

JOÃO VICTOR JUNQUEIRA GOMES

**UMA ANÁLISE DA EFICÁCIA DO COMBATE AO *INSIDER TRADING*
NO ORDENAMENTO JURÍDICO BRASILEIRO**

CURSO DE DIREITO – UniEVANGÉLICA

2021

JOÃO VICTOR JUNQUEIRA GOMES

**ANÁLISE DA EFICÁCIA DO COMBATE AO *INSIDER TRADING* NO
ORDENAMENTO JURÍDICO BRASILEIRO**

Projeto de monografia apresentado ao Núcleo de Trabalho de Curso da UniEVANGÉLICA, como exigência parcial para a obtenção do grau de bacharel em Direito, sob a orientação da Prof. Marcos Ricardo da Silva Costa

ANÁPOLIS – 2021

JOÃO VICTOR JUNQUEIRA GOMES

**ANÁLISE DA EFICÁCIA DO COMBATE AO *INSIDER TRADING* NO
ORDENAMENTO JURÍDICO**

Anápolis, ____ de _____ de 2021.

Banca Examinadora

Dedico este trabalho ao meu pai por me explicar, desde a minha infância, a importância da disciplina, à minha mãe por me ensinar da forma mais bela o que é o amor e a todos os colegas de classe e de trabalho que me ajudaram de qualquer maneira no meu desenvolvimento teórico jurídico.

RESUMO

O presente trabalho possui o escopo de analisar a eficácia do combate ao *Insider Trading* na perspectiva constitucional brasileira, simultaneamente com a potencial lesão às Empresas Públicas que possuem seu capital aberto. Possui uma finalidade básica estratégica, tendo objetivos descritivos e exploratórios, além de uma abordagem qualitativa, utilizando-se de métodos dialéticos e indutivos, e, por fim, procedimentos bibliográficos, documentais e estudo de caso. O primeiro capítulo almeja realizar considerações e conceituações da matéria abordada, desde sua etimologia até entendimentos doutrinários; além de demonstrar sua evolução histórica e legislativa. Quanto ao segundo capítulo, este busca explicar qual a motivação das empresas públicas em realizar a abertura de seus capitais e qual é a ingerência realizada em suas estruturas quando expostas as práticas de manipulação do mercado financeiro. E ao final, no último capítulo, com o campo dissertativo semeado, é possível realizar o esclarecimento quanto a real eficácia e necessidade do combate ao crime de *Insider Trading*, além de expor qual o impacto causado nestas modalidades empresariais quando expostas às práticas rotineiras de manipulação do mercado de capitais.

Palavras chave: Mercado; Eficácia; Criminalização; Informação; Empresarial.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	01
CAPÍTULO I – CONCEITO E EVOLUÇÃO HISTÓRICA E LEGISLATIVA DO <i>INSIDER TRADING</i>	03
1.1 Considerações Gerais e Conceitos.....	03
1.2 Evolução Legislativa.....	05
1.3. Antecedentes Históricos.....	08
CAPÍTULO II – A INFLUÊNCIA NAS EMPRESAS PÚBLICAS E NAS SOCIEDADES DE ECONOMIA MISTA QUANDO EXPOSTAS AO MERCADO DE CAPITAIS	12
2.1 A Criação e Evolução dos modelos de Empresas Públicas e das Sociedades de Economia Mista.....	12
2.2 A Motivação da Abertura de Capital das Empresas Públicas e das Sociedades de Economia Mista.....	14
2.3 O Procedimento de Inserção de Empresas Públicas e Sociedades de Economia Mista no Mercado de Capitais.....	16
2.4 Práticas Que as Empresas Públicas e as Sociedades de Economia Mista Estão Sujeitas Quando Inseridas no Mercado de Capitais.....	17
CAPÍTULO III – A EFICÁCIA DO COMBATE AO <i>INSIDER TRADING</i> NO BRASIL E O IMPACTO DA PRÁTICA DESTE CRIME NAS SOCIEDADES DE ECONOMIA MISTA E EMPRESAS PÚBLICAS	22
3.1 Análise de Casos e o combate ao <i>Insider Trading</i> no Brasil.....	22
3.2 A corrente majoritária: o <i>Insider Trading</i> deve ser proibido.....	26
3.3 A doutrina a favor da legalização do <i>Insider Trading</i>	27
3.4 O impacto da prática do Insider Trading nas empresas, especialmente nas Empresas Públicas e Sociedades de Economia Mista.	29

CONCLUSÃO.....	31
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	33

INTRODUÇÃO

O presente trabalho possui a nobre missão, através de pesquisas realizadas, por meio de compilação bibliográfica, bem como jurisprudências e normas do sistema jurídico brasileiro, de discorrer sobre práticas de manipulação de mercado, especialmente o *Insider Trading*, e a potencial lesão às Empresas Públicas que possuem seu capital aberto.

No desenvolvimento desta monografia, além das considerações, conceitos e estudos de casos realizados, também fora analisada a real eficácia do combate ao *Insider Trading*.

A utilização indevida de informação privilegiada no mercado financeiro é um crime tipificado no artigo 27, alínea “D” da Lei nº 6.385/76 e as Empresas Públicas quando expostas a estas práticas sofrem vulnerabilidades, visto que afere não só aos princípios constitucionais acima citados como também à estrutura econômica da União, o condão desta monografia, portanto, é verificar até que ponto as vulnerabilidades são lesivas às sociedades.

Ademais, busca imergir o leitor no atual universo de legislação de mercado financeiro, realizando exposições de casos práticos de manipulação de mercado, suas resoluções e condenações.

A pesquisa desenvolvida espera colaborar, mesmo que de forma modesta, para a melhor compreensão da questão planteada, indicando observações emergentes de fontes secundárias, tais como posições doutrinárias e

jurisprudenciais relevantes, a fim de serem aplicadas quando do confronto judicial com o tema em relação ao caso concreto.

CAPÍTULO I – CONCEITO E EVOLUÇÃO HISTÓRICA E LEGISLATIVA DO *INSIDER TRADING*.

Para compreender o instituto analisado nesta monografia, mister se faz conceituá-lo, desde sua etimologia até entendimentos doutrinários; demonstrar sua evolução histórica em companhia dos primeiros casos de manipulação do mercado de capitais e, por fim, a sua evolução legislativa, inclusive no nosso direito pátrio.

1.1 Considerações Gerais e Conceito

Desde o advento da bolsa de valores até os dias atuais, ocorrem manipulações no mercado de capitais de forma a favorecerem grandes investidores que se aproveitam da volatilidade dos preços e de outras variações. Uma das estratégias empregadas é a utilização imprópria de informações reveladas a apenas alguns agentes que efetuam compras de ações no momento exato que tais fatos produzirão efeitos nos valores destas. Necessário então se faz realizar um conceito mais detalhado do tema que será ponto central desta monografia: o *Insider Trading*.

A fim de criar alicerces para a definição deste instituto, preliminarmente, é necessário entender seu campo de atuação, ou seja, o mercado financeiro, especificamente o de capitais. Fato é que sociedades empresárias necessitam de investimentos de variadas naturezas para desempenhar suas funções produtivas, uma vez que o emprego de recursos financeiros é necessário para o papel da atividade empresarial e econômica. Diante disso, há muitos anos criou-se um espaço que possibilitava um contato entre empresas deficitárias de investimentos e investidores superavitários de capitais, espaço hodiernamente mais conhecido como mercado de capitais (BARROS, 2009).

Com este conceito em mãos é possível explicar o que EIZIRIK (2008) ensina, de forma clássica, sobre a prática do *Insider Trading*, discorrendo que pode ser conceituada quando um indivíduo que, em virtude de sua atividade profissional, utiliza de informações, desconhecidas para o público em geral, a fim de transacionar no mercado de capitais.

Em sentido semelhante, SCALZILLI e SPINELLI definem o *Insider Trading* como:

[...] a utilização de informação relevante capaz de afetar a negociação de valores mobiliários antes de ser ela divulgada aos demais investidores, por pessoa que a tenha obtido, normalmente, por força de relação profissional mantida com a companhia. (2007. p. 43)

Ademais, CARVALHOSA (2009) ressalta que se a operação no mercado for realizada mediante alguma informação que ainda não fora propagada pelos meios institucionais de divulgação adotados no mercado de capitais, já terá caracterizado *Insider Trading*.

Diante desses conhecimentos doutrinários, é possível conceituar genericamente a prática como uma negociação no mercado financeiro com base em informações privilegiadas, crime tipificado no artigo 27, alínea “D” da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976 (BRASIL), também conhecido como um dos crimes de colarinho branco, vejamos:

Utilizar informação relevante ainda não divulgada ao mercado, de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo, capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiro, com valores mobiliários: Pena – reclusão, de 1 (um) a 5 (cinco) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime.

Que pode ser executado pelo agente primário ou secundário, sendo aquele o que está inserido no fluxo da informação, e este, alguém que teve o contato com a informação diretamente da empresa (PRADO, 2015).

Conceito, também, categoricamente exemplificado em um dos primeiros casos de *Insider Trading* no Brasil, aonde o ex-diretor de finanças e Relações Internacionais, Luís Lura, e o ex-membro do conselho de administração, Romano Ancelmo da Sadia, efetuaram compras de milhares de ações desta empresa na bolsa de Nova Iorque (NYSE) em momentos antes da empresa Sadia realizar uma proposta de compra da empresa Perdigão, ou seja, houve o aproveitamento da informação de uma empresa pretender comprar sua principal concorrente, sendo claramente um vetor tendente à valorização das ações daquela empresa (Estadão, 2021).

Para que não paire dúvidas acerca deste instituto, necessário se faz realizar a explicação Etimológica da palavra: o dicionário de Cambridge University Press (2021) transpõe que o termo em inglês *Insider* significa alguém que é membro de um grupo e por esta função possui conhecimento não revelado para todas as pessoas. E, pela mesma fonte, o termo *Trading* significa a compra e venda de títulos ou ações na bolsa de valores.

Diante dessa tradução linguística, conclui-se que o vocábulo *Insider Trading* é consonante com os conceitos doutrinários, podendo ser sintetizado da seguinte forma: uma pessoa que em razão de sua posição privilegiada realiza negociação na bolsa de valores (Cambridge, 2021).

A Comissão de Valores Mobiliários - CVM, autarquia “vinculada ao Ministério da Fazenda, com a finalidade de disciplinar, fiscalizar e desenvolver o mercado de valores mobiliários (Portal do Investidor, 2021)”, instituiu Instrução CVM Nº 358, de 3 de janeiro de 2002, a fim de regular sobre a divulgação e o uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas. Instrução que será de grande valia para esta monografia a fim de alicerçar na demonstração da aplicação do instituto *Insider Trading* no ordenamento jurídico brasileiro.

Como já supracitado a palavra chave do instituto estudado neste trabalho é: informação relevante, e, por este motivo, o artigo 2º desta Instrução (BRASIL, 2002) nos auxilia já no primeiro capítulo, pois conceitua da seguinte forma o que é considerada informação relevante para o mercado financeiro:

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

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

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

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

Diante disso, qualquer pessoa que utiliza de informações que possam interferir em alguma das hipóteses acima, praticará o *Insider Trading*. Contudo, cumpre ressaltar que nem todo o uso de informação no mercado de ações pode ser caracterizado como um crime, pois, por exemplo, o caso do administrador de uma companhia aberta – um *Insider*, portanto, em relação a ela – que negocia ações de sua emissão no mercado de acordo com a política de negociação estabelecida pela referida companhia. Neste caso, mesmo estando por dentro dos assuntos da companhia que administra, as negociações feitas pelo administrador não são indevidas ou ilícitas.

1.2 Evolução Legislativa

Preliminarmente à explanação da evolução legal do *Insider Trading* necessário se faz enfatizar a autorregulação realizada pela BMF&BOVESPA, abreviatura que indica a Bolsa de Mercados e Futuros e a Bolsa de Valores de São Paulo, a maior bolsa de valores da América Latina e uma das maiores do mundo (BM&FBOVESPA, 2015). A autorregulação realizada por esta consiste na normatização e a fiscalização, pela própria, das atividades de seus membros, de forma a manter um alto padrão ético na realização dos seus negócios (WALD; EIZIRIK, 1986).

A BM&FBOVESPA possui o poder de disciplinar as corretoras ou administradores e operadores. Contudo, não pode interferir em assuntos gerenciais internos, como: a distribuição de dividendos, a definição dos integrantes do conselho

administrativo, entre outros. Ao verificar alguma irregularidade poderá tomar medidas como, por exemplo, a suspensão ou exclusão da negociação das ações da empresa infratora (Portal do Investidor, 2021).

O desenvolvimento do *Insider Trading* no ordenamento jurídico brasileiro ocorreu por volta da década de 60 com o advento da Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965 ou Lei do Mercado de Capitais, sendo este o primeiro momento em que houve a menção tácita do instituto *Insider Trading*, objetivando a disciplina deste. Auxiliou também neste período para a dissociação do mercado de capitais do bancário e a fomentação das normas de conduta para os agentes integrantes do mercado de capitais.

Dispositivo que cuidou também do espectro relacionado às atribuições do Banco Central, muito importante para a contenda em face do *Insider Trading*, pois Mussnich nos ensinou que esta entidade possui a incumbência de “fiscalizar a utilização de informações não divulgadas ao público em benefício próprio ou de terceiros, por acionistas ou pessoas que, por força de cargos que exerçam, a elas tenham acesso” (2017, p. 23-24).

Quase 10 anos após a criação desta lei, ocorreu a promulgação da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, originando a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), entidade autárquica vinculada ao Ministério da Fazenda, especializada para fiscalizar e regular o mercado de títulos imobiliários, além de ter potencial para intervir na BM&FBOVESPA caso detecte alguma irregularidade. Possibilidade evidenciada pelo Conselho Monetário Nacional ao determinar as competências da CVM.

Autarquia que também promoveu o advento de Instruções que aprimoravam as medidas regulatórias e a transparência do mercado de capitais brasileiro. Tais como, a Instrução nº 31, de 8 de fevereiro de 1984, na qual elucidava a respeito da divulgação e do uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas, e a Instrução nº 358, de janeiro de 2002, já citada anteriormente, que visava proteger os acionistas e investidores contra as operações com informações privilegiadas por pessoas relacionadas à companhia.

Todavia, o combate ao *Insider Trading*, de fato, iniciou-se com a publicação da Lei Nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, porquanto além de aperfeiçoar o monitoramento e controle das atividades empresariais no mercado de capitais também fez com que o Brasil tornasse a primeira economia dentre as principais da América Latina a estabelecer normas que visavam proteger o mercado contra práticas maliciosas, tais como o *Insider Trading*.

Em 2001 (BRASIL), ocorreu a publicação da Lei nº 10.303, de 31 de outubro, na qual amplificou ainda mais a contenda em face daquele instituto, pois, estabeleceu medidas penais de reclusão, como já referenciado no primeiro item desta monografia, incluindo o artigo 27, alínea D na Lei nº 6.385/76, no qual tipificou o crime de *Insider Trading*, e também instituiu multas financeiras a fim de punir aqueles que utilizassem de meio ilegal para negociar no mercado de capitais.

Cumprir destacar que antes dessa tipificação o *Insider Trading* não era objeto específico de nenhum crime capitulado no Código Penal, sendo que tal conduta era enquadrada como estelionato (PARENTE, 1978).

Ainda mais recente, no ano de 2017 (BRASIL) a Lei nº 13.506, de 13 de novembro, realizou ínfimas alterações na Lei nº 10.303/01 que tipifica o *Insider Trading* como crime, apenas suprimindo o dever de sigilo da sua tipificação e colocando-o apenas como agravante de pena em seu parágrafo segundo. Também figurou, agora tacitamente, o *Insider* primário e secundário, ao incluir o § 1º no referido artigo.

A coibição do *Insider Trading* na esfera administrativa decorreu por meio das instruções elaboradas pela CVM. Iniciou-se com a Instrução CVM Nº 31 (BRASIL, 1984), atualmente revogada, que em seu artigo 10 vedava tal prática. Atualmente, a prática é coibida pelo artigo 13 da Instrução CVM Nº 358 (BRASIL, 2002), e trata de forma mais abrangente os agentes e os meios pelos quais praticam o ilícito. Vejamos:

Antes da divulgação ao mercado de ato ou fato relevante ocorrido nos negócios da companhia, é vedada a negociação com valores

mobiliários de sua emissão, ou a eles referenciados, pela própria companhia aberta, pelos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, ou por quem quer que, em virtude de seu cargo, função ou posição na companhia aberta, sua controladora, suas controladas ou coligadas, tenha conhecimento da informação relativa ao ato ou fato relevante.

Entretanto, o Poder Legislativo é o único instrumento estatal que pode elaborar leis que originam ou restrinjam direitos do cidadão, não se estendendo este atributo à Comissão de Valores Mobiliários, em respeito ao Princípio da Legalidade (art. 5, II, da CF) e da Separação dos Poderes (art. 2º, da CF), cabendo, portanto, ao ofendido recorrer ao manto do Poder Judiciário a fim de executar as sanções legais ou administrativas (PENNA et al., 2008). Ademais, cumpre salientar que o Congresso Nacional ao propiciar segurança jurídica e credibilidade ao mercado acionário brasileiro, não satisfaz suas exigências e expectativas (PENNA et al., 2008).

Lamentavelmente, ainda que ocorram diversas medidas adotadas pela CVM e pelo Poder Legislativo, o Brasil e os mercados emergentes, de uma maneira geral, ainda são reconhecidos internacionalmente como países com regulamentações pouco eficientes no combate à manipulação e uso de informações privilegiadas (DUARTE; YOUNG, 2009).

1.3 Antecedentes Históricos

Antes de referir aos antecedentes históricos do instituo analisado nesta monografia, necessário é versar sobre a interferência do Estado na economia, especificamente no mercado financeiro. Afinal, só é possível verificar os casos de *Insider Trading* com a intervenção do Estado no mercado de capitais.

Ao fim do feudalismo, por volta do século XV, no período do mercantilismo, que fora possível encontrar as primeiras manifestações significativas de intervenção do Estado na economia, com a definição de despesas públicas dentro de um comércio internacionalizado (Andrade, 2017).

Passados alguns anos, com a interferência ocorrendo de maneira um pouco mais severa, de certa forma até imparcial, diante do favorecimento do Estado à nobreza Europeia, começaram a surgir vertentes que buscavam o desenvolvimento econômico baseando-se em leis naturais do mercado, na qual toda a sociedade tivesse a oportunidade de enriquecer, isto é, o liberalismo econômico. Refletindo fortemente nas constituições brasileiras de 1824 e de 1891 o ideal capitalista do pensador Adam Smith (Andrade, 2017).

Foi após a Grande Depressão (1929), crise financeira que assolou os Estados Unidos da América na década de 30 caracterizada pela superprodução e subconsumo, aonde a figura do Estado começou a ter acentuado papel na relação entre o domínio jurídico e o domínio econômico (Andrade, 2017).

No Brasil, ocorreu esta intromissão a partir da adoção do regime de economia de mercado adotado pela Constituição Federal de 1988, a qual, segundo FONSECA, fora questionada, “de tal forma a perguntar-se qual deve ser o papel do Estado na realização do fenômeno econômico, ou, por outra forma, qual será o futuro do Estado numa economia de mercado (2014, p. 181).”

Neste momento, já com grande interferência do Estado no mercado financeiro, inclusive com sua regulação, fora possível realizar o controle e a fiscalização do *Insider Trading* que teve, inclusive a primeira punição penal aplicada com fulcro nos artigos da Lei nº 10.303, de 2001, em 16 de fevereiro de 2011, quando o juiz federal substitutivo, Marcelo Costenaro Cavali, deferiu a primeira sentença condenatória no caso da oferta pública de aquisição (OPA) realizada pela Sadia S.A. sobre as ações da sua principal concorrente a Perdigão, conforme explanado anteriormente (REsp 1569171).

Ocorreu também investigação para apuração de *Insider Trading* no famigerado “Joesley Day”, aonde os Irmãos Joesley e Wesley Batista (JBS) estavam comprados em dólar um dia antes que o Joesley, juntamente com a Procuradoria Geral da República, a título de redução na pena por lavagem de dinheiro e corrupção, publicaram um áudio no qual o até então presidente da república Michel

Temer dava aval para comprar o silêncio do ex-deputado Eduardo Cunha que estava preso por conta de desdobramentos da Lava Jato (Mariz, 2020).

Acontece que diante dessa informação muitos investidores já davam como certa a renúncia de Michel Temer, ocasionando, portanto, uma queda de 12% na BOVESPA em menos de 1 hora e, conseqüentemente, a alta de mais de 10% no dólar. Já sabendo dessa possível alta os irmãos estavam comprados com US\$3 bilhões, gerando um lucro de US\$100 milhões a eles, valor estranhamente similar à multa prevista na delação no processo criminal (US\$ 110 milhões). 04 meses após, fora decretada a prisão preventiva de Joesley Batista pelo uso de informações privilegiadas para lucrar no mercado financeiro, além de três processos instaurados pela CVM para investigar o descumprimento das normas do mercado de capitais brasileiro (El País, 2017).

Conforme demonstrado por Prado e Vilela (2015), 5% dos casos julgados pela CVM são referentes ao crime de *Insider Trading*. Obtém-se, abaixo, a quantidade de casos sobre esta infração julgados por ano:



No mercado de valores mobiliários é possível que sejam realizadas operações além da compra de ações esperando a valorização do ativo. Pode ser realizada também a aquisição de opções de venda (PUT), onde se espera que ocorra a depreciação do ativo.

Prática que funciona quando uma pessoa adquire o direito de vender uma ação em tempo e preço pré-estabelecido, enquanto outro indivíduo adquire a obrigação de comprar uma ação na mesma condição de tempo e preço pré-estabelecido. Por exemplo, Eurípedes informa ao mercado que daqui a 10 dias gostaria de comprar uma ação por R\$33,50, João, portanto, adquire esta oferta de Eurípedes e, desta forma, adquire o direito de vender um ativo a R\$33,50 daqui 10 dias, Eurípedes, então, adquire a obrigação de comprar esta ação a R\$33,50. Suponha-se que o ativo estava a R\$36,00 quando as partes negociavam, se daqui a 10 dias o ativo estiver a R\$30,00, então, “B” lucrará com a depreciação do ativo, pois possui o direito de vender um ativo que está a R\$30,00 (XP, 2021).

Foi desta forma que em 18 de fevereiro de 2021 uma pessoa não divulgada publicamente realizou a compra de R\$160,000,00 (cento e sessenta mil reais) de opções de venda da empresa Petrobrás. Este investidor adquiriu o direito de vender a ação a R\$26,50, e no momento da compra ela estava R\$29,27. Operação realizada exatamente algumas horas após uma reunião do Presidente Jair Bolsonaro com alguns Ministros. A reunião terminou por volta das 17h15min, a compra das opções fora às 17h35min e, finalmente, as 19h, o atual presidente comunicou em sua *live* realizada pelo *Instagram* que “alguma coisa vai acontecer na Petrobrás nos próximos dias”. Conclui-se então que a operação fora realizada anteriormente ao conhecimento público das mudanças na estatal, indicando o uso de informação privilegiada (Estadão, 2021).

No dia seguinte, 19 de fevereiro de 2021, foi anunciada a intenção da Presidência da República em alterar o presidente da estatal, e, como imaginado, o mercado interpretou que a interferência do governo na estatal não seria agradável, ocorrendo a queda das ações da Petrobrás de R\$27,33 para R\$21,00 (Estadão, 2021).

Com o ativo a R\$21,00 este investidor possuía o direito de vendê-lo a R\$26,50, obtendo um lucro de aproximadamente de 18 milhões de reais. A CVM investiga o caso a fim de descobrir se, de fato, houve o uso indevido de informação privilegiada. Culminando uma multa de 3 vezes o valor do lucro obtido se tiver

ocorrido esta prática, além da pena restritiva de liberdade disposta no ordenamento jurídico brasileiro (Estadão, 2021).

CAPÍTULO II – A INFLUÊNCIA NAS EMPRESAS PÚBLICAS E NAS SOCIEDADES DE ECONOMIA MISTA QUANDO EXPOSTAS AO MERCADO DE CAPITAIS.

Posteriormente à exposição das noções preliminares sobre o tema e também de seus antecedentes históricos, mister se faz, por ora, explanar qual a motivação das empresas públicas em realizar a abertura de seus capitais e qual é a ingerência realizada em suas estruturas quando expostas as práticas de manipulação do mercado financeiro.

2.1 A Criação e Evolução dos modelos de Empresas Públicas e das Sociedades de Economia Mista

Como de notório saber, os objetivos principais do Estado são atender o interesse público e os fins sociais com o intuito do progresso, mediante o uso dos poderes instrumentalmente necessários conferidos pela ordem jurídica, utilizando principalmente da criação de Empresas Públicas e Sociedades de Economia Mista para alcançar os objetivos Econômicos (BANDEIRA, 2014).

As Empresas Públicas e Sociedades de Economia Mista são pessoas jurídicas de direito privado que possuem a finalidade de prestar serviço público, sendo que a primeira possui capital exclusivamente público enquanto a segunda possui capital público e privado devendo o público ser de maior porcentagem (BANDEIRA, 2014).

O Brasil fundou sua primeira sociedade de economia mista em 12 de outubro de 1808, nomeada de Banco do Brasil, instituída por alvará do Príncipe Regente. Segundo Souto:

O alvará fixou as bases de constituição da sociedade anônima e lhe outorgou os estatutos. A primeira nominata dos membros da Junta Administrativa e da Diretoria, fê-la o Príncipe Regente, que, no alvará, equiparou os honorários dos administradores e fiscais (diretores) do Banco aos que fossem pagos aos Ministros e Oficiais da Real Fazenda. (SOUTO, 1997, p. 76).

Neste período, o Estado brasileiro não era intervencionista, havia pouca intervenção direta no âmbito econômico, tendendo a um estado abstencionista, nas palavras de Darcy Azambuja (AZAMBUJA, 2001).

Já no desenlace da década de trinta e década de quarenta, houve a fundação de diversas empresas estatais que procuraram ocupar espaços que os particulares não tinham interesse ou capital suficiente para a consecução do negócio, tais como resseguradoras (IRB) -1939, siderúrgicas (CSN) - 1941, mineradoras (CVRD) - 1943 e hidrelétricas (CHESF) -1945. (SOUTO, 1997).

Ao final da II Guerra Mundial, em meados de 1945, as empresas públicas conquistaram um notável crescimento do papel e da importância no progresso econômico e social dos países em desenvolvimento, transformando-se em um verdadeiro fenômeno. Isto ocorreu, pois, todos os principais meios de produção foram colocados como propriedade do Estado e a administração da atividade econômica estava praticamente centralizada (PAVLE SICHERL, 1982).

Diante deste cenário, ocorreu a fomentação para criação de empresas públicas e sociedades de economia mista no Brasil, ocorrendo a criação da Fábrica Nacional de Motores (1946), Petrobras (1953) e Eletrobras (1961) (SOUTO, 1997).

Oriunda da crise da dívida externa, por meados da década de 1980, ocorrera a deterioração fiscal na América Latina, diante da consequente cessação do fluxo de capitais internacionais, gerando a redemocratização do Brasil. Mudança que impactou também em relação às empresas estatais, que praticavam reajustes

tarifários abaixo da inflação, executavam políticas públicas, e possuíam grandes passivos, ocorrendo, portanto, a “transferência de recursos fiscais federais para arcar com as necessidades operacionais das empresas estatais, o que aumentava os custos políticos de sua sustentação”, gerando diversas privatizações neste período (GIAMBIAGI e ALÉM, 1999).

Procurou-se, então, através da promulgação da Constituição Federal de 1988, restringir a expansão da presença do Estado na atividade econômica, todavia sucedera “um modelo de economia com forte participação do Estado, caracterizada pela reserva de amplos setores da infraestrutura para exploração pelo capital público e/ou capital nacional, que possuía proteção para seu desenvolvimento” (SCAFF, 2003).

Com o passar dos anos e a elaboração de emendas constitucionais, diversas empresas foram privatizadas e leis foram publicadas a fim de fomentar a privatização, tais como a Lei Geral de Concessões (Lei nº 8.987/1995) e a lei que definiu o novo regime de concessões de serviços públicos (Lei nº 9.074/1995) ocorrendo a abertura da economia brasileira no mundo globalizado e atraindo a participação de investidores estrangeiros (SCAFF, 2003).

2.2 A Motivação da Abertura de Capital das Empresas Públicas e das Sociedades de Economia Mista

Todavia, apesar de possuírem capital público, algumas Empresas Públicas e as Sociedades de Economia Mista, carecem da captação de capital para alavancar seu sistema financeiro, diante disto, utilizam-se de uma das formas mais modernas para realizar esta prática, qual seja, a abertura do capital da empresa, se expondo ao mercado financeiro e a captação de novos sócios através da Bovespa.

O termo abertura de capital pode ser considerado como a prática da empresa, através da bolsa de valores, de oferecer ao investidor parte da empresa, em troca do valor das ações, tornando-se aquele efetivamente um sócio desta.

No mundo atual, o ambiente empresarial exige investimentos corriqueiros e alavancados em “modernização, atualização, pesquisa e desenvolvimento de

novos produtos e processos sejam contínuos” (B3, 2021), diante disto, a abertura de capital pode ser vista também como uma “alternativa de financiamento para empresas em crescimento” (B3, 2021).

A fim de regular prática abertura de capital promulgou-se a Lei do Mercado de Valores Mobiliários, Lei Nº 6.385/76, especificamente em seu artigo 22, conceituando como uma empresa de capital aberto aquelas “cujos valores mobiliários estejam admitidos à negociação na bolsa ou no mercado de balcão” (Brasil, 1976).

De fato, a abertura de capital proporciona uma considerável alavancagem financeira, sendo, para a maioria dos empreendedores, uma experiência positiva, vejamos o relato do falecido Paulo Bellini, fundador da marca de carrocerias de ônibus Marcopolo:

Nós entramos na bolsa em 1978. Tínhamos, na ocasião, dois mil funcionários e hoje temos dez mil (cinco vezes mais); nós produzíamos três mil ônibus por ano, e hoje nós produzimos 15 mil (cinco vezes mais). E isso tudo pressupôs que nós teríamos recursos para isso, e realmente tivemos capitais graças à participação dos acionistas da bolsa. Mais do que isso, eu acho que o importante não foi só crescer cinco vezes nesse período, que foram 25 anos; é que nós conseguimos passar por todos os planos econômicos dos diversos governos que passaram por ai (WEBMOTORS, 2007, pg.1)

Ademais, Ana Tércia Lopes Rodrigues em seu trabalho nominado de Governança Corporativa: Quando a Transparência Passa a ser uma Exigência Global, listou uma série de benefícios advindos da abertura de capital, sendo estes:

- a) Maior facilidade para obtenção de fundos pela emissão de ações, não ficando restrita somente a empréstimos bancários;
- b) Melhora da liquidez pela facilidade de investimento para pequenos e grandes investidores;
- c) Valorização da marca da empresa pelos níveis de transparência mais elevados;

- d) Aumento do poder de barganha com os bancos, por não depender exclusivamente dessa fonte de financiamento;
- e) Preparação da empresa para troca de controle podendo buscar uma maior valorização como um todo, pela cotação de lotes de ações no mercado.

Portanto, as Empresas Públicas e Sociedades de Economia Mista, como qualquer outra modalidade empresarial, se atraem pelos benefícios decorrentes da abertura de capital para realizar investimentos, visando aumentar sua liquidez ou tornar palpáveis suas metas. Diante disto, estas empresas se expõem ao Mercado de Capitais e seus riscos, a fim de alavancar seu crescimento e fomentar a captação de capital.

2.3 O Procedimento de Inserção de Empresas Públicas e Sociedades de Economia Mista no Mercado de Capitais

Preliminarmente, salienta-se que para se candidatar a um processo de abertura de capital, obrigatoriamente, “a empresa deve estar constituída na forma jurídica de uma sociedade anônima”, conforme a Lei nº 6.404, de 15/12/1976 (CVM, 2009)

Ainda, a Empresa não pode, de maneira alguma, vender diretamente ações no mercado quando a emissão for pública. Por esta razão que é obrigatório o uso de um intermediador financeiro, tais como corretora de valores, bancos de investimento ou distribuidora que coordenarão toda a operação. Já a coordenação e a intermediação da atividade devem ser realizadas por instituições credenciadas para tal fim (ZAMBON, 2006).

Além da implantação da modalidade empresarial de sociedade anônima, a empresa ainda deverá cumprir com algumas medidas de caráter obrigatório, tais como a criação de um conselho de administração, a fixação das políticas da empresa e supervisão geral dos trabalhos, e, ainda, a eleição de um Diretor de Relações com Investidores, que será a pessoa autorizada a falar em nome da empresa perante o Mercado de Valores Mobiliários (Casagrande, 2000).

Após isto, para realizar a abertura de seu capital, a empresa deverá realizar o protocolo de um pedido de registro na Comissão de Valores Mobiliários (CVM) para tal fim e, simultaneamente solicitar a sua listagem na B3, para ter suas ações e outros valores mobiliários negociados (B3, 2021).

B3 significa Brasil, Bolsa e Balcão, e é uma das maiores empresas que oferecem infraestrutura e tecnologia para o mercado financeiro em todo o mundo. “Por ela passam todas as transações feitas no mercado de renda fixa e renda variável, desde a compra e a venda de produtos financeiros, até o processamento e a custódia desses ativos” (Magnetis, 2021).

Após a listagem e abertura de capital na B3, ocorrerá a busca por investidores, aonde será realizada reuniões para coleta de intenções e preços, a fim de definir o preço da ação (B3, 2021).

E, então, findada esta fase, a empresa finalmente terá seu capital aberto, que só será realizado de fato quando os futuros valores mobiliários de sua emissão são admitidos à negociação em bolsa ou mercado de balcão. (CASAGRANDE, 2000).

Podendo então desfrutar dos benefícios citados anteriormente, devendo cumprir inclusive com as obrigações de companhia listada em bolsa.

2.4 Práticas Que as Empresas Públicas e as Sociedades de Economia Mista Estão Sujeitas Quando Inseridas no Mercado de Capitais.

Entretanto, não seria espantosa a afirmação de que diante dos benefícios decorrentes da abertura de capital, também viria, conjuntamente, diversos riscos para as empresas que estão inseridos nesse meio, passemos, portanto, a análise de quais seriam os riscos que as empresas públicas estão sujeitas e qual seria o nível de insalubridade do terreno aonde está localizada ao ingressar no mercado financeiro.

Preliminarmente, cumpre ressaltar uma opinião quase unânime dos doutrinadores desse tema: o mercado financeiro é manipulado pelos grandes

investidores! Entre eles, a manipulação do mercado é conceituada como a manipulação de preço de fato, sendo a adoção de práticas que visam a alterar a lei natural da oferta e da demanda (HAZEN, 2005).

No mesmo sentido apontam Modesto Carvalhosa e Nelson Eizirik, ao afirmarem que “a manipulação caracteriza tipicamente um processo de formação artificial de preços, um ‘falso mercado’ e, conseqüentemente, agride o funcionamento regular do Mercado de Capitais” (CARVALHOSA e EIZIRIK, 2002).

Para realizar a devida imersão ao tema em comento, imperioso se faz salientar a diferença entre o mercado primário e o mercado secundário inseridos dentro do mercado de capitais. Vejamos a explicação da própria Comissão de Valores Mobiliários sobre o tema (CVM, 2021):

O mercado primário é aquele em (sic!) os valores mobiliários de uma nova emissão da companhia são **negociados diretamente entre a companhia e os investidores – subscritores da emissão** -, e os recursos são destinados para os projetos de investimento da empresa ou para o caixa.

Entretanto, alguns desses valores mobiliários, como as ações, representam frações patrimoniais da companhia e, dessa forma, não são resgatáveis em data pré-definida. Da mesma forma, outros podem ter prazos de vencimento muito longo. Essas características, entre outras, poderiam afastar muitos dos investidores do mercado de capitais, caso eles não tivessem como negociar com terceiros os valores mobiliários subscritos, dificultando o processo de emissão das companhias.

O mercado secundário cumpre essa função. É o local onde os investidores **negociam e transferem entre si os valores mobiliários emitidos pelas companhias**. Nesse mercado ocorre apenas a transferência de propriedade e de recursos entre investidores. A companhia não tem participação. Portanto, o mercado secundário oferece liquidez aos títulos emitidos no mercado primário (Grifo Nosso).

Portanto, conclui-se que o mercado primário é aquele no qual a companhia emite as ações pela primeira vez para os investidores e o mercado secundário é aquele aonde os investidores que adquiriram essas ações, vendem para outros investidores, sendo exatamente neste último que ocorrem as práticas passíveis de serem consideradas como manipulação de mercado.

Pois bem, são diversas as tipificações penais, práticas abusivas e artefatos utilizados com o propósito de manipular o mercado a fim de obter o retorno financeiro almejado.

A título exemplificativo, a fim de demonstrar a potencialidade de manipulação que pode ser realizada no mercado financeiro, é profícuo realizar a análise de caso da empresa *GameStop*, evento este que ocorreu na bolsa de valores estadunidense.

A empresa *GameStop* é uma varejista de jogos que atua no decadente varejo físico dos *games* e, por esta razão, não é bem vista pelos investidores, razão pela qual possuía um baixo valor de mercado e seus preços estavam em um declínio constante (ÉPOCA NEGÓCIOS, 2021).

Diante deste cenário, no desenlace de janeiro de 2021, os fundos de cobertura estavam apostando na baixa de preço, em um movimento *chamado short selling*, que consiste em alugar ações e as vender em seguida, com a condição de que devem devolvê-las mais tarde, desta forma, eles recompram as ações e embolsam a diferença, o que gera um lucro na operação com a queda do preço, em outras palavras, a alta do preço geraria um enorme prejuízo para os fundos que apostavam nessa estratégia (ÉPOCA NEGÓCIOS, 2021).

Esta prática realizada pelos fundos de investimento foi divulgada em uma rede social chamada *Reddit* e, então, milhares de usuários desta plataforma que também eram investidores pessoas físicas, se uniram e compraram em massa o papel da *GameStop* na bolsa de valores de Nova Iorque, fazendo com que o preço

dos papéis chegasse a acumular a alta de 1.700% em duas semanas (ÉPOCA NEGÓCIOS, 2021).

Esta alta ainda foi mais intensificada, pois, como os fundos de investimentos possuíam ações alugadas, seviram obrigados a recomprar essas ações a um valor maior do que as venderam, em um movimento chamado de *short squeeze* (ÉPOCA NEGÓCIOS, 2021).

Diversos especialistas no assunto consideraram que de fato houve um crime de manipulação do mercado no presente caso, visto que os internautas possuíam a intenção de alterar o preço da ação, contudo, todos os especialistas também concordaram na dificuldade para punir os envolvidos devido a dificuldade de identificação dos indivíduos (JOTA, 2021).

Portanto, fora possível verificar, com esse breve relato do caso, que o mercado de valores mobiliários pode ser “facilmente” manipulado e, então, aproxima-se cada vez mais do verdadeiro ponto desta monografia: poderia a manipulação de mercado, causar danos às Empresas Públicas e Sociedades de Economia Mista?

Para exemplificar e elucidar ainda mais o poder da manipulação do mercado de capitais, importante se faz expor o caso da empresa brasileira Mundial S/A (MNDL3), episódio conhecido também como a bolha do alicate. Nome que se deu pela empresa gaúcha ser fabricante de alicates de unha e produtos de cozinha, e bolha econômica ou especulativa é um termo utilizado no mercado financeiro para designar o momento em que o valor de um ativo se desvia fortemente de seu valor intrínseco (NIGRO, 2020).

Pois bem, no dia 6 de abril de 2011, as ações dessa empresa, sem motivo aparente fechou o dia com uma alta de 24,31%, o valor estava em R\$28,26 e saltou para R\$35,14. Não parando aqui, pois quase dois meses depois, em 1º de junho de 2011 seus papéis valiam R\$130,89, ou seja, uma alta de 363,16% (NIGRO, 2020).

No dia 11 de julho daquele ano, as ações chegaram ao valor de R\$958,78, alcançando um crescimento de 3.292,71%, todavia, em nove dias, as ações despencaram para R\$112,79 (NIGRO, 2020).

Após alguns meses de investigação, a Polícia Federal apresentou um relatório indicando um plano de manipulação das ações da Mundial nascido ao final de 2010, quando Michael Ceitlin (presidente da empresa) teria tentado maquiar os números da empresa, conforme relatório da Polícia (EXAME, 2011).

A companhia, que tinha uma dívida de quase 400 milhões de reais e teria incluído em seu balanço créditos a receber no valor de 279 milhões da Hércules, fabricante de talheres e utensílios de cozinha também controlada por Ceitlin. Os balanços financeiros da Mundial mostravam-na recebendo cerca de R\$30 milhões de Hércules, relativos ao pagamento dos juros dessa dívida, enquanto que de acordo com a polícia, apenas 1 milhão de reais havia sido pago (EXAME, 2011).

Portanto, diante da explanação destes casos podemos verificar a volatilidade do mercado e, também, percebe-se que o preço das ações pode ser manipulado por investidores com grande poder de capital, sendo mais propício agora explicar quais são as consequências nas empresas quando expostas a estas práticas.

CAPÍTULO III – A EFICÁCIA DO COMBATE AO *INSIDER TRADING* NO BRASIL E O IMPACTO DA PRÁTICA DESTE CRIME NAS SOCIEDADES DE ECONOMIA MISTA E EMPRESAS PÚBLICAS.

Após a explanação das razões que ensejam a abertura de capitais de Empresas Públicas e Sociedades de Economia Mista, o campo dissertativo está semeado para o esclarecimento quanto à real eficácia e necessidade do combate ao crime de *Insider Trading*, além de expor qual o impacto causado nestas modalidades empresariais quando expostas às práticas rotineiras de *Insider Trading*.

3.1 Análise de Casos e o combate ao *Insider Trading* no Brasil

Conforme explanado no primeiro capítulo desta monografia, o ano de 2021 fora inaugurado com uma suposta prática milionária de manipulação do mercado. Trata-se da provável execução do crime de *Insider Trading* nas ações da Petrobrás, no qual um investidor em específico realizou uma grande compra de opções de venda da PETR4 (operação realizada quando se espera que haverá a queda de um ativo), momentos antes do atual Presidente da República – Jair Messias Bolsonaro, explicar publicamente que possuía a intenção de alterar o presidente da estatal. Como imaginado, o mercado interpretou que a interferência do governo na estatal não seria agradável, ocorrendo a queda das ações da Petrobrás de R\$27,33 para R\$21,00, fazendo com que aquele investidor que estava comprado em opções de venda tivesse a oportunidade de faturar mais de 18 milhões de reais (Estadão, 2021).

Devido a sua atualidade, trata-se de um propício caso para análise, pois nele será possível verificar a complexidade para apuração da prática do crime. O primeiro ponto a se destacar trata-se da mudança legislativa ocorrida no ano de 2017, especificamente no artigo que dispõe sobre o *Insider Trading* (lei nº 13.506/17, que alterou o artigo 27-D da Lei nº 6.385/76). Nesta alteração, houve a amplitude dos sujeitos passivos para a prática do crime, em outros termos, fora suprimido o dever de sigilo do tipo penal e, desta forma, o crime poderia ser praticado por qualquer pessoa com acesso à informação privilegiada, desde um hacker até um membro do conselho societário, dificultando ainda mais a investigação realizada pela CVM para apurar a prática do crime.

Em investigação, a autarquia (CVM) concluiu que o ato fora praticado por uma gestora e que ela, contrariamente ao esperado, não realizou as vendas de suas opções na data de vencimento, dia 22 de fevereiro de 2021, e sim em 19 de fevereiro de 2021, não obtendo, desta forma, a vantagem pecuniária milionária especulada pelos meios de informação, que girava em torno de 18 milhões de reais (Estadão, 2021).

Possivelmente, tal ato tenha sido praticado para não caracterizar o tipo penal - “propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida”, provavelmente amedrontado pela aplicação da pena de “multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime”.

Fato é que, devido à complexidade para examinar a utilização de informação privilegiada, a CVM, ainda, não apontou o caso como um crime. Entrementes, cumpre salientar que em 20 anos a única condenação por tal delito se deu no caso que ocorrera a oferta de compra da empresa Sadia para a Perdigão, já explanado no primeiro capítulo desta monografia (Estadão, 2021).

E por mais que já tenha sido abordado anteriormente nesta monografia, o fatídico e primordial caso de *Insider Trading* no Brasil deve ser exposto e analisado com mais minúcia, qual seja o Processo Administrativo Sancionador nº SP 2007/0117, situação em que o ex-diretor de finanças e Relações Internacionais, Luís Murat, e o ex-membro do conselho de administração, Romano Ancelmo ambos da

empresa Sadia, em julho de 2006, efetuaram compras de milhares de ações desta companhia na bolsa de Nova Iorque (NYSE), dias antes da divulgação pela Sadia da oferta pública de aquisição de mais de 50% das ações da Perdigão (PAS nº SP 2007/0117).

Ao se desfazerem dessa posição, auferiram, um ganho de aproximadamente US\$140,000.00. E por mais que tal operação tenha ocorrido na Bolsa de Nova Iorque (NYSE), a autarquia brasileira (CVM), com fulcro no § 6º do art. 9º da Lei 6.385/7675, concluiu que era competente para julgar o caso (PAS nº SP 2007/0117).

Art. 9º A Comissão de Valores Mobiliários, observado o disposto no § 2º do art. 15, poderá:

[...]

§ 6º A Comissão será competente para apurar e punir condutas fraudulentas no mercado de valores mobiliários sempre que:

I - seus efeitos ocasionem danos a pessoas residentes no território nacional, independentemente do local em que tenham ocorrido; e

II - os atos ou omissões relevantes tenham sido praticados em território nacional.

Além das penas administrativas, determinadas pelas autoridades brasileiras e norte-americanas, o Ministério Público Federal (MPF) solicitou a encetadura de ação penal em face de Romano Ancelmo Fontana Filho, Luiz Gonzaga Murat Júnior e Alexandre Ponzio de Azevedo, pela prática do *Insider Trading* (PAS nº SP 2007/0117).

Após as investigações e apurações realizadas, a Ação Penal tomou o seguinte desfecho: Alexandre Ponzio de Azevedo realizou acordo com o Ministério Público Federal e foi excluído do processo. Romano Fontana Filho foi condenado a dois anos e um mês de prisão, pena convertida em serviços comunitários e proibição de exercer cargos em companhias abertas, além da multa de R\$374.900,00, pena esta que prescreveu, e Luiz Murat, por sua vez, foi condenado a dois anos e seis meses, entretanto, teve pena convertida em serviços à comunidade, além da multa de R\$394.700,00. E em 2017, após quase 11 anos de tramitação, a ação penal transitou em julgado (REsp nº 1569171 / SP (2014/0106791-6)).

Cumpra, ainda, destacar o voto do ex-Diretor da CVM, Eli Loria, no julgamento deste caso, para que ainda fique mais notória a aplicação prática e os sujeitos passivos deste crime. *In verbis*:

Ademais, qualquer pessoa que realize uma operação com a utilização de informação privilegiada pode ser responsabilizada por esta infração administrativa. A vantagem indevida que o "insider" possui frente a sua contraparte fere os princípios da igualdade no acesso à informação e da negociação por todos nas mesmas bases, afetando a confiança na transparência e eficiência do mercado e desestimulando a participação dos investidores no mercado de valores mobiliários. Tal conceito encontra-se insculpido na Nota Explicativa nº 28 à Instrução CVM nº 31, de 8 de fevereiro de 1984, cabendo reproduzir um trecho que traduz o pensamento do órgão regulador: "O objetivo primordial do sistema de divulgação acima articulado é propiciar ao investidor uma decisão consciente, embasada numa ampla gama de informações que espelhem fidedignamente a situação da companhia. Garantida a efetividade do sistema de informações, pretende-se, adicionalmente, garantir ao investidor que pessoas intimamente ligadas aos negócios da companhia não poderão utilizar-se de informações ainda não disseminadas ao público. Só assim se promoverá a confiabilidade do investidor no mercado de valores mobiliários. (Extrato da sessão de julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM SP2007/0117)

Ainda, citou a doutrina estrangeira de Daniel Ruiz:

Em primer lugar, dado elambito subjetivo de aplicación de lainfracción, puede ser autor cualquiera persona que la use independientemente de como la haya obtenido (...). Desde el momento que una persona lleve a cabo una operación empleando información privilegiada de forma dolosa, o culposa si há acedido a ella por supuestoprofesional, es responsable de lainfracción administrativa de uso ilegal de información privilegiada (RUIZ, 2006).

Daniel Ruiz, afirmou, por sua vez, nesta breve citação que o sujeito do crime pode ser qualquer pessoa, independentemente da forma que conseguiu esta informação, além disso, afirmou que se a pessoa tiver este acesso por questões profissionais, deverá ser responsabilizado por infração administrativa.

Portanto, após a análise destes dois casos, um que há apenas indícios da prática de *Insider Trading* e outro que houve a apuração e a certeza jurídica da prática, é possível verificar a raridade punitiva deste crime, visto a dificuldade de

apurar sua conduta e autoria, sendo possível e prudente, tomarmos a reflexão sobre a real eficácia da criminalização deste ato.

3.2 A corrente majoritária: o *Insider Trading* deve ser proibido

Em 24 de setembro de 1999, a Gerência de Acompanhamento de Mercado da autarquia que realiza fiscalização da Bolsa de Valores Brasileira, encaminhou, para apreciação da Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários, a Análise/GMA-2/nº 51, de 14 de setembro de 1999, dando conta deque as ações Ordinárias de emissão da empresa Elevadores Atlas S.A., no período compreendido entre os meses de fevereiro e maio de 1999, apresentaram fortes oscilações de preço e aumento no volume diário negociado na BOVESPA, em virtude das especulações ocorridas no período, ensejando, desta forma a suspeita de uma possível alienação do controle da companhia (PAS CVM nº 33/00).

No decorrer deste julgamento, o então Diretor da autarquia, Wladimir Castelo Branco, realizou seu voto nos seguintes termos:

45. Desde logo, não é demais lembrar que a **regulação do mercado** visa a garantir aos investidores a disponibilidade ampla de **informações confiáveis** e que a base legal da regulação do *Insider Trading*, além do princípio da transparência, está apoiada na teoria da apropriação indevida de informações obtidas em razão do cargo ou função para benefício pessoal, da vantagem indevida que o *insider* possui frente à sua contraparte e do efeito adverso que o *insidertrading* produz na **estabilidade do mercado** em termos de sua **transparência e eficiência**. (grifado)

Tal voto fora importante no cenário brasileiro, pois ressaltou a visão de um dirigente inserido no contexto sobre a eficácia da criminalização da prática, afirmando, conforme transcrito, que isto garantiria a “disponibilidade ampla de informações confiáveis”, “estabilidade do mercado” e sua “transparência e eficiência”.

Ademais, em análise às argumentações favoráveis à criminalização da prática mencionada, podemos sintetizar alegações principais: (i) o *Insider Trading* deterioraria a companhia, seus acionistas e os investidores em geral; e (ii) o *Insider*

Trading propenderia a criar um risco moral que faria com que os administradores procurassem obter ganhos com notícias negativas sobre a companhia.

E a fim de fundamentar estas vertentes, se baseiam nas seguintes teorias (YEO, 2021): (i) a *misappropriation theory*, segundo a qual aqueles que negociam com base em informações privilegiadas estariam se utilizando indevidamente de informações pertencentes à companhia para alçar ganhos pessoais; (ii) a *unfair advantage theory*, que entende haver um benefício injusto por parte do *insider* em face de sua contraparte na negociação; e (iii) a *market stability theory*, aduzindo que o *Insider Trading* ensejaria um efeito adverso no mercado em termos de transparência e eficiência.

Ainda, outros autores aduzem que a utilização de informação privilegiada de forma indevida atrasaria a transmissão das informações dentro da companhia e a divulgação ao público investidor, interferiria nas operações da companhia e incentivaria os administradores a tomar riscos excessivos (BRUDNEY, 1979)

Neste caso, os maiores prejuízos seriam aos processos internos da empresa, também conhecidos como *interna corporis*, pois, interfeririam no processo de tomada de decisões dentro da companhia, devido ao atraso na transmissão e divulgação interna da informação. Também haveria o posicionamento dos investidores em desvantagem, pois estariam negociando com ações que não refletem seu real valor, acentuando o problema da assimetria informacional (EASTERBROOK, 1981).

3.3 A doutrina a favor da legalização do *Insider Trading*

Por outro lado, doutrinadores e estudiosos entendem que o *Insider Trading* melhora – e não piora – a eficiência do mercado, diminuindo o problema da assimetria informacional e contribuindo para uma precificação mais precisa das ações.

Como fundamento, utilizam-se de um dos princípios norteadores da autarquia responsável pela fiscalização da Bolsa de Valores Brasileira – CVM, qual

seja a busca pela eficiência, disposto no Art. 4º da Lei nº 6.385/76. E nas lições de FAMA, aonde denota que “mercado eficiente” seria o mercado no qual os preços sempre refletem precisamente as informações disponíveis.

Destarte, o acesso imediato, simultâneo e irrestrito proporcionado por todas as informações disponíveis sobre aquele produto, apresentaria um mercado com máxima eficiência.

Fato é que estudiosos de ambas as vertentes – legalização e criminalização do *Insider Trading* – possuem a mesma opinião no que concerne ao fato de que, no mercado de capitais, por diversos motivos, não é possível que todos os investidores tenham acesso equânime a todas as informações sobre as companhias emissoras de valores mobiliários (DOLGOPOLOV, 2007)

Todavia, cumpre informar a distinção entre a descriminalização e a legalização da prática do *Insider Trading*, visto que a primeira não implica a aplicação automática da segunda, pois, a ilicitude de determinada operação, pode ser aplicado a apenas institutos reparadores e sancionatórios como dos direitos civil e administrativo, diferentemente da criminalização de determinada conduta, aonde o cometimento de delito e alcança a esfera penal, sem prejuízo dos demais direitos.

Portanto, a ilicitude é apenas um dos três requisitos para a configuração do crime. Em outros termos, a prática ilícita não é, necessariamente, um crime, mas para que determinada conduta o seja, há de ser ilícita, porquanto, com fulcro no conceito analítico do delito, o crime perfaz-se pelo fato típico, ilícito e culpável da teoria tripartida (PRADO, 2014). Desta forma, conclui-se que poderá ocorrer a descriminalização do *Insider Trading*, mas esse ato não ensejará, obrigatoriamente, a legalização de determinada prática, podendo haver punições na esfera cível e administrativa.

Ademais, é de grande valia ressaltar que desde o advento da lei que criminalizou a prática de *Insider Trading* - um período de 20 anos - houve apenas uma condenação penal (INFOMONEY, 2021).

Segundo levantamento da FGV Direito de São Paulo, de 2008 a 2018, a CVM apurou 54 processos sancionadores contra 158 acusados de “*Insider Trading*”, resultando em 66 condenações administrativas, e na esfera criminal, houve apenas uma sentença condenatória definitiva no País.

Todavia, diante do atual cenário, o exíguo e quase inexistente número de condenações penais não se dá pela aplicação coercitiva ou preventiva da lei e sim pela dificuldade em apurar os sujeitos ativos deste crime, em outros termos, pode-se concluir que a busca pela condenação dos criminosos do *Insider Trading* no Brasil é ineficiente devido a amplitude do fato típico e da dificuldade de localização do *insider*.

3.4 O impacto da prática do *Insider Trading* nas empresas, especialmente nas Empresas Públicas e Sociedades de Economia Mista.

As Sociedades Empresárias, inclusive a Empresa Pública e Sociedade de Economia Mista, quando expostas as práticas de *Insider Trading* poderão ser impactadas em três vertentes: (i) atrasando a transmissão das informações dentro da companhia e a divulgação ao público investidor; (ii) interferindo nas operações da companhia; e (iii) incentivando os administradores a tomar riscos excessivos.

Quanto ao primeiro ponto, este poderia ocorrer, pois no momento de descoberta ou obtenção de uma informação positiva ou negativa sobre a companhia, o administrador tenderia a não propagar esta informação pelo tempo que considerasse suficiente para que então realizasse negociações no mercado financeiro, antes de sua divulgação ao público, obtendo, destarte o lucro desejado (BRUDNEY, 1981).

Quanto ao segundo ponto, sua prática seria mais bem explanada em um exemplo: a companhia possui a intenção de fazer uma oferta agressiva no mercado e seu administrador, sabendo desta intenção, passa a adquirir ações da companhia alvo, realizando, conseqüentemente, a alta dessas ações alvos, devido ao efeito manada que geraria no mercado, aonde várias pessoas seguiriam a decisão deste administrador, tornando a aquisição mais onerosa, e, em alguns casos,

inviabilizando-a, prejudicando, destarte, os negócios da companhia (EASTERBOOK, 1981).

Quanto ao terceiro ponto, tal possibilidade não seria mais bem explanada se não com a realização da citação de EASTERBOOK:

they [insiders] may select riskier projects than the shareholders would prefer, because if the risks pay off they can capture a portion of the gains in *Insider Tradings* and, if the project flops, the shareholders bear the loss (EASTERBOOK, 1981, p.93)

Neste trecho, o autor busca explicar que a prática de *Insider Trading* fomentaria os administradores a envolverem a companhia em projetos de risco excessivamente elevado, pois os eles poderiam selecionar projetos mais arriscados do que os acionistas prefeririam, visto que, se os riscos valerem a pena, podem capturar uma parte dos ganhos em negociações privilegiadas e, se o projeto fracassar, os acionistas arcam com o prejuízo.

Há ainda outro ponto popularmente levantado que poderia servir de argumentação como danos que poderiam ser causados às empresas: as oscilações dos preços das ações interfeririam na estrutura das sociedades empresárias.

Todavia, esta argumentação é facilmente desarmada quando analisamos de que, conforme explicado anteriormente nesta monografia, as práticas de manipulação de mercado ocorrem no mercado secundário, ou seja, um investidor que vende para outro investidor, não possuindo relação direta com a empresa, não interferindo, destarte, no real valor da companhia (CVM, 2021).

CONCLUSÃO

O presente trabalho trouxe uma explanação detalhada da conduta do uso desleal de informação privilegiada, discorrendo sobre pontos de abordagem do ponto de vista do tratamento legislativo que lhe é conferido, bem como sobre suas nuances, pressupostos e dificuldades de caracterização, também as suas consequências e mecanismos de prevenção.

O conceito do crime objeto deste trabalho fora minuciosamente destrinchado, podendo, então, se caracterizar como qualquer pessoa que utiliza de informações que possam interferir em alguma das hipóteses citadas nesta monografia, entretantes, deverá atentar-se quanto ao fato de nem toda informação utilizada no mercado de ações ser tipificada no ilícito penal, como, por exemplo, o caso do administrador de uma companhia aberta que negocia ações de sua emissão no mercado de acordo com a política de negociação estabelecida pela referida companhia.

Ademais, verificou-se que, lamentavelmente, ainda que ocorram diversas medidas adotadas pela CVM e pelo Poder Legislativo, o Brasil e os mercados emergentes, de uma maneira geral, ainda são reconhecidos internacionalmente como países com regulamentações pouco eficientes no combate à manipulação e uso de informações privilegiadas (DUARTE; YOUNG, 2009). Mais a frente, fora possível vislumbrar, em análise aos casos práticos, o montante financeiro milionário no qual este crime está ambientado.

Verificou-se, também, a Evolução Legislativa Brasileira da prática de *Insider Trading*, com elaboração de emendas constitucionais, nas quais diversas empresas foram privatizadas e leis foram publicadas a fim de fomentar a

privatização, tais como a Lei Geral de Concessões (Lei nº 8.987/1995) e a lei que definiu o novo regime de concessões de serviços públicos (Lei nº9.074/1995) ocorrendo a abertura da economia brasileira no mundo globalizado e atraindo a participação de investidores estrangeiros(SCAFF, 2003, p. 96).

Além, da explanação cabal da Motivação da Abertura de Capital das Empresas Públicas e das Sociedades de Economia Mista, na qual constatou-se que aquelas se atraem pelos benefícios decorrentes da abertura de capital para realizar investimentos, visando aumentar sua liquidez ou tornar palpáveis suas metas, se expondo ao Mercado de Capitais e seus riscos, a fim de alavancar seu crescimento e fomentar a captação de capital. Explanando, no decorrer da monografia, qual seria o procedimento adotado pela CVM para abertura do capital de uma empresa.

Notou-se, ainda, a volatilidade do mercado e que o preço das ações pode ser manipulado por investidores com grande poder de capital. Causando, de fato, prejuízos às Empresas sujeitas à manipulação de mercado, especificamente em seus processos internos, além do posicionamento dos investidores em desvantagem, pois estariam negociando com ações que não refletem seu real valor, acentuando o problema da assimetria informacional (EASTERBROOK, 1981).

Por outro lado, o atual cenário de combate a esta prática do mercado se mostrou exíguo e quase inexistente, visto o número de condenações penais, devido a amplitude do fato típico e da dificuldade de localização do *insider*.

Por fim, fora possível constatar que, de fato, ocorrem interferências nas empresas quando vulneráveis à esta prática, basta apenas a racionalização se estas interferem no desenvolvimento empresarial. Todavia, o que mais se destacou na presente monografia fora a impressão de impunibilidade na utilização de informação privilegiada no mercado de valores mobiliários, visto ao índice exíguo de sentenças condenatórias desde a criminalização desta prática, caracterizando, portanto, uma baixa eficácia de combate ao *Insider Trading* no ordenamento jurídico brasileiro.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Andrade, José. **Contexto histórico da intervenção do estado no domínio econômico e a Constituição de 1988**. 2017. Disponível em: <https://ambitojuridico.com.br/cadernos/direito-constitucional/contexto-historico-da-intervencao-do-estado-no-dominio-economico-e-a-constituicao-de-1988/>. Acesso em: 08/08/2021

AZAMBUJA, Darcy. **Teoria geral do Estado**. São Paulo: Globo, 2001.

B3. **Abertura de Capital**, São Paulo, 2021. Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/abertura-de-capital/vantagens-de-abrir-o-capital/. Acessado em: 20/08/2021.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Resolução nº 2690 de 28 de janeiro de 2000**. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/47428/Res_2690_v1_O.pdf. Acessado em: 26/04/2021.

BANDEIRA, Celso Antônio. **Curso de Direito Administrativo**. São Paulo, 2014.

BARROS, Ricardo. **O que faz e como surgiu a bolsa de valores?**. São Paulo, 2009. Nova Escola. Disponível em: <https://novaescola.org.br/conteudo/2388/o-que-faz-e-como-surgiu-a-bolsa-de-valores>. Acesso em: 12/04/2021.

BM&FBOVESPA. **História da BM&FBOVESPA**. Disponível em: <http://www.acervobmfbovespa.com.br/History>>. Acessado em: 20/08/2015.

BRASIL. **Instrução CVM Nº 31, DE 8 DE FEVEREIRO DE 1984**. Dispõe acerca da divulgação e do uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst031.html>. Acessado em: 29/04/2021.

BRASIL. **Instrução CVM Nº 358, DE 3 DE JANEIRO DE 2002.** Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/300/inst358.pdf>. Acessado em: 26/04/2021.

BRASIL. **LEI Nº 4.728 DE 14 DE JULHO DE 1965.** Disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L4728.htm. Acessado em: 26/04/2021.

BRASIL. **LEI Nº 6.385 DE 7 DE DEZEMBRO DE 1976.** Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6385original.htm. Acessado em: 26/04/2021.

BRASIL. **LEI Nº 6.404 DE 15 DE DEZEMBRO DE 1976.** Dispõe sobre a Sociedade por Ações. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6404consol.htm. Acessado em: 26/04/2021.

BRASIL. **LEI Nº 10.303 DE 31 DE OUTUBRO DE 2001.** Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LEIS_2001/L10303.htm. Acessado em: 26/04/2021.

BRASIL. **LEI Nº 13.506, DE 13 DE NOVEMBRO DE 2017.** Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2015-2018/2017/Lei/L13506.htm#art35. Acessado em: 26/04/2021.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. **REsp nº 1569171 / SP (2014/0106791-6).** Disponível em: <https://processo.stj.jus.br/processo/pesquisa/>. Acessado em: 13/10/2021

BRUDNEY, Victor. **Insiders, Outsiders, and Informational Advantages under the Federal Securities Laws.** Harvard Law Review, Vol. 93, No. 2, (Dez., 1979). p. 334;

CASAGRANDE Neto, Humberto: **Abertura de capital nas empresas brasileiras: um enfoque prático.** 3ª ed. rev. e atual., São Paulo: Atlas, 2000.

CARVALHOSA, Modesto e EIZIRIK, Nelson. **A nova Lei das S/A.** São Paulo: Saraiva, 2002.

CVM, **Portal do Investidor**. Disponível em: https://www.investidor.gov.br/menu/Menu_Investidor/funcionamento_mercado/mercado_primario.html. Acessado em: 31/08/2021.

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

DOLGOPOLOV, Stanislav. **Insider Trading**. *The Concise Encyclopedia of Economics*. p. 6. 2007. Disponível em <http://www.econlib.org/library/Enc/insidertrading.html>. Acesso em: 02/11/2021.

DURÃO, Mariana. **Crime de 'Insider Trading', como o investigado na Petrobrás, teve só uma condenação penal em 20 anos**. Estadão, São Paulo, 04 de março de 2021. Disponível em: <https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,crime-de-insider-trading-como-o-investigado-na-petrobras-teve-so-uma-condenacao-penal-em-20-anos,70003636027>. Acessado em: 11/10/2021.

EASTERBROOK, Frank H. **Insider Trading, Secret Agents, Evidentiary Privileges, and the Production of Information**. *The Supreme Court Review*, 1981. p. 333.

EIZIRIK, Nelson Laks. *et al.* **Mercado de Capitais - regime jurídico**: 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

ÉPOCA NEGÓCIOS. **GameStop: o que você precisa saber sobre o caso que agitou Wall Street**. 2021. Disponível em: <https://epocanegocios.globo.com/Mercado/noticia/2021/01/gamestop-o-que-voce-precisa-saber-sobre-o-caso-que-agitou-wall-street.html>. Acessado em: 03/09/2021.

Exame. **A bolha do alicate da Mundial**. São Paulo, 2011. Disponível em: <https://exame.com/revista-exame/a-bolha-do-alice/>. Acessado em: 06/09/2021.

Extrato da sessão de julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM SP2007/0117. Diretor/Relator: Eli Loria. Presidente da sessão de julgamento: Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana.j. 26.02.2008. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/2008/20080226_SP20070117.html. Acesso em: 13/10/2021.

FAMA, Eugene F. **Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work**. *The Journal of Finance*, v. 25, n. 2, p. 383-417, May 1970.

FONSECA, João Bosco Leopoldino Da. **Direito econômico**. 7^a ed. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2014. 181 p.

GASPAR, Malu, **Operação sugere Insider Trading com ações da Petrobras**. O Globo, São Paulo. 02 de março de 2021. Disponível em: <https://blogs.oglobo.globo.com/malu-gaspar/post/operacao-sugere-insider-trading-com-acoes-da-petrobras.html>.

GIAMBIAGI, Fabio; ALÉM, Ana Cláudia Duarte de. **Finanças públicas: teoria e prática no Brasil**. Rio de Janeiro: Campus, 1999.

HAZEN, Thomas Lee. **Principles of securities regulation**. 2^aed. St. Paul: Thomson/West, 2005.

INFOMONEY. **Crime de “Insider Trading” teve só uma condenação penal em 20 anos**. Estadão Conteúdo. Publicado em: 04/03/2021. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/mercados/crime-de-insider-trading-teve-so-uma-condenacao-penal-em-20-anos/>. Acesso em: 02/11/2021.

INSIDER. In: Cambridge Dicionário de Inglês para Negócios. Cambridge Dictionary, 2021. Disponível em: <https://dictionary.cambridge.org/pt/dicionario/ingles/insider?q=INSIDER>. Acesso em: 17/04/2021.

JOTA, **Caso Gamestop: a dificuldade em punir responsáveis por manipulações no mercado**, 2021. Disponível em: <https://www.jota.info/casa-jota/caso-gamestop-a-dificuldade-em-punir-responsaveis-por-manipulacoes-no-mercado-11022021>. Acessado em: 03/09/2021.

MAGNETIS. **Entenda o que é a B3 – Glossário Financeiro**. São Paulo, 2021. Disponível em: <https://blog.magnetis.com.br/o-que-e-a-b3/>. Acessado em: 26/08/2021.

MARIZ, Bruno. **Avaliação de impacto do “Joesley day” sobre o risco Brasil, e retorno e volatilidade do IBOVESPA utilizando a metodologia artificial counterfactual (ArCo)**. Brasil, 2020. Disponível em: <https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/30273>. Acesso em: 09/12/2021

MUSSNICH, Francisco. **O Insider Trading no Direito Brasileiro**. 1. ed. São Paulo: Saraiva, 2017. p. 23-35.

NIGRO, Thiago. **Do mil ao milhão: sem cortar o cafezinho**. Rio de Janeiro, 2020.p. 99 e 100.

PARENTE, Norma Jonssen. **Aspectos Jurídicos do "Insider Trading"**. Comissão de Valores Mobiliários. (1978)

PAVLE SICHERL, **Conceitos de empresa pública em diferentes sistemas socioeconômicos**. Revista de Administração Pública: volume16 número4 (1982). Disponível em: <http://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/rap/article/view/11308>. Acessado em: 16/08/2021.

PENNA, P. M. M. A.; QUINTAIROS, P. C. R.; OLIVEIRA, E. A. A. Q.; SANTOS, V. S. **Análise dos Procedimentos e Sanções Administrativas na Comissão de Valores Mobiliários**, 2008.

Portal do Investidor. **O que é a CVM?**. Brasil, 2021. Disponível em: https://www.investidor.gov.br/menu/Menu_Investidor/a_cvm/ACVM.html. Acesso em: 09/12/2021.

Portal do Investidor. **Estrutura e Funcionamento da BMF&BOVESPA**. Brasil, 2021. Disponível em: https://www.investidor.gov.br/menu/Menu_Academico/O_Mercado_de_valores_mobiliarios_brasileiro/Estrutura_funcionamento_BM_FBOVESPA.html. Acesso em: 09/12/2021.

PRADO, Viviane Muller; Vilela, Renato. **Radiografia de Insider Trading na CVM**. Núcleo de estudos em mercados e investimentos - Direito GV. Disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2600210. Acesso em: 27/04/2021.

Processo Administrativo Sancionador CVM N° 33/00. Diretor-Relator: Wladimir Castelo Branco Castro. Julgado em 20.12.2002. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2002/20021220_PAS_3300.pdf. Acesso em: 29/10/2021.

Processo Administrativo Sancionador CVM SP 2007/0117. Diretor-Relator: Eli Loria. Presidente dasessão de julgamento: Maria Helena dos Santos Fernandes de

Santana. Julgado em 26.02.2008. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/2008/20080226_SP20070117.html. Acesso em: 13/10/2021.

OLIVEIRA, Regiane, **O dia em que a JBS lucrou com o tsunami JBS**. El País, São Paulo. 20 de maio de 2017. Disponível em: https://brasil.elpais.com/brasil/2017/05/20/politica/1495238977_607590.html. Acesso em: 07 de maio de 2021.

REsp 1.569.171. STJ. Disponível em: <https://processo.stj.jus.br/processo/pesquisa/?aplicacao=processos.ea>.

RODRIGUES, Ana Tércia Lopes. **Governança Corporativa: Quando a Transparência Passa a ser uma Exigência Global**. 2003.

RUIZ, Daniel Entrena. **El empleo de información privilegiada en el mercado de valores: un estudio de surégimen administrativo sancionador**. España: Editorial Aranzadi, 2006, p. 273.

SCAFF, Fernando Facury. **A Constituição econômica brasileira**. Revista de Direito Público da Economia, Belo Horizonte, v. 1, n. 3, p. 67-101, jul./set. 2003.

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

SOUTO, Marcos Juruena Villela. **Aspectos jurídicos do planejamento econômico**. Riode Janeiro: Lumen Juris, 1997.

TRADING. In: Cambridge Dicionário de Inglês para Negócios. Cambridge Dictionary, 2021. Disponível em: <https://dictionary.cambridge.org/pt/dicionario/ingles/trading?q=TRADING>. Acesso em: 17/04/2021.

XP Investimentos. **Compra e venda de Opções - Calls e Puts**. Disponível em: <https://institucional.xpi.com.br/investimentos/produtos-estruturados/Compra%20e%20Venda%20de%20Call%20e%20Put.pdf>. Acesso em: 09/12/2021.

WALD, A.; EIZIRIK, N. **O Regime Jurídico das Bolsas de Valores e sua autonomia frente ao Estado**. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, nº. 61, p. 05-21, janeiro/março de 1986.

WEBMOTORS. Ferreira, José Carlos. **Abertura de capital nas concessionárias, prós e contras**.

YEO, Victor CS. **A Comparative Analysis of *Insider Trading* Regulation – Who is liable and what are the sanctions?** p. 3. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=260884>. Acesso em: 02/11/2021.

ZAMBON, André Fabrício dos Santos. **Abertura de Capital no Brasil: O Caso Renar Maças S.A.** UFSC, Florianópolis, 2006.