um dos princípios do processo sancionador da CVM, assim como num processo judicial, é a publicidade. Isto se deve ao fato de que a intenção da sanção divulgada ao mercado é puramente de disciplinar e educar os players que atuam no segmento.

---

<sup>42</sup> BRASIL. Lei n. 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. 2016. p 13.

Neste sentido, a CVM demonstra que:

Coibir o uso indevido de informação privilegiada é essencial para o alcance de um mercado de capitais mais eficiente, tendo em vista que a mera existência de normas que o proíba não é suficiente para desestimular sua ocorrência. Neste sentido, a identificação e a punição (*enforcement*) desta conduta ganha grande importância.<sup>43</sup>

A CVM, no seu chapéu de supervisão do mercado, com o auxílio de entidades autorreguladoras, como a BSM (BM&FBovespa Supervisão de Mercado): (i) monitora e coleta informações relativas a transações suspeitas; (ii) identifica as partes envolvidas nas transações suspeitas; (iii) analisa o histórico, sobretudo de transações, das pessoas envolvidas; (iv) identifica as pessoas que tiveram ou poderiam ter tido acesso à informação privilegiada; e (v) analisa a relação das pessoas que tiveram ou poderiam ter tido acesso à informação privilegiada com as partes envolvidas nas transações suspeitas.<sup>44 e 45</sup>

A BSM, por exemplo, monitora, diariamente, a totalidade das operações que ocorrem no ambiente da B3 (antiga BM&FBovespa) com o intuito de identificar qualquer movimento que saia do padrão, analisando três aspectos principais: a) Comportamentos atípicos de investidores; b) comportamentos atípicos dos ativos; e c) informações relevantes.<sup>46</sup> Respectivamente, operações que fogem do padrão de volume ou tipo do ativo negociado pelo investidor, movimento de preços e volume de operações atípicos para determinado ativo e volatilidade do ativo antes e depois da divulgação de algum fato relevante. Dentre os objetivos do monitoramento está a identificação de possíveis usos de informação privilegiada em operações.

Sempre que há divulgação de notícia que impacta significativamente os preços de um ativo, a BSM monitora os investidores que compraram ou venderam o ativo pouco tempo antes e se beneficiaram da oscilação: são funcionários da empresa? Já compraram (ou venderam) esses ativos antes ou é a primeira vez?<sup>47</sup>

<sup>43</sup> Cf. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). *Uso Indevido De Informação Privilegiada (Insider Trading)*. 1ª ed. CVM, 2016. p. 32.

<sup>44</sup> *Ibidem*. p. 32 e 33.

<sup>45</sup> “A supervisão e o monitoramento são realizados pela CVM e BSM segundo o fluxo da informação no mercado [...] e das transações realizadas nos mercados organizados (volume, preço etc). São utilizados, ainda programas de computadores especializados em identificar transações atípicas no mercado, cabendo mencionar que a BSM reporta [...] indícios de uso indevido de informação privilegiada.” COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). *Uso Indevido De Informação Privilegiada (Insider Trading)*. 1ª ed. CVM, 2016. p. 33

<sup>46</sup> BM&FBOVESPA SUPERVISÃO DE MERCADOS. *Supervisão de Mercados - Como funciona*. Disponível em: <<http://www.bsm-autorregulacao.com.br/supervisao-de-mercado/como-funciona>>. Acesso em 10 de abril de 2019.

<sup>47</sup> BM&FBOVESPA SUPERVISÃO DE MERCADOS. *Supervisão de Mercados – Casos*. Disponível em: <<http://www.bsm-autorregulacao.com.br/supervisao-de-mercado/casos/6>>. Acesso em 10 de abril de 2019.

A partir de um sistema desenvolvido com o intuito de monitorar, simultaneamente, todas as operações e identificar as variações supramencionadas, caso surja algum alerta, a equipe da BSM analisa o caso. Identificando se tratar de uma situação que demande maior atenção, entram em contato com os participantes envolvidos para solicitar esclarecimento. A partir disso, ao menor indício de irregularidade, há três possibilidades: arquivamento do caso, adoção de alguma atividade disciplinar no ambiente da B3 ou encaminhamento do caso para a CVM.<sup>48</sup>

Dessa forma, ainda no ambiente de atividade disciplinar da BSM, esta pode exigir plano de ação com prazos e medidas para que seja evitada a repetição das infrações, tal como um aprimoramento do controle interno da instituição. Além disso, as instituições e profissionais que estejam passando por algum processo na autorreguladora, podem propor, a qualquer tempo, Termo de Compromisso, ferramenta que será abordada mais adiante e que consiste em um compromisso da instituição ou profissional que cessará as práticas irregulares, adotará medidas para evitar sua repetição e, caso seja necessário, indenizará prejuízos causados a terceiros. Nos termos da BSM:

Um sistema de supervisão efetivo exige que os problemas e as infrações identificadas sejam adequadamente tratados com medidas educativas, de persuasão ou com a aplicação de sanções, de forma que os infratores sejam orientados ou punidos e os problemas sanados. Esta atividade disciplinar visa a aprimorar os padrões de conduta dos Participantes e estimular a adoção de controles internos adequados pelas instituições do mercado.

Já a autarquia, para realizar a investigação de uma operação que considerou passível de ter sido objeto de *insider trading*, baseada em relatório da BSM, deve abrir um PAS (Processo Administrativo Sancionar) em que irá colher todas as informações que julgar pertinentes e realizar todas as diligências que forem necessárias. Mas até que a operação chegue no PAS, deve passar por todos os passos que irão identificar qual a relevância de se iniciar uma investigação daquele investidor, se há indícios de autoria e provas da materialidade.

---

<sup>48</sup> BM&FBOVESPA SUPERVISÃO DE MERCADOS. *Supervisão de Mercados - Como funciona*. Disponível em: <<http://www.bsm-autorregulacao.com.br/supervisao-de-mercado/como-funciona>>. Acesso em 10 de abril de 2019.



O procedimento do PAS é um tanto quanto simples. Está previsto na Deliberação CVM nº 538/2008 e trás o passo-a-passo de como deverão ser as fases do processo. A partir da ciência da CVM que houve uma operação atípica no mercado, deverá esta, através de uma de suas superintendências, apresentar proposta de instauração de inquérito administrativo, o qual terá o objetivo de, conforme art. 2º da Deliberação CVM nº 538/08, “apurar indícios de atos ilegais ou violadores da regulamentação e de práticas não-equitativas no mercado de valores mobiliários”, além de investigar se há indícios suficientes de autoria e provas incontundentes da materialidade do delito. O inquérito administrativo será sempre conduzido pela Superintendência de Processos Sancionadores (SPS) em conjunto com a Procuradoria Federal Especializada (PFE).

Ao final da investigação, caso obtenham, de maneira satisfatória, os indícios de que precisam, deverão elaborar um relatório, direcionado à Superintendência Geral, que contenha, de maneira geral, a narrativa dos fatos, com individualização das condutas, atrelados às provas colhidas e os dispositivos infringidos. Todavia, a SPS e a PFE deverão propor que o inquérito seja arquivado sempre que não obtiverem provas suficientes da materialidade ou faltarem indícios de autoria; quando se verificar a prescrição do delito; ou quando se convencerem da inexistência de infração.<sup>49</sup>

A partir deste relatório, qualquer das superintendências da CVM poderá elaborar o Termo de Acusação (que seria equiparado à denúncia, no âmbito do processo penal) e o apresentar à Coordenação de Controle de Processos (CCP), que providenciará a intimação dos acusados para a apresentação de defesa. Considera-se instaurado, então, o PAS, nos termos do parágrafo primeiro do artigo 8º da Instrução 538/08.

O acusado terá prazo de 30 dias corridos da data da intimação para apresentar defesa escrita. É facultado ao acusado, também, na intimação, a proposta de celebração de Termo de Compromisso, o qual porá fim ao PAS, respeitadas as peculiaridades do referido termo. Porém, esgotado este prazo sem que a defesa e/ou termo sejam protocolados, ficará a CVM legitimada para aplicação das penalidades previstas no artigo 11 da Lei 6.385/76, *ut infra*.

---

<sup>49</sup> Cf. Art. 6º e 7º da Deliberação CVM nº 538/08.

Recebida a defesa, os autos são encaminhados ao Colegiado da CVM que sorteará o Relator do processo. Este ficará responsável por decidir acerca do pedido de provas formulado pela defesa, bem como presidir as diligências necessárias à sua produção. Encerrada a fase de produção de provas, será marcada a sessão de julgamento, na qual será dado ao acusado tempo para sustentação oral de sua defesa.

Após a manifestação das partes, apreciação de provas, esclarecimentos dos pontos controversos, o Colegiado deverá votar para que seja tomada a decisão. Da decisão do colegiado, conforme já demonstrado, caberá recurso ao CRSFN.<sup>50</sup> Finalmente, deve a CVM comunicar ao Ministério Público todo o caso que se tratar, além do delito administrativo, ilícito penal.

No rol das pessoas que podem ser responsabilizadas por *insider trading* entram os administradores das companhias, seus subordinados e pessoas de confiança como parentes e amigos, funcionários das companhias sem distinção da hierarquia, desde que tenham tido acesso à informação, prestadores de serviços que, em razão do serviço prestado, tenham tido acesso à informação, tais como assessores jurídicos, financeiros e contábeis, auditores independentes, analistas de valores mobiliários entre outros, e terceiros que tenham recebido a informação, desde que saibam ser um fato relevante ainda não divulgado ao mercado e tenham a consciência da vedação à sua utilização.

O terceiro, para ser penalizado da mesma maneira, deve ter a consciência que a informação que recebeu se trata de uma informação privilegiada e, portanto, não deveria ser usada para obtenção de vantagem. O mercado de capitais é um ambiente em que ninguém deve ter privilégios, independente do volume das negociações que realizam. Desta forma, a conscientização, é um aspecto que deve ser comprovado, condição para que o terceiro seja penalizado.

Em tese, a investigação, deve provar que o investidor realizou a operação de posse da informação com conhecimento e consciência de sua materialidade e confidencialidade. Neste sentido, é um requisito processual que se prove a utilização do fato relevante, na qualidade de informação privilegiada, de maneira intencional.

---

<sup>50</sup> Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional.

Importante ressaltar que o crime é o uso de informação relevante de que o autor tenha tido acesso antes de sua divulgação, ampla e geral, ao mercado. Por isso, “a finalidade de auferir vantagem com a negociação não se confunde com a efetiva obtenção de vantagem”.<sup>51</sup> Ou seja, mesmo em casos em que o agente teve prejuízo ou manteve a posição, é possível que se enquadre no crime de uso indevido de informação privilegiada.

Nesse sentido, extrai-se que as consequências da prática devem ser consideradas, sempre, negativamente. O delito de uso indevido de informação privilegiada se classifica doutrinariamente, como crime formal, ou de mera conduta, ou seja, não é necessário o resultado danoso para que seja consumado<sup>52</sup>. Da mesma forma que é um crime em que não cabe a modalidade tentativa (art. 14, II, do Código Penal). Por outro lado, se o resultado é obtido, este entra na fase de exaurimento do delito.

As penalidades relativas ao uso indevido de informação privilegiada estão previstas no artigo 11, da Lei 6.385/76. Na íntegra:

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

I - advertência;

II - multa;

III - (revogado);

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

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

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

VII - proibição temporária, até o máximo de vinte anos, de praticar determinadas atividades ou operações, para os integrantes do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários;

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

<sup>51</sup> Cf. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). *Uso Indevido De Informação Privilegiada (Insider Trading)*. 1ª ed. CVM, 2016. p. 20.

<sup>52</sup> STJ. RECURSO ESPECIAL: REsp nº 1.569.171 - SP (2014/0106791-6). Relator: Min. Gurgel de Faria. DJe: 25/02/2016. STJ, 2016. Disponível em: [https://ww2.stj.jus.br/processo/revista/documento/mediado/?componente=ITA&sequencial=1480454&num\\_registro=201401067916&data=20160225&formato=PDF](https://ww2.stj.jus.br/processo/revista/documento/mediado/?componente=ITA&sequencial=1480454&num_registro=201401067916&data=20160225&formato=PDF). Acesso em: 10 de abril de 2019.

Deste modo, como regra, a CVM é obrigada a divulgar os resultados de suas decisões em todos os PAS, em sua página na internet e publicá-las no Diário Oficial da união (DOU), independentemente de recurso, de modo a conferir o devido respeito ao princípio da publicidade e promover, conforme elucidado anteriormente, o caráter pedagógico a fim de explicitar a reprovabilidade da conduta e desestimular sua prática aos demais participantes do mercado.<sup>53</sup>

Por fim, de toda decisão da CVM em sede de PAS, caberá recurso à instância administrativa superior que, neste caso, é o Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, o CRSFN, ou como é conhecido, o Conselhinho, o qual, fará as devidas considerações, analisará se o investidor deverá permanecer com a punição, se poderá diminuí-la ou extingui-la. Em todo caso, da decisão proferida pelo CRSFN não caberá recurso.<sup>54</sup>

### **2.3.1. Termo de Compromisso**

No procedimento do PAS (Processo Administrativo Sancionador), quando do envio pela, Coordenação de Controle de Processos, da intimação aos acusados para que apresentem defesa, um dos requisitos, estabelecido no parágrafo 4º do artigo 12, da Deliberação CVM nº 538/08 é que, na intimação deva conter advertência ao investidor de que poderá propor a celebração de termo de compromisso, nos termos do art. 11, parágrafo 5º da Lei 6.385/76 (Lei do Mercado de Capitais).

Sem prejuízo da advertência na intimação, o termo de compromisso pode ser proposto a qualquer tempo antes da decisão de primeira instância pelo acusado. Contudo, de acordo com o referido parágrafo 5º, caberá à CVM, se observada conveniência e oportunidade, e no intuito de atender ao interesse público, decidir sobre a aceitação da proposta. Em caso positivo, poderá deixar de instaurar ou suspender o processo administrativo e, posteriormente, extingui-lo, desde que o acusado cumpra com os termos do ajustamento de conduta assumido.

A CVM entende que a celebração desses ajustes representa alternativa rápida e menos custosa para o encerramento de processos, sem prejuízo da cessação e da

---

<sup>53</sup> Cf. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). *Uso Indevido De Informação Privilegiada (Insider Trading)*. 1ª ed. CVM, 2016. p. 37.

<sup>54</sup> *Ibidem*.

correção da irregularidade, do ressarcimento dos eventuais prejuízos e do desestímulo a infrações futuras.<sup>55</sup>

No termo de compromisso, o acusado deverá propor ao Colegiado da CVM: (i) cessar a prática de atividades ou atos considerados ilícitos pela CVM; e (ii) corrigir as irregularidades apontadas, inclusive indenizando àqueles que tiveram prejuízo em razão da operação fraudulenta. Isso, contudo, não significa assunção de culpa e nem importará confissão quanto à matéria, bem como não reconhecerá a ilicitude da conduta. A ferramenta para se investigar e processar, analisando-se a conduta e punindo-a, é o PAS. O termo de compromisso, nada mais é do que um benefício concedido ao acusado de que o processo não continuará desde que este se proponha a compensar a lesão causada ao mercado.

O termo de compromisso, então, será submetido a um Comitê de Termo de Compromisso que deverá apresentar um parecer avaliando a conveniência e oportunidade, a adequação das medidas propostas pelo acusado e propondo sua aceitação ou rejeição. Isto posto, o Colegiado deverá deliberar dentre outros elementos, a natureza e a gravidade das infrações objeto do processo, elementos essenciais na tomada de decisão.<sup>56</sup> Caso a autarquia aprove a celebração do termo, este deverá ser publicado no DOU e no site da CVM, além de estar constituído um título executivo extrajudicial, o qual, não poderá ser alterado, salvo a pedido das partes e sob análise ou superveniência de fatos que o acusado não tenha dado causa.

---

<sup>55</sup> Cf. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Atividade Sancionadora. 1ª ed. CVM, 2018. p.13. Disponível em:

<[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/publicacao/relatorio\\_atividade\\_sancionadora/anexos/2018/20180829\\_relatorio\\_atividade\\_sancionadora\\_2trimestre\\_2018.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/publicacao/relatorio_atividade_sancionadora/anexos/2018/20180829_relatorio_atividade_sancionadora_2trimestre_2018.pdf)> Acesso em: 10 de abril de 2019.

<sup>56</sup> Cf. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Deliberação CVM nº 390 de 2001. *Dispõe a celebração de Termo de Compromisso e dá outras providências*. 2001. Art. 9º. p. 5. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/deliberacoes/deli0300/deli390.html>>. Acesso em: 11 de abril de 2019.

### 3. ANÁLISE DE CASO: JBS S.A.

A análise de caso em tela se trata da participação da JBS S.A., grande empresa do ramo alimentício, e seus controladores em operações envolvendo o uso de informações privilegiadas para obtenção de vantagens ilícitas no mercado de valores mobiliários. Ressalta-se que, na ocasião, a empresa e seus controladores se utilizaram dos mesmos fatos relevantes para a prática de várias infrações contra o mercado financeiro e de capitais, porém, será objeto de análise apenas a utilização das informações para a prática do ilícito relacionado ao presente trabalho, qual seja, o *insider trading*.

Além disso, como trata-se de um caso de extrema relevância para o tema, porém que ainda não apresenta um desfecho, ou seja, o caso ainda não transitou em julgado na esfera administrativa, a presente análise se aterá ao disposto no Relatório Final do Comitê de Termo de Compromisso – CTC, órgão responsável pela análise das proposta de termos de compromisso e circulação de parecer técnico sugerindo ou não a celebração do ajuste. Trata-se de órgão de extrema importância na tomada de decisão do Conselho da CVM no julgamento dos acusados.

#### 3.1. Relatório

A prática do *insider trading*, neste caso, ocorreu entre fevereiro e maio de 2017. No dia 17 de maio de 2017, foi divulgada, por veículo de comunicação de grande circulação, notícia na qual os irmãos Joesley e Wesley Batista, Presidente do Conselho de Administração e Diretor Presidente da JBS S.A., respectivamente, haviam “*comparecido ao gabinete do Ministro do Supremo Tribunal Federal, [...], para concretização de delação premiada que haviam feito junto a Procuradoria-Geral da República*”<sup>57</sup> (PGR).

Era, neste momento, de conhecimento público, também, o vazamento de áudios em que um dos controladores da JBS S.A. aparece, entre outras práticas, combinando a compra do silêncio de Eduardo Cunha, com Michel Temer, então Presidente da República, confirmando a participação da companhia e seus controladores em casos de corrupção de

---

<sup>57</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). *Parecer do Comitê de Termo de Compromisso. PAS 19957.005390/2017-90.* CVM. 2018. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/decisoes/2018/20180925\\_R1/20180925\\_D1168.html](http://www.cvm.gov.br/decisoes/2018/20180925_R1/20180925_D1168.html)>. Acesso em: 15 de abril de 2019. p. 3.

membros do alto escalão da administração pública, passando a figurar no polo passivo da operação Lava Jato da Polícia Federal.

O fato é que, no dia seguinte ao vazamento dos áudios, ou seja, 18 de maio de 2017, na abertura do pregão da Bolsa, com esta notícia, naturalmente, as ações de emissão da JBS S.A. sofreram grande queda em seu valor de mercado, assim como o valor de ações de outras empresas abertas e, até, do IBOVESPA<sup>58</sup>. Em contrapartida, o mercado futuro de dólar sofreu alta de 6%, atingindo seu limite operacional, fazendo com que este limite chegasse a 8%, ficando a variação estabilizada em uma alta de 7,42%. De acordo com o Parecer do Comitê de Termo de Compromisso:

No dia seguinte, o mercado de ações teve queda nos seus preços de forma generalizada (O Ibovespa registrou queda de 10% e o mecanismo de *Circuit Breaker* foi acionado), inclusive com forte queda das ações da própria JBS (caíram 9,68%) e de outras grandes companhias listadas na Bolsa, que também tiveram queda de até 20,97%. No dia 22.05.2018, a desvalorização da JBS chegou a 37%.

Neste contexto, a Superintendência de Relações com o Mercado e Investidores (SMI) recebeu comunicados da BSM (BM&FBovespa Supervisão de Mercado) e do Banco Central com apurações a respeito da atuação da JBS no mercado de ações em período anterior à divulgação da notícia mencionada acima.

Após análise da superintendência, concluiu-se que, pelas negociações apuradas, havia indícios de uso de informações privilegiadas não divulgadas ao mercado, à época, para obtenção de vantagem indevida, por parte da JBS S.A. e seus controladores, por meio de negociação de ações da própria companhia no mercado de valores mobiliários. Foi então que a CVM decidiu por abrir um inquérito administrativo para realmente investigar se as negociações com ações de emissão da JBS, efetuadas pela FB Participações (controladora da JBS e controlada por J&F Investimentos S.A.)<sup>59</sup>, foram realizadas mediante o uso indevido de informação relevante ainda não divulgada ao mercado e solicitar manifestação da PFE/CVM (Procuradoria Federal Especializada – CVM) sobre a necessidade de envio de comunicado de indícios de crime ao MPF, o que, de fato, foi feito.

---

<sup>58</sup> Índice Bovespa, de maneira genérica, é o mais importante indicador do desempenho médio das cotações das ações negociadas na B3 - Brasil, Bolsa, Balcão. É formado pelas ações com maior volume negociado nos últimos meses.

<sup>59</sup> Em 30 de outubro de 2017, a FB Participações S.A. foi incorporada pela J&F Investimentos S.A.

Entre os dias 20 de abril e 17 de maio (dia do vazamento do teor do acordo de colaboração premiada) a FB Participações S.A. realizou a venda de ações da JBS S.A. ainda que, nos últimos 4 anos, não tivesse realizado nenhuma operação com estas ações. A FB vendeu as ações por um valor médio de R\$ 10,27, segundo o parecer do Comitê de Termo de Compromisso<sup>60</sup>, porém, estas mesmas ações, no dia 18 de maio do mesmo ano, ou seja, um dia após o vazamento, passaram a ter o preço médio de R\$ 8,26. Dito isto, com a negociação, a FB evitou um potencial prejuízo de quase 73 milhões de reais.

A Superintendência de Relações com Empresas – SEP, baseada no parecer do inquérito administrativo, abriu um Processo Administrativo Sancionador – PAS (nº 19957.007010/2017-51) cuja primeira conclusão, ainda que inicial foi a seguinte:

Não há dúvidas de que as informações referentes à celebração dos aludidos acordos de colaboração premiada, veiculadas pela imprensa em 17.05.2018, constituem fato relevante, conforme definição constante do art. 2º da Instrução CVM nº 358/2002.

Desta maneira, caso ficasse comprovado que os controladores da FB Participações S.A. e da JBS S.A. realizaram as operações de venda e compra, respectivamente, das ações desta última, já sabendo das informações que seriam passadas à PGR pelo acordo de delação premiada, poderiam, para todos os efeitos, serem penalizados pela prática de *insider trading*.

Para clarificar os fatos até aqui: os negócios de venda de ações de emissão da JBS realizados pela FB e de compra dessas mesmas ações por parte da própria JBS aconteceram em um momento (a partir de 20 de abril de 2017) em que ocorriam negociações de administradores da JBS e da FB, entre eles os irmãos Batista, para uma colaboração premiada com o MPF.

Ou seja, “os ‘colaboradores’ já sabiam que, [assim que fosse revelado] o conteúdo das informações da delação, haveria um impacto negativo no mercado de capitais, gerando duas consequências básicas: (i) um elevado aumento da cotação do dólar; e (ii) uma queda no valor das ações, inclusive as de emissão da própria JBS”.<sup>61</sup>

---

<sup>60</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). *Parecer do Comitê de Termo de Compromisso. PAS 19957.005390/2017-90.* CVM. 2018. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/deciso/es/2018/20180925\\_R1/20180925\\_D1168.html](http://www.cvm.gov.br/deciso/es/2018/20180925_R1/20180925_D1168.html)>. Acesso em: 15 de abril de 2019. p. 7.

<sup>61</sup> *Ibidem*. p. 8 e 9.



Devido a isto, em 08 de fevereiro daquele mesmo ano, a JBS aprovou um programa de recompra de ações, sendo que a recompra efetiva destes valores apenas se iniciou dia 24 de abril, mais de dois meses depois. Isto se mostrou estranho à análise da Superintendência de Processo Sancionador e à Procuradoria Federal Especializada – CVM, pois, o programa de recompra de ações imediatamente antes deste, foi aprovado pelo Conselho de Administração da JBS em 12.08.2015 e a Companhia iniciou a recompra de ações de sua emissão em 14.08.2015, dois dias depois.<sup>62</sup>

O desenho natural do mercado de ações é que quando um grande investidor, detentor de um número grande ações de determinada empresa, realiza a venda massiva destas ações, seu preço tende a ser pressionado para baixo, visto que o tal investidor pode ter feito uma análise ou previsão de mercado negativa em relação àquela empresa e, por isso, está saindo da posição. Os demais investidores também passam a querer deixar a posição, vendendo as ações mesmo que por um preço mais baixo. Porém, neste momento, a ação também perde liquidez, tendo em vista a oferta das ações daquela companhia estar maior que a demanda. Este é o efeito puro da especulação.

No caso em tela, o parecer do Comitê de Termo de Compromisso da CVM mostra que a FB queria vender as ações por saber da iminente queda no valor das ações de emissão da JBS a partir da divulgação da delação premiada. Esta, por sua vez, aproveitando-se de um programa de recompra já aprovado, realizou a compra destas ações imediatamente, assim mascarando a pressão que a venda pela FB exerceria no valor das ações, pressão esta que não poderia ter sido demonstrada antes da divulgação da informação relevante.

Desta maneira, a FB poderia vender grande quantidade de ações ao preço de mercado, sem influência de novos fatores e sem que o mercado notasse uma mudança na posição das ações, o que geraria uma diminuição no seu preço. A compra das ações pela própria JBS escondeu o fato de que a variação do preço destas ações seria negativa.<sup>63</sup> Além disso, o valor das ações da JBS já estava em estabilizado em baixa desde dezembro de 2016, o que mostra

---

<sup>62</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). *Parecer do Comitê de Termo de Compromisso. PAS 19957.005390/2017-90.* CVM. 2018. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/decisoes/2018/20180925\\_R1/20180925\\_D1168.html](http://www.cvm.gov.br/decisoes/2018/20180925_R1/20180925_D1168.html)>. Acesso em: 15 de abril de 2019. p. 12.

<sup>63</sup> *Ibidem.* p. 15

uma falta de justificativa da empresa por ter realizado a recompra das ações apenas nesta data.<sup>64</sup>

Em síntese: em fevereiro foi aprovado o programa de recompra das ações da JBS, porém sem que essa recompra fosse realmente efetivada. Em abril, sabendo das intenções de realizar o acordo de colaboração premiada com o MPF, a FB (leia-se, seus controladores Joesley e Wesley Batista) realizou uma venda massiva das ações da JBS, as quais foram compradas, de acordo com o programa de recompra ainda aberto, no mesmo período, pela própria JBS, evitando que a diminuição dos preços das ações fosse aparente no mercado. Em maio, houve a veiculação da notícia sobre a delação premiada e o vazamento de áudios envolvendo a empresa e membros da alta administração pública, fazendo o preço das ações da companhia despencar, “puxando” o preço de outras ações para baixo e elevando o valor do dólar. A FB não possuía mais posições da JBS, o que a fez deixar de perder mais de 72 milhões de reais.

### 3.2. Pedido de Termo de Compromisso

Conforme elucidado anteriormente, a qualquer tempo, o acusado no processo administrativo pode propor a celebração de Termo de Compromisso com a o intuito de demonstrar ao regulador sua intenção de cessar as práticas pelas quais está sendo acusado, garantindo que seus subordinados passem a adotar procedimentos para evitar novas infrações da mesma natureza, além de indenizar àqueles que sofreram dano econômico pela prática não equitativa.

Na posse da informação de que seria proposto acordo de delação premiada, os irmãos Batista praticaram atos, através de diversas empresas sob seu controle, que feriam a regulação e os princípios do mercado. Dentre elas, a prática de *insider trading* ao negociar ações da JBS com base em informação relevante ainda não divulgada ao mercado.

Devido ao grande número de empresas envolvidas em diversas práticas ilícitas, foi proposto um Termo de Compromisso conjunto em que cada empresa e seus controladores

---

<sup>64</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). *Parecer do Comitê de Termo de Compromisso. PAS 19957.005390/2017-90.* CVM. 2018. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/decisoes/2018/20180925\\_R1/20180925\\_D1168.html](http://www.cvm.gov.br/decisoes/2018/20180925_R1/20180925_D1168.html)>. Acesso em: 15 de abril de 2019. p. 16

ofereciam valores como forma de reparação pelos danos causados ao mercado e seus investidores, totalizando um valor de R\$ 184.540.011,00 (cento e oitenta e cinco milhões, quinhentos e quarenta mil e onze reais), além da cessação das práticas ilícitas.<sup>65</sup>

### 3.3. Parecer do Comitê Técnico

Joesley Batista, por acumular a condição de controlador da JBS, por ser administrador da FB, acionista da JBS e por ser, naquela data, o Presidente do seu Conselho de Administração, passa ter sua atuação regida pela Lei nº 6.404/76, mais especificamente, sendo considerado acionista-controlador e acumulando, direitos e deveres de um administrador, nos termos do artigo 117, parágrafo 3º da mesma lei.

Restou comprovado que Joesley enquanto administrador da JBS, valeu-se de informação diretamente relacionada ao seu cargo e por ele mesmo produzida para obter vantagem mediante a venda de valor mobiliário por meio da FB participações, violando o disposto no §1º do art. 155 da Lei nº 6.404/76, conduta também proibida no *caput* do art. 13 da Instrução CVM nº 358/2002 [...], que veda a negociação, antes da divulgação ao mercado de ato ou fato relevante ocorrido nos negócios da companhia, com valores mobiliários de sua emissão [...], tendo incorrido, portanto, na prática de *insider* primário.

Na mesma proibição ficam enquadrados tanto FB, na qualidade de controladora da JBS, quanto Wesley Batista, por acumular a condição de controlador da FB e a função de Diretor Presidente da JBS.

De uma maneira geral, tanto Joesley quanto Wesley Batista, violaram o disposto na Seção IV do Capítulo XII da Lei nº 6.404/76, em que constam os deveres e responsabilidades dos administradores de uma companhia. Mais especificamente, não agiram com o devido cuidado e diligência (art. 153), não observaram o dever de lealdade (art. 155, *caput*), o dever de sigilo (art. 155, §1º), a vedação ao uso das informações relevantes (art. 155, § 4º) e o dever de informar (art. 157, §4º), além da violação da vedação à negociação do *caput* do art. 14 da Instrução CVM nº 358/02 e, principalmente, praticaram o crime do art. 27-D, da Lei nº 6.385/76, ou seja, o *insider trading*.

---

<sup>65</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). *Parecer do Comitê de Termo de Compromisso. PAS 19957.005390/2017-90.* CVM. 2018. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/decisoes/2018/20180925\\_R1/20180925\\_D1168.html](http://www.cvm.gov.br/decisoes/2018/20180925_R1/20180925_D1168.html)>. Acesso em: 15 de abril de 2019. p. 48.

Pelo exposto, o Comitê de Termo de Compromisso, propôs a responsabilização dos acusados nos seguintes termos<sup>66</sup>: Joesley Batista, por ter comandado, de posse de informação privilegiada, a venda de ações da JBS pela controladora FB Participações. FB Participações S.A. por ter negociado as ações da JBS, sua controlada, de posse de informação privilegiada, significando quebra de seu dever de lealdade e por ter negociado estas ações em período vedado para negociação, por força do programa de recompra da companhia. E Wesley Batista, por ter comprado, em nome da JBS, ações da própria companhia, de posse de informação privilegiada.

Então, em reunião realizada em 10 de julho de 2018, os membros do Comitê de termo de Compromisso, numa decisão não unânime, decidiram recomendar ao Colegiado a rejeição das propostas constantes no Termo de Compromisso apresentado pelos acusados em razão da gravidade das condutas irregulares que teriam sido adotadas e do dolo a elas inerente, e pelos impactos proporcionados pelas práticas que, de tão graves, “transcenderam o âmbito do mercado de capitais”.<sup>67</sup>

O Conselho acolheu a recomendação do Comitê e negou provimento ao pedido de celebração de Termo de Compromisso aos acusados, sob a alegação de que o artigo 9º da Deliberação CVM nº 390/01 estabelece como critérios a serem considerados para a tomada de decisão, além da oportunidade e conveniência, a gravidade das infrações<sup>68</sup>, sendo que, no caso em tela, conforme constou do parecer do comitê, as consequências extrapolaram o ambiente do mercado e geraram danos, quiçá irreparáveis, à economia do país.

Por fim, nos termos do Comitê de Termo de Compromisso:

[...] as operações sob análise se traduzem no caso mais grave de uso indevido de informação privilegiada e manipulação de preços de que se tem notícia na história do mercado de valores mobiliários brasileiro, sendo que a informação relevante que

<sup>66</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). *Parecer do Comitê de Termo de Compromisso. PAS 19957.005390/2017-90*. CVM. 2018. p. 19. Disponível em:

<[http://www.cvm.gov.br/decisoes/2018/20180925\\_R1/20180925\\_D1168.html](http://www.cvm.gov.br/decisoes/2018/20180925_R1/20180925_D1168.html)>. Acesso em: 15 de abril de 2019.

<sup>67</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). *Atividade Sancionadora*. 1ª ed. CVM, 2018. p. 54.

Disponível em:

<[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/publicacao/relatorio\\_atividade\\_sancionadora/anexos/2018/20180829\\_relatorio\\_atividade\\_sancionadora\\_2trimestre\\_2018.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/publicacao/relatorio_atividade_sancionadora/anexos/2018/20180829_relatorio_atividade_sancionadora_2trimestre_2018.pdf)> Acesso em: 10 de abril de 2019.

<sup>68</sup> Cf. Art. 9º, da Deliberação CVM nº 390/2001: “Art. 9º A proposta de celebração de termo de compromisso, acompanhada do parecer do Comitê de Termo de Compromisso, será submetida à deliberação do Colegiado, que considerará, no seu exame, dentre outros elementos, a oportunidade e a conveniência na celebração do compromisso, a natureza e a gravidade das infrações objeto do processo, os antecedentes dos acusados e a efetiva possibilidade de punição, no caso concreto.”

deu ensejo a tais práticas ocorreu no âmbito de um acordo de colaboração premiada que, além de envolver agentes públicos do mais alto escalão da República, importava também no reconhecimento de crimes extremamente graves praticados pelos principais administradores de um dos maiores grupos econômicos do país.

## CONCLUSÃO

O desenvolvimento do presente estudo possibilitou um melhor entendimento de um tema que não é recorrente nos estudos do mercado financeiro e de capitais, visto que, pela exaustiva fiscalização e monitoramento, não apresenta muitos exemplos práticos. Pudemos avaliar, de maneira exaustiva, cada um dos conceitos inerentes à temática e demonstrar a operacionalização dos processos administrativos em que estes figuram.

A pesquisa para fundamentação dos conceitos aqui estudados possibilitou um maior aprofundamento a um tema que, antes era conhecido, porém não no detalhamento que se mostrou. O estudo do *insider trading* desde sua origem, passando pela dificuldade e escassez de regulamentação e, posteriormente, pelo seu desenvolvimento acabou por demonstrar o motivo pelo qual, hoje, a tratativa do tema é tão robusta e definida, ainda que, como qualquer processo, possa ser melhorado.

Nesse sentido, ao buscar à exaustão a forma como o regulador analisaria um caso em que foi demandado, qual a origem da informação e qual a forma da comunicação para que este regulador passe a ter o conhecimento de que um ilícito foi praticado para, a partir daí, poder tomar as providências necessárias à persecução da sanção, nos foi elucidado que há uma parceria entre o regulador e o autorregulador, visto que aquele não dispõe de estrutura suficiente para, sozinho poder identificar o ilícito e puni-lo de maneira adequada.

Assim, pude constatar que, ainda que tenha sido identificado uma prática que contenha todos os requisitos para ser considerada ilícita, é aberto um processo em que o agente desta prática pode se defender, o que seria óbvio, visto o respeito aos princípios do contraditório, ampla defesa e devido processo legal, mas que também, pode por fim ao processo caso seja celebrado um acordo em que este player se comprometa a cessar a prática e indenizar quem quer que tenha sofrido dano, não importando confissão de culpa, desde que o acordo seja aprovado.

Esta abordagem, mostrou, pessoalmente, a importância do desenvolvimento das ferramentas de fiscalização e como a punição, no Brasil, a pessoas e grupos econômicos pertencentes a uma classe social menos acessível, em que, popularmente, se resumia impunidade, pode trazer a volta da confiança daqueles que atuam neste mercado e que querem

seu desenvolvimento cada vez maior, buscando excelência e possibilidade de crescimento, profissional, financeiro e, principalmente pessoal.

O presente trabalho, portanto, se caracteriza como uma importante ferramenta de consulta no meio acadêmico, visto ter abordado o tema de maneira ampla, no sentido de constar todos os aspectos e, ao mesmo tempo, específica, por chegar à discussão de cada um de seus conceitos, baseando-se numa intersecção da regulamentação administrativa e legislativa e no procedimento administrativo do único regulador do mercado de valores mobiliários.

Finalmente, acredito ser possível que o aprofundamento desta temática para abordar também a esfera judicial, com o advento da inclusão do artigo 27-D à Lei nº 6.385/76, tornando o *insider trading* um crime, pode levar a abordagem desta figura a um patamar superior, visto que, no sentido de sempre buscar a justiça, aqueles que cometam tais crimes devem ser responsabilizados, não só pecuniariamente – que para a maioria dos que cometem essa infração não faz tanta diferença -, mas também penalmente de maneira efetiva. Assim, seria de grande valia que, junto com o desenvolvimento da regulamentação deste tema para que seja possível a fiscalização e endereçamento administrativo, também seja possível que se comece a persecução de uma punição pessoal ao bem que tem se mostrado um dos mais valiosos ao ser humano: a liberdade.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BM&FBOVESPA SUPERVISÃO DE MERCADOS. *Supervisão de Mercados - Como funciona*. Disponível em: <<http://www.bsm-autorregulacao.com.br/supervisao-de-mercado/como-funciona>>. Acesso em 10 de abril de 2019.

BM&FBOVESPA SUPERVISÃO DE MERCADOS. *Supervisão de Mercados - Casos*. Disponível em: <<http://www.bsm-autorregulacao.com.br/supervisao-de-mercado/casos/6>>. Acesso em 10 de abril de 2019.

BM&FBOVESPA SUPERVISÃO DE MERCADOS. *Atividades Disciplinares e Processos – Como funciona*. Disponível em: <<http://www.bsm-autorregulacao.com.br/atividades-disciplinares-e-processos/como-funciona>>. Acesso em 10 de abril de 2019.

BRASIL. Lei n. 6.385, de 7 de dezembro de 1976. *Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários*, Brasília/DF, dez 1976. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L6385.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385.htm)>. Acesso em: 26 de março de 2019.

BRASIL. Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976. *Dispõe sobre as Sociedades por Ações*, Brasília/DF, 1976. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L6404compilada.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404compilada.htm)>. Acesso em: 26 de março de 2019.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). *Atividade Sancionadora*. 1ª ed. CVM, 2018. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/publicacao/relatorio\\_atividade\\_sancionadora/anexos/2018/20180829\\_relatorio\\_atividade\\_sancionadora\\_2trimestre\\_2018.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/publicacao/relatorio_atividade_sancionadora/anexos/2018/20180829_relatorio_atividade_sancionadora_2trimestre_2018.pdf)> Acesso em: 10 de abril de 2019.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Deliberação CVM nº 390 de 2001. *Dispõe a celebração de Termo de Compromisso e dá outras providências*. 2001. Disponível



em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/deliberacoes/deli0300/deli390.html>>. Acesso em: 11 de abril de 2019.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Deliberação CVM nº 538 de 2008. *Dispõe sobre os processos administrativos sancionadores*. 2008. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/deliberacoes/deli0500/deli538.html>>. Acesso em: 10 de abril de 2019.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Instrução CVM nº 31 de 1984. *Dispõe acerca da divulgação e do uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas*. 1984. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst031.html>>. Acesso em: 02 de abril de 2019.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Instrução CVM nº 358 de 2002. *Dispõe sobre a divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas, disciplina a divulgação de informações na negociação de valores mobiliários e na aquisição de lote significativo de ações de emissão de companhia aberta, estabelece vedações e condições para a negociação de ações de companhia aberta na pendência de fato relevante não divulgado ao mercado, revoga a Instrução CVM no 31, de 8 de fevereiro de 1984 [...]*. 2002. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/300/inst358consolid.pdf>>. Acesso em: 02 de abril de 2019.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). *Nota explicativa nº 28/84*. 1984. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/notas-explicativas/anexos/nota028.pdf>>. Acesso em 02 de abril de 2019.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Parecer CVM/SJU/Nº. 45 de 1984.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). *Parecer do Comitê de Termo de Compromisso. PAS 19957.005390/2017-90*. CVM. 2018. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/decisoes/2018/20180925\\_R1/20180925\\_D1168.html](http://www.cvm.gov.br/decisoes/2018/20180925_R1/20180925_D1168.html)>. Acesso em: 15 de abril de 2019.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). *Uso Indevido De Informação Privilegiada (Insider Trading)*. 1ª ed. CVM, 2016. Disponível em: <<http://www.portaldoinvestidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/menu/atividades/CampanhaNaoAoInsiderTrading/CVM-Caderno-11.pdf>> Acesso em: 28 de março de 2019.

EIZIRIK, Nelson. *Reforma das Sociedade Anônimas e do Mercado de Capitais*. 2ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1998.

FILGUEIRAS, L. A. *O Insider Trading nos Tribunais*. Trabalho de Conclusão de Curso – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo. São Paulo: 2013, p. 34-38.

PARENTE, Norma Jonssen. *Aspectos Jurídicos do “Insider Trading”*. CVM, 1978. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/aceso\\_informacao/serieshistoricas/estudos/anexos/Aspectos-Juridicos-do-insider-trading-NJP.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/aceso_informacao/serieshistoricas/estudos/anexos/Aspectos-Juridicos-do-insider-trading-NJP.pdf)>. Acesso em 18 de março de 2019.

PRADO, Viviane Muller; RACHMAN, Nora; VILELA, Renato. *INSIDER TRADING: Normas, Instituições e Mecanismos de Combate No Brasil*. São Paulo: Coleção Acadêmica Livre – Fundação Getúlio Vargas, 2016.

STJ. RECURSO ESPECIAL: REsp nº 1.569.171 - SP (2014/0106791-6). Relator: Min. Gurgel de Faria. DJe: 25/02/2016. *STJ*, 2016. Disponível em: [https://ww2.stj.jus.br/processo/revista/documento/mediado/?componente=ITA&sequencial=1480454&num\\_registro=201401067916&data=20160225&formato=PDF](https://ww2.stj.jus.br/processo/revista/documento/mediado/?componente=ITA&sequencial=1480454&num_registro=201401067916&data=20160225&formato=PDF). Acesso em: 26 de março de 2019.