



FRANCISCO ANTUNES MACIEL MÜSSNICH

O INSIDER TRADING NO DIREITO BRASILEIRO

Rio de Janeiro

2015

FRANCISCO ANTUNES MACIEL MÜSSNICH

O *INSIDER TRADING* NO DIREITO BRASILEIRO

Dissertação apresentada à Escola de Direito da
Fundação Getúlio Vargas do Rio de Janeiro,
como requisito para obtenção do título de
Mestre em Direito da Regulação.

Campo do Conhecimento:

Direito da Regulação

Orientador: Prof. Dr. Joaquim de Arruda
Falcão Neto

Rio de Janeiro

2015

Müssnich, Francisco Antunes Maciel

O insider trading no direito brasileiro / Francisco Antunes Maciel Müssnich. – 2015.
148 f.

Dissertação (mestrado) - Escola de Direito do Rio de Janeiro da Fundação Getulio Vargas.

Orientador: Joaquim de Arruda Falcão Neto.

Inclui bibliografia.

1. Informações privilegiadas - Uso indevido - Legislação. 2. Mercado de capitais -
Legislação - Brasil. 3. Agências reguladoras de atividades privadas. I. Falcão, Joaquim, 1943-
II. Escola de Direito do Rio de Janeiro da Fundação Getulio Vargas. III. Título.

CDD – 342.23



FRANCISCO ANTUNES MACIEL MUSSNICH

O INSIDER TRADING NO DIREITO BRASILEIRO.

Dissertação apresentada ao Curso de Mestrado em Direito da Regulação da Escola
Direito Rio para obtenção do grau de Mestre em Direito da Regulação.

Data da defesa: 15/12/2015

ASSINATURA DOS MEMBROS DA BANCA EXAMINADORA

Joaquim de Arruda Falcão Neto
Orientador (a)

Cássio Machado Cavalli

Caio Farah Rodriguez

Demian da Silveira Lima Guedes

Para minha mãe Glorinha, a quem devo tudo na vida.

AGRADECIMENTOS

Essa dissertação de mestrado certamente não poderia ter sido finalizada sem o estímulo e o auxílio de algumas pessoas fundamentais. Sem a pretensão de enumerar todos aqueles que, de alguma forma, me ajudaram, agradeço, em primeiro lugar, ao meu orientador, Joaquim de Arruda Falcão Neto, pelos conselhos da vida toda.

Um muito obrigado à equipe do Barbosa Müssnich Aragão, especialmente Carla Wainer Chalhó Lgow, Fernanda Pereira Carneiro, Vitor Augusto José Butruce, Marcella Campinho Vaz, Fernanda Mynarski Martins Costa, Rebeca dos Santos Garcia, Bruno Massena Cerqueira Costa e Nathalie Leite Gazzaneo, pela valiosa colaboração na pesquisa e revisão do texto.

Por fim, aos meus colegas de mestrado em Direito Regulatório da FGV-RIO, turma competente, aplicada e da qual muito me orgulho de ter pertencido, e a toda a equipe docente, em especial ao professor Sérgio Guerra.

“Há coisas que melhor se dizem calando”.

“O silêncio não tem fisionomia, mas as palavras muitas faces”.

Machado de Assis

RESUMO

O *insider trading* é ilícito de elevado potencial danoso, pois impacta não só as pessoas diretamente relacionadas com a operação realizada com a informação privilegiada, mas também o mercado de capitais como um todo, afetando a confiança dos investidores. É importante, portanto, a repressão severa do ilícito nas esferas administrativa, civil e penal, destacando-se o papel regulador da Comissão de Valores Mobiliários, enquanto representante da intervenção do poder estatal no âmbito do mercado de capitais. Não obstante, para a responsabilização pelo ilícito do *insider trading*, deve-se exigir um conjunto probatório robusto, ainda que apenas indiciário. A utilização de uma espécie de muralha segregadora, se minimiza situações de conflito de interesses ao evitar o acesso amplo a informações relevantes não divulgadas ao mercado, não é, por si só, capaz de excluir responsabilidade por eventual *insider trading*. Importante ter cuidado com construções teóricas, como a da “mente corporativa”, capazes de esvaziar de utilidade barreiras como uma *Chinese Wall*. Impossível transpor a teoria do domínio do fato à apuração de ilícitos de *insider trading*.

Palavras-chave: *Insider trading*. Informação privilegiada. *Chinese Wall*. Teoria do domínio do fato. Estado regulador. Intervenção do poder estatal no mercado de capitais.

ABSTRACT

The potential damage caused by insider trading is very high, because the offense affects not only the parties directly related to the transaction carried out while in possession of inside information, but also the stock market as a whole, undermining investor confidence. Severe sanctions under the administrative, civil and criminal law are necessary to discourage the offense. In this, Brazil's securities regulator, the CVM - Comissão de Valores Mobiliários, plays a particularly important role because it wields the state's power to intervene in the capital markets. At the same time, liability for insider trading offense should be based on a strong body of evidence, even if the evidence of insider trading is indirect only. The use of information barriers, which reduces the potential for conflicts of interest by restricting access to undisclosed material information, is not in itself sufficient to exclude liability for insider trading. Theories such as the "corporate mind" can make Chinese walls ineffective protection against liability, even if they properly perform their function of segregating information. The theory of constructive or imputed knowledge cannot be applied in determining liability for insider trading.

Key words: Insider trading. Inside information. Undisclosed information. Chinese Wall. Imputed knowledge. Constructive knowledge. Regulation by government. Intervention of the state in the capital markets.

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	10
2 REQUISITOS FORMAIS PARA A CARACTERIZAÇÃO DO ILÍCITO DE <i>INSIDER TRADING</i>: O ESTADO DA ARTE NO DIREITO BRASILEIRO	13
2.1 Panorama legislativo	13
2.2 Requisitos para a caracterização do <i>insider trading</i>	23
2.2.1 <i>Existência de informação privilegiada não divulgada ao mercado</i>	23
2.2.2 <i>Acesso à informação privilegiada</i>	28
2.2.3 <i>Negociação com intenção de tirar proveito da informação privilegiada</i>	34
2.3 Lineamentos sobre a <i>Chinese Wall</i> e a teoria da “mente corporativa”	44
3 EVOLUÇÃO DO TRATAMENTO JURÍDICO DADO À UTILIZAÇÃO DESLEAL DE INFORMAÇÕES PRIVILEGIADAS NO ÂMBITO DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS	47
3.1 Caso Fator e Caso BBA	47
3.2 Caso Bahema	58
3.3 Caso Crédit Suisse	68
3.4 Caso Pactual	72
4 CRÍTICAS E SUGESTÕES PARA O APRIMORAMENTO DA ABORDAGEM AO <i>INSIDER TRADING</i> NO BRASIL	79
4.1 A indispensável obrigação de provar a ocorrência do ilícito de <i>insider trading</i>	79
4.2 Críticas à transposição descontextualizada do tratamento jurídico dado à matéria no direito estrangeiro	89
4.2.1 <i>“Mente corporativa”, Chinese Walls e insider trading nos precedentes ingleses</i>	91
4.2.2 <i>Uma leitura mais aprofundada sobre “mente corporativa”, Chinese Walls e insider trading na decisão do CRSFN no Caso Crédit Suisse</i>	95
4.3 Teoria do domínio do fato: inaplicabilidade aos casos de <i>insider trading</i>	97
5 CONCLUSÕES	103
REFERÊNCIAS	105
ANEXO I	109

1 INTRODUÇÃO

O uso indevido de informação privilegiada (também chamado de *insider trading*) é um dos ilícitos tidos como mais perniciosos no mercado de capitais e, por isso, tem sido enfrentado com rigor e preocupação pelos órgãos regulatórios por todo o mundo. Isso porque o *insider trading* fere um dos princípios mais relevantes do mercado de capitais, pois abala a confiança dos investidores.

Com o *insider trading*, o participante do mercado negocia com base em informações ainda não divulgadas ao mercado, com intenção de obter para si ou para terceiro uma vantagem indevida. Em um mercado que tem como objetivo a disseminação simétrica, perfeita de informação, o *insider trading* é um dos maiores ilícitos a serem combatidos.

No Brasil, não poderia ser diferente. O *insider trading* é um dos principais focos de ação da Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”). Constitui tanto infração administrativa, tipificada no artigo 155 da Lei n.º 6.404/76 (“Lei das S.A.”) e no artigo 13 da Instrução CVM n.º 358/2002, como ilícito penal, conforme o artigo 27-D da Lei n.º 6.385/76.

O grande entrave à responsabilização dos *insiders* sejam eles membros da companhia que gerou a informação sigilosa, terceiros com funções ou cargos que possibilitem acesso a tal informação ou até mesmo terceiros sem qualquer vínculo com a companhia sempre foi a comprovação da posse da informação privilegiada. E isso normalmente se dá por indícios. Nesse momento, deve ser redobrada a atenção do julgador, para que realmente sejam utilizados indícios robustos, convergentes e contundentes da posse da informação, e não meras presunções ou ilações.

O que se observa, porém, de uma análise detalhada dos julgados da CVM sobre o tema é que, ao longo dos anos, começaram a ser aplicadas presunções de conhecimento da informação privilegiada a fim de responsabilizar quem negociou. Aí reside a maior preocupação atual dos advogados e do mercado como um todo quando se examinam os casos de *insider trading*.

Apesar de certas presunções poderem ser aplicadas, principalmente quando se trata do *insider* com acesso direto à informação privilegiada, deve-se tentar ir além. Não se pode deixar de comprovar, em alguma medida, a posse dessa informação, mesmo que por um conjunto probatório de indícios robustos.

Os contornos dessa questão são ainda mais delicados quando se analisam estruturas relativamente recentes no mercado nacional, mas que, com seu desenvolvimento, tendem a ser cada vez mais comuns. É o caso de instituições financeiras multisserviços, que além de

prestarem serviços de assessoria financeira às companhias, podendo ter acesso direto a informações sigilosas, também realizam negociações. Com efeito, a própria regulamentação autoriza a coexistência de áreas, com o cuidado de que entre elas haja segregação física e tecnológica.

Trata-se da chamada *Chinese Wall*, mecanismo preventivo por meio do qual se segregam atividades (por exemplo, as atividades financeiras de um banco das atividades do fundo gerido pelo próprio banco), de maneira a evitar “contaminações”, minimizando situações de conflito de interesses e mesmo o acesso amplo a informações relevantes não divulgadas ao mercado. Esse mecanismo isolante será objeto de atenção mais detida ao longo do trabalho, especialmente no exame do repertório jurisprudencial estrangeiro. Na prática, porém, o que se observa e com frequência é o questionamento “além-muros” de diversas operações, isto é, quando a instituição também possui, “do outro lado do muro”, informações privilegiadas.

Há, inclusive, quem considere que, mesmo quando a companhia lança mão de uma *Chinese Wall*, não deve haver negociação. Isso em razão da aplicação da chamada teoria da “mente corporativa”, segundo a qual a pessoa que age em nome de determinada companhia representa a “mente” dessa sociedade naquela negociação específica não importando a posição hierárquica ou a função desempenhada pela pessoa naquele organismo corporativo. Também este tema, caro ao escopo desta dissertação, será abordado adiante em maior detalhe.

Essa discussão, apesar de recente, é extremamente relevante para delinear os rumos e os contornos do mercado nacional. Afinal, a depender do posicionamento que venha a prevalecer no órgão regulador, pode simplesmente ser decretado o fim de parte da atividade das instituições financeiras. E, por consequência, o próprio funcionamento e o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários nacional podem sair prejudicados.

A análise das questões relativas ao uso de informações a que se tenha acesso privilegiado, bem como a tarefa de se responsabilizar quem haja negociado irregularmente, devem ser orientadas por redobrada cautela. É preciso, pois, ter os olhos postos também na saúde do mercado como um todo, de modo a não desestimulá-lo nem a ele nem ao seu desenvolvimento. Afinal, o investidor não tem condições de negociar em um ambiente de incertezas, se estiver inseguro de que qualquer operação poderá vir a ser questionada, mesmo que sem qualquer base comprobatória. A confiança é pressuposto da existência do mercado.

É esse o principal objetivo deste trabalho: discorrer sobre os precedentes mais relevantes da CVM acerca do ilícito de *insider trading*, ao mesmo tempo em que se levantam

questões controversas acerca do tema, principalmente quando se trata das instituições financeiras multisserviços e as presunções utilizadas nos processos sancionadores.

Para tanto, primeiramente serão destrinchados os requisitos do ilícito, bem como sua evolução legislativa no Brasil, para depois se discutirem os precedentes julgados pela CVM a esse respeito. Por fim, serão analisadas as questões específicas de necessidade de prova, diante da realidade e da atual dinâmica do mercado brasileiro de valores mobiliários.

Adverta-se, desde já, que este estudo não pretende e nem poderia esgotar o tema do uso desleal de informação privilegiada, cujas nuances são múltiplas. Busca-se, porém, lançar um olhar crítico sobre o tema, na tentativa de oferecer alguns subsídios não apenas para um manejo criterioso de estruturas de controle como a *Chinese Wall*, mas para um enfrentamento criterioso e adequado de situações de conflito de interesses e, mais especificamente, de situações envolvendo o acesso e a utilização de informação privilegiada no mercado financeiro e de capitais. É a jornada a que se propõe nas linhas que seguem.

2 REQUISITOS FORMAIS PARA A CARACTERIZAÇÃO DO ILÍCITO DE *INSIDER TRADING*: O ESTADO DA ARTE NO DIREITO BRASILEIRO

O passo inicial para uma compreensão mais completa do ilícito de *insider trading* e seus desdobramentos no mercado brasileiro de valores mobiliários dirige-se ao exame dos requisitos formais necessários à configuração daquela conduta. E, nessa tarefa, fundamental é pousar a vista, desde logo, sobre o panorama legislativo da matéria.

2.1 Panorama legislativo

A compreensão do regime jurídico do *insider trading* no Brasil exige um esforço prévio de mapeamento das disposições normativas aplicáveis à matéria. O primeiro enunciado a tratar especificamente do tema no país foi o artigo 3º, inciso X, da Lei n.º 4.728/65, que disciplina o mercado de capitais. Referido dispositivo, ao cuidar do espectro de competências do Banco Central do Brasil, estabelecia a seguinte atribuição:

Art. 3º Compete ao Banco Central:

(...)

X 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.

Nota-se, pois, que o primeiro dispositivo a tratar do assunto é anterior à própria existência da CVM, criada para zelar pelo bom funcionamento do mercado brasileiro de valores mobiliários¹. Apesar de a norma sinalizar um primeiro esforço do legislador no combate ao *insider trading*, é flagrante sua deficiência, ou simplesmente sua insuficiência para fazer frente a tão importante questão. Essa regra, até então ainda isolada no sistema jurídico brasileiro, não tornava crime, nem ato ilícito, o uso indevido de informação privilegiada. De redação, pode-se dizer, até simples, o dispositivo também não oferecia qualquer parâmetro para a caracterização do *insider trading*.

Nesse sentido, justifica-se a crítica de Fábio Konder Comparato, ao afirmar que uma norma que atribui competência fiscalizatória requer a existência de outras regras que

¹ A CVM, entidade autárquica vinculada ao Ministério da Fazenda, só veio a ser criada cerca de uma década depois, por força da Lei n.º 6.385/1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários no país. Em linhas gerais, o objetivo da CVM consiste zelar pelo funcionamento bom e eficiente do mercado de valores mobiliários brasileiro, mediante atividades de fiscalização, normatização, disciplina e desenvolvimento.

disciplinem o tema, bem como de um sistema adequado de sanções para garantir a repressão da prática².

Tratamento mais consistente foi oferecido com o advento da Lei das S.A., que ao consagrar o dever de lealdade do administrador em seu artigo 155, tratou, em seus parágrafos, da vedação ao *insider trading*:

Art. 155. (...)

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

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

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

Verifica-se na disciplina da Lei das S.A. uma densidade maior na abordagem, trazendo elementos capazes de permitir não só um melhor delineamento da figura do *insider trading*, como também a possibilidade de reparação pelos danos sofridos.

O parágrafo primeiro cria para o administrador um *dever de sigilo*, que recai sobre qualquer informação ainda não divulgada no mercado. É preciso, porém, que essa informação não divulgada seja apta a influenciar de modo ponderável a cotação de valores mobiliários, e que o administrador dela tenha conhecimento em razão da função exercida. O administrador não apenas deve guardar sigilo sobre essas as informações, como não pode utilizar-se delas para obter vantagens para si ou para terceiros.

O parágrafo segundo, por sua vez, atribui ao administrador um dever adicional: o de impedir que a informação seja utilizada por seus subordinados ou terceiros de sua confiança. Trata-se de clara hipótese de responsabilidade por omissão, cabendo a ele evitar o vazamento de informações sigilosas (*leakage*).

Por fim, o parágrafo terceiro trata da possibilidade de responsabilização civil pelos danos causados. Como regra geral, essa possibilidade exige a verificação dos pressupostos da responsabilidade civil – dito brevemente, a conduta ilícita, a existência de dano ou prejuízo e o nexo de causalidade a ligar os dois elementos. Mas, se a pessoa prejudicada já conhecia a informação ao contratar, deixa de haver espaço, como parece lógico, para o pleito de indenização por perdas e danos.

² COMPARATO, Fábio Konder. *Insider Trading: sugestões para uma moralização do nosso mercado de capitais. Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*, São Paulo, v. 2, p. 46, 1971.

Importante inovação foi trazida pela Lei n.º 10.303/01, acrescentando novo parágrafo ao artigo 155 da Lei das S.A.:

§ 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.

A alteração legislativa em comento ampliou, assim, o campo subjetivo de incidência da vedação ao *insider trading*, passando a vincular qualquer pessoa que tenha tido acesso à informação relevante. Como se percebe, alargou-se de forma expressiva a possibilidade de responsabilização pelo ilícito de *insider*.

Os parágrafos primeiro e quarto trazem dados suficientes para permitir a extração dos três requisitos necessários para a configuração da prática do *insider trading*: (i) a existência de informação privilegiada não divulgada ao mercado; (ii) o acesso a essa informação privilegiada; e (iii) a intenção de negociar tirando proveito de tal informação³. Esses requisitos serão objeto de exame detido neste capítulo.

É possível, ainda, destacar na referida Lei n.º 6.385/76, a atribuição conferida ao Conselho Monetário Nacional e à CVM para “assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários” (artigo 4º, inciso VII) a prática do *insider trading* configura indubitavelmente uma prática não equitativa no mercado. Norma Jonssen Parente chega a defender, amparada na aplicação do artigo 18, inciso II, alíneas “a” e “b” da mencionada lei⁴, a possibilidade de a CVM ampliar o conceito de *insider trading* constante da Lei das S.A.⁵

³ Não há unanimidade na doutrina quanto à enumeração dos requisitos. Modesto Carvalhosa aponta apenas dois: “A convicção do juiz ou da autoridade administrativa sancionadora CVM sobre a prática de *insider trading* deve ser haurida de dois elementos: 1) a existência de fato relevante ainda não divulgado ao público (art. 157); 2) a compra e venda, pelos *insiders*, de valores mobiliários emitidos pela companhia no período que medeia entre a posse da informação sigilosa e a sua divulgação junto ao público” (CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 6. ed. São Paulo: Saraiva, 2014. p.443. v. 3). João Pedro Scalzilli e Luis Felipe Spinelli, por sua vez, elencam quatro elementos caracterizadores do ilícito: relevância da informação; sigilo da informação; uso da informação para negociação com as ações da companhia; e utilização da informação por alguém que está “por dentro” dos negócios da companhia, ou seja, um *insider* (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, v. 147, p. 44 45, jul./set. 2007).

⁴ “Art. 18. Compete à Comissão de Valores Mobiliários: (...) II definir: a) as espécies de operação autorizadas na bolsa e no mercado de balcão; métodos e práticas que devem ser observados no mercado; e responsabilidade dos intermediários nas operações; b) a configuração de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, ou de manipulação de preço; operações fraudulentas e práticas não equitativas na distribuição ou intermediação de valores”.

⁵ PARENTE, Norma Jonssen. *Aspectos jurídicos do “insider trading”*. Rio de Janeiro: Superintendência Jurídica da Comissão de Valores Mobiliários, jun. 1978. p. 7. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/acesso_informacao/serieshist/estudos/anexos/Aspectos

Abaixo na escala das fontes normativas, identifica-se a Instrução CVM n.º 358/2002, que dispõe, entre outros temas, sobre vedações e condições para a negociação de ações de companhias abertas na pendência de fato relevante não divulgado ao mercado, regulamentando a disciplina legal sobre a matéria. A instrução atual revogou a antiga Instrução CVM n.º 31/1984, marco normativo de grande importância, assumindo papel de destaque na regulamentação do *insider trading*. Nas disposições contidas em seu artigo 13, a Instrução CVM n.º 358/2002 define o *insider trading*, mas sem inovar o que se encontra previsto pela Lei das S.A.

Neste ponto, cabe ressaltar que, devido ao caráter altamente reprovável da conduta, o *insider trading* enseja responsabilização em diversas frentes, abrangendo as esferas civil, administrativa e, mais recentemente, penal.

Basta pensar que um dos maiores problemas que a prática de *insider trading* traz consigo e quiçá o mais devastador deles é, justamente, o reflexo sobre a confiança no próprio mercado de capitais. Com efeito, o *insider trading*, “ao lesar o investidor, termina também por minar o próprio mercado de capitais, cuja base está na confiança e lisura das próprias relações”⁶. Trata-se, mesmo, de uma questão eminentemente de credibilidade e confiança, de amplo e profundo alcance.

Não é difícil perceber que o *insider*, ao usar deslealmente informações privilegiadas, faz mais que violar o dever de informação e de lealdade que deveria pautar sua conduta; ele também “desestabiliza o mercado, comprometendo-lhe, por conseguinte, a eficiência. Fere, o *insider*, a transparência, a ética, sem cuja preservação o mercado de capitais não levará a bom termo as metas para as quais foi direcionado pela nossa Lei Maior”⁷. Reconhece-se, de fato, que “o desempenho do mercado de valores mobiliários será, em última instância, sempre afetado pela referida prática”⁸.

A esse respeito, a Justiça Federal teve oportunidade de, no pioneiro e rumoroso episódio envolvendo o uso de informação privilegiada por dois executivos da Sadia detalhado adiante, afirmar sua competência para apreciar o tema, ao reconhecer a existência de interesse direto da União no caso. O interesse em questão, conforme apontou o Tribunal Regional Federal da 3ª Região, estava “na higidez do Sistema Financeiro Nacional, mormente

Juridicos do insider trading NJP.pdf>. Acesso em: 05 nov. 2015. O tema suscita intensa controvérsia, que será explorada mais adiante.

⁶ COSTA, Angelo Augusto; MORAES, Renato José de. Insider trading. *Revista dos Tribunais*, São Paulo, v. 723, p. 695, jan. 1996. Grifo nosso.

⁷ PROENÇA, José Marcelo Martins. *Insider trading: regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2005. p. 320.

⁸ PASCHOALINI, Ana Paula [et. al.]. Utilização de informação privilegiada: *insider trading*. *Revista de Direito Empresarial*, São Paulo, v. 4, p. 159, jul. 2014.

no cunho fiscalizatório da União a fim de assegurar a confiança e segurança jurídica no correto funcionamento do mercado de valores mobiliários”⁹. Conforme se entendeu, o bem jurídico tutelado no delito de *insider trading* traduz-se, justamente, na:

(...) confiança depositada pelos investidores no mercado, a fim de assegurar o correto funcionamento do mercado de capitais. A credibilidade a credibilidade das operações no mercado de valores mobiliários se consubstancia na transparência das informações e na divulgação ampla de fato ou ato relevante a fim de garantir a igualdade de condições a todos investidores para operar no mercado de capitais¹⁰.

Por aí já se vê, de forma ainda mais clara, a amplitude e profundidade do alcance que tem o uso indevido de informação privilegiada, ao afetar não apenas investidores diretamente relacionados, mas o próprio mercado de capitais e, por consequência, a economia do país. E também se evidencia o intenso grau de reprovação que a conduta merece no ordenamento jurídico, em esferas diversas. Lembre-se, afinal, que a confiança no mercado de valores mobiliários é o “bem que estimula os investidores a aplicarem seus recursos neste mercado”¹¹, daí o interesse em proteger essa confiança, coibindo práticas nocivas como a do *insider trading*.

Como apontam alguns autores, em perspectiva histórica, a confiança dos investidores foi e é elemento essencial no processo de formação e consolidação do mercado de valores mobiliários brasileiro ao longo dos anos. Obter essa confiança e, mais ainda, estimulá-la e mantê-la era tarefa crucial para o desenvolvimento desse mercado. Nesse contexto é que se insere a vedação à prática do *insider trading*. Com efeito, para que os investidores, inclusive estrangeiros, pudessem lançar-se à negociação de valores mobiliários no mercado brasileiro, condição necessária “seria a garantia de que a conduta dos participantes do mercado acionário obedeceria a certos padrões éticos”¹².

Ao fim e ao cabo, portanto, não são apenas os investidores que a lei busca proteger de práticas como a utilização desleal de informação privilegiada. Mas, sobretudo, “é o próprio mercado de capitais (sua confiança e sua própria existência) o bem jurídico protegido”, especialmente quando se levam em consideração os fenômenos “da globalização, da massificação e do anonimato das relações econômicas desenvolvidas no mercado de capitais”,

⁹ SÃO PAULO. Tribunal Regional Federal 3. Região. *Apelação Criminal 00051232620094036181*. Relator Des. Luiz Stefanini, julgado em 04 fev.2013. São Paulo: TRF 3. Região, 2013.

¹⁰ SÃO PAULO. Tribunal Regional Federal 3. Região. *Apelação Criminal 00051232620094036181*. Relator Des. Luiz Stefanini, julgado em 04 fev.2013. São Paulo: TRF 3. Região, 2013.

¹¹ SÃO PAULO. Tribunal Regional Federal 3. Região. *Apelação Criminal 00051232620094036181*. Relator Des. Luiz Stefanini, julgado em 04 fev.2013. São Paulo: TRF 3. Região, 2013.

¹² COSTA; MORAES, *op. cit.*, p. 695.

ambiente no qual “a confiança na ética, na equidade e na livre concorrência atua como pressuposto de existência e manutenção da ordem jurídica deste mercado”¹³.

Essa proteção dirigida à confiança dos investidores no mercado de valores mobiliários justifica-se, como se pode notar, pelo papel de relevo que o próprio mercado desempenha no desenvolvimento econômico do país. Essa importância é de tal dimensão que “a tutela da informação, do mercado de valores mobiliários ou da própria confiança dos investidores nesse mercado” tornam-se “os principais objetivos das normas que regulam e combatem a prática de *insider trading*”¹⁴.

Portanto, o ilícito de *insider trading* é combatido pela legislação nas mais diversas frentes – tratado como ilícito civil, administrativo e penal.

A responsabilidade civil é prevista, como já apontado, na própria Lei das S.A., no artigo 155, § 3º, cabendo ao *insider* ressarcir todos aqueles afetados pelo ilícito perpetrado. Optou o legislador pela exclusividade da solução ressarcitória, sem cogitar da possibilidade de anulação do ato¹⁵, garantindo o atendimento do interesse daqueles que foram prejudicados sem abalar a segurança e a estabilidade necessárias aos negócios realizados no mercado.

Importante instrumento para garantia da efetividade da reparação civil é a ação civil pública de responsabilidade por danos causados aos investidores no mercado de valores mobiliários, prevista na Lei n.º 7.913/89, que atribuiu ao Ministério Público legitimidade ativa para o ajuizamento da referida ação, de ofício ou por solicitação da CVM. Como bem apontado por Modesto Carvalhosa¹⁶, a prática do *insider trading* é abrangida pelos incisos II e III do artigo 1º da lei¹⁷.

¹³ MACIEL, Karina Teresa da Silva; MARTIN, Antônio. Efetividade da repressão ao *insider trading*. *Revista de Direito Empresarial*, São Paulo, v. 3, p. 149, maio 2014.

¹⁴ PASCHOALINI, *op. cit.*, p. 159.

¹⁵ Analisando a questão pelo prisma do Código Civil, existem diversas possibilidades para identificar vícios no plano da validade do negócio que se qualifique como *insider trading*. A nulidade do ato poderia resultar da incidência do art. 166, incisos II (ilicitude do objeto) ou VII (proibição em lei sem cominação de sanção – note-se que a responsabilidade civil possui caráter meramente indenizatório, e não sancionatório). Parente (1978) sustenta que a hipótese seria de anulabilidade do ato por omissão dolosa, com base nos artigos 92 e 94 do Código Civil de 1.916, correspondentes aos artigos 145 e 147 do atual (PARENTE, *op. cit.*, p.7). Contudo, não se deve perder de vista as peculiaridades do sistema de nulidades no âmbito da Lei das S.A., conforme reconhecido pelo próprio Superior Tribunal de Justiça: “Em face das peculiaridades de que se reveste a relação acionistas ‘versus’ sociedade anônima, não há que se cogitar da aplicação, em toda a sua extensão, no âmbito do direito societário, da teoria geral das nulidades, tal como concebida pelas doutrina e dogmática civilistas” (BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. 4. Turma. Recurso Especial n. 35230. Rel. Min. Sálvio de Figueiredo Teixeira, julgado em 10 abr.1995. *Diário da Justiça*, Brasília, p. 39597, 20 nov.1995).

¹⁶ CARVALHOSA, *op. cit.*, p. 443.

¹⁷ “Art. 1º. Sem prejuízo da ação de indenização do prejudicado, o Ministério Público, de ofício ou por solicitação da Comissão de Valores Mobiliários – CVM, adotará as medidas judiciais necessárias para evitar prejuízos ou obter ressarcimento de danos causados aos titulares de valores mobiliários e aos investidores do mercado, especialmente quando decorrerem de: (...) II – compra ou venda de valores mobiliários, por parte dos administradores e acionistas controladores de companhia aberta, utilizando-se de informação relevante, ainda

É importante insistir: o ilícito do *insider trading* fere não apenas as pessoas envolvidas na operação econômica concretamente considerada, mas, a rigor e, sobretudo, a própria coletividade no âmbito do mercado de valores mobiliários e, como se viu, o próprio mercado. Ou, dito de maneira mais concisa, a prática afeta diretamente os chamados interesses difusos, isto é, aqueles interesses indivisíveis, que transcendem o individual e cujos titulares são pessoas indeterminadas, mas unidas por circunstâncias de fato os investidores de modo geral.

Nesse sentido, ainda, conforme constata a doutrina, para além do alcance e da “extensão de danos que a conduta poderia causar, há que se lembrar de que o abuso de informação ocorre num mercado anônimo e massificado, fato que, se não impede, dificulta em muito a individualização dos lesados”¹⁸.

Dado seu caráter difuso, portanto, os referidos interesses são tutelados, especialmente, pela via coletiva. E a tutela coletiva ganha corpo por meio da ação civil pública regulada pela Lei n.º 7.347/85 e, quanto ao *insider trading*, também pela referida Lei n.º 7.913/89, sem prejuízo da possibilidade de tutela no âmbito individual para reparação de danos das pessoas prejudicadas pela conduta de uso indevido de informação privilegiada.

A face coletiva, aqui, coloca-se em posição de evidência, quando se considera que se trata

(...) de proteger bem jurídico de dimensão supraindividual, pois o ilícito do *insider trading*, ainda que não prejudique ou ofenda diretamente uma concreta pessoa, lesa indiscriminadamente todos os membros da comunidade econômica, ou seja, fere os interesses difusos do mercado à igualdade informacional e de oportunidades¹⁹.

Já a responsabilização administrativa se dá perante a CVM, por meio de processo administrativo, conforme o artigo 9º, incisos V e VI da Lei n.º 6.385/1976. As Instruções n.º 358/2002²⁰ e 491/2011²¹ da CVM enquadram o *insider trading* como infração grave,

não divulgada para conhecimento do mercado ou a mesma operação realizada por quem a detenha em razão de sua profissão ou função, ou por quem quer que a tenha obtido por intermédio dessas pessoas; III omissão de informação relevante por parte de quem estava obrigado a divulgá-la, bem como sua prestação de forma incompleta, falsa ou tendenciosa”.

¹⁸ MACIEL; MARTIN, *op. cit.*, p. 149.

¹⁹ *Idem*.

²⁰ “Art. 18. Configura infração grave, para os fins previstos no § 3º do art. 11 da Lei no 6.385/76, a transgressão às disposições desta Instrução”.

²¹ “Art. 1º. Consideram-se infração grave, ensejando a aplicação das penalidades previstas nos incisos III a VIII do art. 11 da Lei n.º 6.385, de 7 de dezembro de 1976, as seguintes hipóteses: I descumprimento dos seguintes comandos da Lei n.º 6.404, de 15 de dezembro de 1976: (...) d) art. 155, *caput* e §§ 1º, 2º e 4º”.

sujeitando o infrator às penalidades previstas nos incisos III a VIII do artigo 11 da Lei n.º 6.385/1976, consoante o parágrafo 3º do mesmo dispositivo²².

Além das responsabilidades civil e administrativa, a crescente relevância atribuída à tutela do mercado de capitais levou à inclusão, pela Lei n.º 10.303/2001, do crime de uso indevido de informação privilegiada na Lei n.º 6.385/1976, em capítulo dedicado aos crimes contra o mercado de capitais:

Art. 27 D. Utilizar informação relevante ainda não divulgada ao mercado, de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo, capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiro, com valores mobiliários:
Pena – reclusão, de 1 (um) a 5 (cinco) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime.

Vê-se, assim, que passou o direito brasileiro a contar com norma penal especificamente voltada à repressão do *insider trading*, muito embora a conduta já pudesse ser subsumida ao tipo genérico do estelionato (artigo 171 do Código Penal)²³. A tutela penal, imbuída do caráter de *ultima ratio* que lhe é inerente, surge na esteira da inefetividade do combate ao ilícito tão somente pelas vias cível e administrativa e, apesar das críticas dirigidas à utilização do poder punitivo do Estado, o potencial lesivo desta prática justifica a intensificação da resposta do Poder Público.

Apesar da conhecida dificuldade de investigação dos crimes relacionados ao sistema financeiro, já há sentença penal condenatória referente ao crime de uso indevido de informação privilegiada. Trata-se de caso referido brevemente nas linhas anteriores, em que dois executivos da Sadia utilizaram informações privilegiadas concernentes à operação de

²² Sobre a proporcionalidade na aplicação de sanções: “O *insider trading*, a negociação com informação privilegiada, não disponível aos demais agentes, inclui-se entre as mais graves infrações em mercado de capitais exatamente porque o subverte naquilo que tem de mais fundamental, que é a confiança nos agentes e nas informações disponíveis. Dessa forma, por uma questão de proporcionalidade, tratando-se de conduta das mais graves, é correto que sejam aplicadas punições graves, como as multas pecuniárias máximas e a pena de suspensão da autorização do exercício da função de administrador de carteira, propostas pelo voto do Diretor Relator e por isso endossadas pelos demais membros do Colegiado” (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ 18/01*, trecho do voto do Presidente Marcelo Fernandez Trindade: Caso Fator, julgado em 04 nov.2004. Rio de Janeiro: CVM, 2004).

²³ Conforme argumentação desenvolvida por Norma Jonssen Parente: “A despeito da quase total ausência de análise da tipificação penal do “*insider trading*”, um só caminho, a nosso ver, se oferece para tentar-se tal: sua qualificação como crime de estelionato, que é um crime que abrange enorme gama de situações. (...) Bento de Faria, citado por José Antonio Pereira Ribeiro em ‘Fraude e Estelionato’, ao comentar o citado dispositivo, entende que o delito se configura pela ocorrência dos seguintes requisitos: a) que haja a obtenção ilegítima de uma vantagem, seja ou não econômica, visto como o objeto do delito é o conjunto de bens jurídicos suscetíveis de serem compreendidos no conceito genérico de propriedade; b) que tal ocorra mediante o uso de qualquer artifício ou ardil, com a possibilidade de induzir o sujeito passivo a erro ou engano; c) que a prestação feita por esse ao sujeito ativo seja voluntária, embora a consequência venha do engano; d) que a manobra fraudulenta tenha influência sobre a determinação da vítima; e e) que o sujeito passivo tenha sofrido qualquer prejuízo. Do exposto, verifica-se que no “*insider trading*” existem todos esses requisitos” (PARENTE, *op. cit.*, p. 12-13).

fusão com a Perdigão para lucrar com a negociação de ações da Sadia na Bolsa de Nova York. A sentença condenatória do juízo de primeira instância foi mantida pelo TRF-3, com parcial provimento do recurso do Ministério Público para majorar as penas impostas²⁴. A

²⁴ Veja-se a ementa do referido acórdão: “Penal e processual penal Crime contra o mercado de Capitais Uso indevido de informação privilegiada *Insider Trading* Art. 27 da Lei n.º 6.385/76 Justiça Federal Competência Autoria, materialidade e dolo Comprovação Ofensa ao bem jurídico tutelado no Brasil Reprimendas que devem ser majoradas Pena e multa Fundo Penitenciário Nacional Artigo 72 do CP Inaplicabilidade Fixação do dano moral coletivo (art. 387, VI, CPP) Aplicação Apelação ministerial parcialmente provida Apelação defensiva desprovida. 1. A Justiça Federal é competente para processar e julgar o delito de uso indevido de informação privilegiada tendo em vista que artigo 109, VI, da CF, deve ser interpretado sistematicamente com os demais dispositivos constitucionais, bem como extensivamente, em razão do interesse jurídico da União. Por conseguinte, muito embora o termo “mercado de capitais” não estivesse previsto nos dispositivos constitucionais (arts. 21, VIII, e 192), o interesse direto da União reside na higidez do Sistema Financeiro Nacional, mormente no cunho fiscalizatório da União a fim de assegurar a confiança e segurança jurídica no correto funcionamento do mercado de valores mobiliários. 2. Autoria delitiva comprovada ante o conjunto probatório carreado, apto à demonstração de infringência ao dever de lealdade consubstanciada na utilização de informações privilegiadas ainda não divulgadas ao mercado acionário nas operações referentes à oferta pública de ações, em razão dos cargos ocupados pelos acusados. Materialidade indubitosa ante a prova documental coligida. 3. Não há falar em ausência de dolo, pois os acusados eram ocupantes de funções de alta relevância na empresa, e por óbvio tinham ciência do dever de lealdade e de sigilo das informações em razão dos cargos que ocupavam, bem como não poderiam utilizar de informações privilegiadas para negociar valores mobiliários no mercado de capitais, valendo-se de intermediários estrangeiros com o intuito de ocultar das autoridades brasileiras as operações negociadas no exterior. 4. O bem jurídico tutelado no delito em apreço consiste na confiança depositada pelos investidores no mercado a fim de assegurar o correto funcionamento do mercado de capitais. Ademais, a credibilidade das operações do mercado de valores mobiliários se consubstancia na transparência das informações e na divulgação ampla de fato ou ato relevante a fim de garantir a igualdade de condições a todos investidores de operar no mercado de capitais. 5. Reprimendas que devem ser majoradas, diante da exasperação da pena base. 6. Nos termos do artigo 49 do CP, a multa deverá ser revertida ao fundo penitenciário, *in casu*, ao Fundo Penitenciário Nacional (FUNPEN), consoante artigo 2º, V, da Lei Complementar federal 79/94, uma vez que não há previsão expressa na Lei n.º 6.385/76 especificando o destino da mencionada pena pecuniária. 7. Alinho-me ao entendimento explanado por Paulo José da Costa Júnior (Comentários ao Código Penal, pág. 248), no sentido da inaplicabilidade da apontada norma legal (art. 72 do CP) ao crime continuado, pois nessa hipótese ‘não há concurso de crimes mas crime único e, desta forma, em paralelismo com a pena privativa de liberdade, a unificação deve atingir também a pena de multa’. 8. O artigo 387, IV, do CPP deve ser aplicado, *in casu*, sem haver cogitar-se em ferimento a quaisquer preceitos constitucionais ou legais, porquanto trata-se de norma de direito processual (e não material), aplicável, pois, de imediato, nos termos do previsto no artigo 2º do Código de Processo Penal. O dispositivo legal em comento possui caráter reparatório, pois visa a compensar os danos causados pelos acusados. Não se trata de nenhuma novidade, pois o artigo 91 do CP já disciplinava a reparação civil. Na verdade, o art. 387, IV, do CPP, com redação modificada pela Lei n.º 11.719/08, surgiu tão somente para assegurar maior eficácia ao que determinava o artigo 91 do CP. 9. O dano moral coletivo está expressamente previsto tanto no Código de Defesa do Consumidor (L. 8.078/90, art. 6º, VI e VII) quanto na Lei de Ação Civil Pública (L. 7.347/85, art. 1º, IV). Ainda, compete ressaltar, a existência da Lei n.º 7.913, de 07.12.1989 que instituiu a ação civil pública de responsabilidade por danos causados aos investidores no mercado de valores mobiliários. 10. Muito embora o interesse tutelado no caso vertente não se refira aos interesses dos consumidores, nada impede a utilização das disposições contidas no Código de Defesa do Consumidor, tendo em vista que quaisquer espécies de interesses coletivos serão abarcadas pela sobredita legislação. 11. A par disso, tanto o Código de Defesa do Consumidor quanto a Lei de Ação Civil Pública constituem um microsistema jurídico que tutela interesses coletivos ou difusos. Dessa forma, torna-se plenamente cabível a reparação de danos morais coletivos na ação cível pública prevista na Lei n.º 7.913/89. 12. Segundo o autor Leonardo Roscoe Bessa (Dano moral coletivo, in Revista de Direito do Consumidor n.º 59/2006), a disciplina do dano moral coletivo não está restrita apenas ao modelo teórico da responsabilidade civil privada de órbita individual. No entanto, prossegue o autor que ‘em face da exagerada simplicidade com que o tema foi tratado legalmente, a par da ausência de modelo teórico próprio e sedimentado para atender aos conflitos transindividuais, faz-se necessário construir soluções que vão se utilizar, a um só tempo, de algumas noções extraídas da responsabilidade civil, bem como de perspectiva própria do direito penal’. 13. Assim, no caso vertente, em que estão em discussão danos aos interesses do conjunto de investidores do mercado de valores mobiliários, a tutela efetiva do referido direito coletivo se sobressai no

decisão, sem sombra de dúvida, é um marco na jurisprudência nacional sobre a matéria. A questão da competência da Justiça Federal para apreciar a matéria em questão chegou até o Superior Tribunal de Justiça (“STJ”), que reconheceu o interesse da União. A Corte confirmou o entendimento do TRF, segundo o qual o interesse direto da União, apesar de a Lei n.º 6.385/1976 não prever a competência da Justiça Federal, seria claro, pois “a utilização de informação privilegiada pode gerar lesão ao Sistema Financeiro Nacional, ao pôr em risco a confiabilidade dos investidores no mercado de capitais, aniquilando a confiança e a lisura de suas atividades”²⁵.

Sem embargo da relevância da tutela penal do *insider trading*, este trabalho destina-se à análise do instituto pelo prisma societário, com repercussão sobre as esferas civil e administrativa. Questões atinentes à dogmática criminal, como a delimitação do bem jurídico tutelado, a tipificação objetiva e subjetiva do delito, seu caráter formal ou material, entre outros tópicos, ultrapassam os limites do tema proposto, de forma que não serão objeto de maior atenção.

Feitas essas considerações iniciais, passa-se ao estudo dos requisitos necessários para a configuração da prática de *insider trading*.

aspecto preventivo da lesão, em homenagem aos princípios da prevenção e precaução. Desse modo, o dano moral coletivo se aproxima do direito penal, sobretudo pelo seu aspecto preventivo, ou seja, de prevenir nova lesão a direitos transindividuais. 14. O dano moral coletivo reveste-se também de caráter punitivo pela qual sempre esteve presente também nas relações privadas individuais, v.g., astreintes e cláusula penal compensatória. Assim, o caráter dúplice do dano moral individual consiste na indenização e na punição que também se aplicam ao dano moral coletivo. 15. Enfim, o dano moral coletivo constitui-se de uma função punitiva em decorrência de violação de direitos metaindividuais, sendo devidos, portanto, no caso em tela, prescindindo-se de uma afetação do estado anímico (dor psíquica) individual ou coletiva que possa ocorrer. 16. *In casu*, além do *insider* ter praticado a conduta delitiva prevista no art. 27 D da Lei n.º 6.385/76, ele violou, da mesma forma, as disposições contidas nos artigos 153 e 155 da Lei n.º 6.404/76, bem como no art. 1º, I e II, da Lei n.º 7.913/89. 17. Com relação ao quantum a ser fixado a título de ‘valor mínimo para reparação dos danos causados pela infração’, um dos parâmetros a ser utilizado, será o montante que desestimule o infrator para a prática de conduta delitiva. Ademais, utilizarei os parâmetros previstos na Lei n.º 6.385/76, que disciplina o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários, tendo em vista que a referida lei estabeleceu a previsão de multas administrativas no artigo 11, bem como especificou a tutela do bem jurídico protegido pela norma penal. 18. Há de se ressaltar que o quantum fixado para cada um dos réus foi a título de valor mínimo para reparação dos danos causados pelo delito, sendo que nada impede o ajuizamento de eventual ação de natureza coletiva no juízo cível. 19. A despeito das previsões contidas nos artigos 13 da Lei n.º 7.347/85 e art. 2º, § 2º, da Lei n.º 7.913/89, os valores serão destinados à Comissão de Valores Mobiliários (CVM) que, conforme especificado na sentença, deverão ser utilizados na promoção de eventos educativos, bem como na edição de material informativo acerca da conscientização dos investidores sobre os malefícios da prática do delito de *insider trading*. 20. Preliminar rejeitada. Improvimento do recurso defensivo. Parcial provimento da apelação ministerial” (BRASIL.Tribunal Regional Federal 3. Região. *Apelação Criminal 0005123 26.2009.4.03.6181/SP*. Relator Des. Fed. Luiz Stefanini, julgado em 04 fev. 2013. São Paulo : TRF, 2013).

²⁵ BRASIL.Superior Tribunal de Justiça. Conflito de Competência n. 135749/SP. Rel. Min. Ericson Maranhão, julgado em 25 mar. 2015. *Diário de Justiça*, Brasília, 07 abr.2015.

2.2 Requisitos para a caracterização do *insider trading*

Uma vez apresentado o panorama legislativo em matéria de *insider trading* no Brasil, passa-se ao exame dos requisitos para a configuração da prática: (a) existência de informação privilegiada não divulgada ao mercado; (b) acesso à informação privilegiada; e (c) intenção de negociar tirando proveito da informação privilegiada.

2.2.1 Existência de informação privilegiada não divulgada ao mercado

Há, no âmbito do mercado de valores mobiliários, um intenso e constante fluxo de informações. Dessa constatação fática surge a necessidade de delimitação do tipo de informação que pode ser objeto do ilícito de *insider trading*. Por óbvio, não será qualquer informação que se submeterá ao regime imposto pelos parágrafos do artigo 155 da Lei das S.A. Deverá a informação revestir-se de determinados atributos que justifiquem a severidade do tratamento previsto na lei.

Somente será possível cogitar-se da existência de *insider trading* quando estivermos diante de uma informação privilegiada. Tendo conhecimento desse tipo de informação, abre-se ao agente duas opções: divulgá-la (se possível) ou abster-se de negociar com base nela²⁶. As alternativas podem ser sintetizadas na expressão *disclosure or refrain from trading*²⁷.

A vedação da utilização de informações privilegiadas em negociações encontra fundamento em razões de ordem ética e econômica.

Do ponto de vista ético, é altamente reprovável que alguém se beneficie de uma informação a qual as demais pessoas não têm acesso²⁸, configurando ato de deslealdade com

²⁶ Pode se encontrar, em doutrina estrangeira, uma discussão envolvendo a possibilidade de configuração do *insider* por omissão ou *insider abstention* (para mais informações, ver FRIED, Jesse M. Insider Abstention. *Yale Law Journal*, Yale, v. 13, p. 455 492, 2003; FRIED, Jesse M. Insider Abstention. *UC Berkeley Public Law Research Paper*, Havard, no. 330520, [2003?]. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=330520>>. Acesso em 22 dez. 2015). Apesar da dificuldade de sua comprovação e do ônus probatório ser muito específico, o *insider* por omissão ocorreria diante de uma abstenção de negociar por conta de uma informação privilegiada, que indicaria o benefício da não negociação. Ainda que seja objeto de discussão internacional, a caracterização do *insider* por omissão no Brasil seria de difícil observação, tendo em vista que um dos requisitos do *insider*, de acordo com o art. 155, §4º da Lei das S.A. e conforme exposto no item 2.3 deste trabalho, é justamente a negociação com a intenção de obter vantagem. É necessário, portanto, que haja uma efetiva negociação para que se verifique a ocorrência do *insider trading*. Logo, o *insider* por omissão que requer uma ausência de negociação em princípio não encontra campo de aplicação no Brasil, tendo em vista a própria regulamentação do *insider* no país.

²⁷ EIZIRIK, Nelson. *Lei das S/A comentada*. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 370. v. 2.

²⁸ CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. Deveres e responsabilidades. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). *Direito das Companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009. p. 1.151. v. 1.

reflexos mesmo na esfera jurídica. Sob tal perspectiva, o combate ao *insider trading* traduz um efetivo ato de “moralização” do mercado de capitais, como de há muito já vislumbrava Fábio Konder Comparato²⁹.

Pela ótica econômica, a assimetria de informação entre os agentes do mercado pode levar à realização de operações nas quais o preço do título não encontre amparo na realidade³⁰, abalando, em última instância, a própria confiança necessária no âmbito das relações negociais. Os efeitos nocivos colocariam em risco todo o mercado de valores mobiliários:

Economicamente condena-se o *insider trading* porque, beneficiando tão somente os administradores e controladores, transforma a negociação dos títulos da companhia em um clube de amigos, obviamente em prejuízo dos demais investidores, o que leva a descrédito o mercado de valores mobiliários como um todo³¹.

Voltando à investigação conceitual, pode-se afirmar que informação privilegiada é aquela, simultaneamente, *relevante* e *sigilosa*. Ou, na fórmula consagrada no parágrafo quarto do artigo 155 da Lei das S.A., é a “*informação relevante ainda não divulgada*”.

A noção de informação relevante (*material information*) pode ser extraída do artigo 157, parágrafo quarto, da Lei das S.A., sendo assim considerada a informação “que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia”³². São as informações capazes de produzir efeitos significativos sobre as negociações de títulos, quando avaliadas por um investidor

²⁹ COMPARATO, *op. cit.*, p. 46.

³⁰ Para uma elaborada explicação sobre o tema, vale conferir: SCALZILLI; SPINELLI, *op. cit.*, p. 48-52.

³¹ LUCENA, José Waldecy. *Das sociedades anônimas: comentários à lei*. Rio de Janeiro: Renovar, 2009. p. 491. v. 2.

³² É corrente, na doutrina, a utilização do conceito trazido pelo art. 157, § 4º para definir as informações relevantes para efeito de *insider trading*. Veja-se, por todos, a manifestação de Norma Jonssen Parente: “Relativamente ao conceito, adotado pelo Direito Brasileiro, do que sejam ‘informações relevantes’, acolheu ele idêntico conceito ao doutrinário, indicado no início deste trabalho (item I.1), ou seja: ‘informações relevantes são aquelas referentes a fatos, ocorridos nos negócios da companhia, que possam influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado, de vender ou comprar valores mobiliários de sua emissão’ (art. 157, § 4º, da Lei n.º 6.404/76, combinado com o art. 155, § 1º)” (PARENTE, *op. cit.*, p. 3). Todavia, parece oportuno destacar as observações trazidas por Luiz Antonio de Sampaio Campos: “É importante destacar que a informação privilegiada cuja utilização é vedada no artigo 155 da Lei das S.A. não se confunde com o fato relevante previsto no artigo 157 da Lei das S.A., embora ambas as hipóteses tenham por pressuposto a potencialidade de influir de modo ponderável na cotação dos valores mobiliários ou na decisão do investidor de negociar com esses valores mobiliários. E que não raro a informação privilegiada nasce antes de haver um fato relevante. É sintomático, a propósito, o fato de a Lei das S.A. ter tratado as duas situações em artigos diferentes da Lei das S.A. Distinção semelhante é encontrada na doutrina e na jurisprudência internacional, de que são exemplos as negociações de fusão e para realização de ofertas públicas. Essa distinção também foi acolhida pela CVM no julgamento do IA CVM n.º 04/2004 [Caso Eletropaulo]” (CAMPOS, *op. cit.*, p. 1162).

médio³³. O dispositivo foi regulamentado pela Instrução CVM n.º 358/2002³⁴, permitindo uma verificação mais fácil do requisito da relevância.

Tentando lidar com a dificuldade da caracterização das informações relevantes, desenvolveu-se nos Estados Unidos, com base em parâmetros aplicados pela jurisprudência, uma forma de teste, cujo escopo é exatamente o de aferir a relevância. Assim relata Nelson Eizirik:

A partir de decisões dos tribunais norte americanos, estabeleceu-se um “teste de relevância”, com base em juízo de probabilidade e magnitude, que considera os seguintes fatores: (i) a probabilidade de um acordo final; (ii) se já existem decisões dos órgãos de administração aprovando a operação ou relatórios e pareceres elaborados por consultores; e (iii) o possível impacto da operação sobre os negócios da companhia e a cotação de suas ações. Assim, se é provável que a operação será concluída e ela trará impacto significativo sobre os negócios da companhia, afetando a cotação de seus títulos no mercado, já existe uma informação relevante.³⁵

A CVM já absolveu administradores da acusação da prática de *insider trading* por entender não ter havido, no caso, fato relevante. Prevaleceu o entendimento de que, apesar da ausência de divulgação relacionada à venda de ações, o principal efeito do negócio (tratava-se de operação de cisão) já havia sido absorvido pelo mercado³⁶.

³³ EIZIRIK, *op. cit.*, p. 373. v. 2.

³⁴ “Art. 2º. Considera-se relevante, para os efeitos desta Instrução, qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembleia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político administrativo, técnico, 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”. O parágrafo único do dispositivo oferece 22 exemplos de ato ou fato potencialmente relevante.

³⁵ EIZIRIK, *op. cit.*, p. 374. v. 2.

³⁶ “Não estou convencido de que os eventos que serviram de base para a acusação sejam fatos relevantes. Isso me leva a discordar do diretor relator e a votar pela absolvição dos acusados de todas as imputações que lhes foram feitas. Noto, inicialmente, que não houve oscilação atípica na cotação das ações após a divulgação de nenhum dos eventos em questão. Embora não seja suficiente para afastar por si só a infração, a ausência de oscilação atípica é, sem dúvida, um indicativo importante. (...) Quanto à venda de ações da CCP Investimentos, parece-me que o mercado já havia antecipado seus efeitos a partir de 14 de março de 2007, quando a Cyrela informou, por meio de fato relevante, que efetuariam uma cisão para segregar suas atividades de incorporação comercial e industrial. Faltou informar que, além da cisão, a segregação de atividades envolvia a venda de ações representando 28,86% do capital da CCP Investimentos. Essa não era uma informação desprezível; sua divulgação certamente teria contribuído por uma melhor compreensão da operação. Contudo, o principal efeito do negócio a segregação operacional almejada pela administração já havia sido assimilado pelo mercado. A meu ver, essa informação reduziu bastante o impacto sobre o mercado da venda de ações, descaracterizando-a como fato relevante. Finalmente, noto que, durante todo o período em que ocorreram as negociações suspeitas, as ações de emissão da Cyrela e da CCP Empreendimentos ainda não haviam sido desmembradas na Bovespa. Ou seja: qualquer operação entre as duas companhias tinha impacto financeiro nulo para os investidores que transacionavam com o papel. Diante desses fatos, concluo que não houve, no caso, falha na divulgação de informações nem negociação com base em informação privilegiada. O pressuposto de ambas as infrações é a existência de fato relevante; na ausência desse, as acusações não podem prosperar. Portanto, voto pela absolvição.” (BRASIL Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ

Sigilosa, por sua vez, será a informação ainda não divulgada para conhecimento do mercado.

Não se deve cogitar, neste ponto, de contradição entre o dever de sigilo e o dever de informar (*full disclosure*). O caráter sigiloso não é intrínseco à informação; ele se justifica apenas enquanto necessário à realização de negócios societários³⁷. Trata-se, portanto, de característica transitória, impondo-se o sigilo apenas no período de tempo que antecede a ampla divulgação da informação para o mercado, tornando-se ilícito o segredo mantido por tempo superior ao estritamente necessário³⁸.

O dever de sigilo é oponível, em regra, inclusive aos próprios acionistas da companhia. Em análise detida sobre o tema, Luiz Antonio de Sampaio Campos aponta que a mencionada regra não se aplica ao acionista controlador, que necessita do acesso às informações da companhia para exercer suas funções. O sigilo fica mitigado quando do exercício da atividade fiscalizatória, seja pelos acionistas minoritários, seja pelo Conselho Fiscal³⁹.

No âmbito externo, o sigilo não pode ser invocado para impedir o acesso de autoridades, no exercício de suas competências legais, à informação⁴⁰. Em conformidade com esse entendimento, o STJ já decidiu pela possibilidade de o Ministério Público requisitar informações concernentes à transferência de controle acionário, sem caracterizar violação ao artigo 155, § 1º da Lei das S.A.⁴¹.

2008/9022, trechos do voto vencedor do Diretor Marcos Barbosa Pinto: Caso Cyrela, julgado em 09 fev. 2010. Rio de Janeiro: CVM, 2010. Grifo nosso).

³⁷ LUCENA, *op. cit.*, p. 480. v. 2.

³⁸ CARVALHOSA, *op. cit.*, p. 441. v. 3. Conclui o autor: “Temos, assim, que o dever de guardar sigilo está dialeticamente relacionado com a obrigação de revelar ao público a informação relevante, no exato momento em que sua divulgação não mais afete os interesses da companhia”.

³⁹ CAMPOS, *op. cit.*, p. 1147 1149.

⁴⁰ CAMPOS, *op. cit.*, p. 1148.

⁴¹ “Administrativo. Ministério público. Providências investigatórias para proposição de inquérito civil e ação civil pública. Requisição de documentos não configurados legalmente como sigilosos. Prevalência da lei n.º 8.625/93. I A Lei n.º 8.625/93 confere ao Ministério Público autorização para a requisição de informações a entidades públicas ou privadas visando à instauração de procedimentos judiciais ou administrativos. II O Parquet ao requisitar os documentos inerentes à transferência do controle acionário da empresa de telefonia celular OI, com assunção de dívidas na ordem de R\$ 4.760.000.000,00 (quatro bilhões, setecentos e sessenta milhões de reais) por apenas R\$ 1,00 (um real), está na sua função de investigar a legalidade de operação de tal vulto. III O artigo 155, § 1º, da Lei das Sociedades Anônimas, ao apontar como sigilosas as informações que ainda não tenham sido divulgadas para o mercado, não dirigiu esse sigilo ao Ministério Público, não havendo superposição da norma em relação à Lei n.º 8.625/93. IV Não existindo lei que imponha sigilo em relação aos dados em tela, prevalece a determinação legal que autoriza o Ministério Público a requisitar tais informações. V Recurso especial provido” (BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial n. 657037/RJ. Relator Min. Francisco Falcão, julgado em 02 dez. 2004. *Diário de Justiça*, Brasília, p. 214, 28 mar. 2005).

O dever de sigilo cessa tão logo a informação protegida se torna pública⁴². Embora a divulgação ocorra normalmente pelos canais oficiais, seu vazamento de forma irregular é suficiente para despir o caráter sigiloso, desde que se torne de conhecimento efetivamente público. Nesse caso a informação não mais será objeto de *insider trading*.

Diversos precedentes da CVM confirmam, solidamente, que não há hipótese possível de existência de *insider trading* quando evidenciado que a informação tida por sigilosa já circulava no mercado com grau mínimo de robustez. A esse respeito, confira-se, a título de exemplo, trecho de voto da Relatora Diretora Norma Jonssen Parente:

Quanto ao sigilo, são menores as dificuldades em caracterizá-lo. Haverá sigilo quando a informação não puder ser obtida por meios acessíveis ao público em geral. Via de regra, a informação deixará de ser sigilosa através da publicação imediata que deve ser promovida pelos administradores. Contudo, se por qualquer outra razão ela vier a perder seu caráter confidencial, já não se prestará ao *insider trading*. A informação disseminada, ainda que de forma irregular e por mais relevante que seja, já será uma informação de mercado, que, portanto, presume-se refletida nas expectativas dos agentes que negociam valores mobiliários.

(...)

Desse modo, sendo a informação de domínio público, não há como considerá-la privilegiada e, por consequência, é impossível cogitar acerca do suposto uso indevido desta informação⁴³.

Deve-se distinguir, ainda, a informação pública da informação amplamente conhecida. O que interessa para efeitos de configuração do *insider trading* é que a informação não seja mais sigilosa, estando disponível ao conhecimento dos investidores do mercado afere-se, portanto, a potencialidade de conhecimento. O fenômeno pode ganhar feição coletiva, passando despercebida por diversos negociadores uma informação divulgada, sendo percebida e utilizada por um investidor mais qualificado, em manobra a ser reputada absolutamente lícita⁴⁴.

Outra questão a ser ponderada é a capacidade de processamento da informação pelo investidor. Não estando os agentes do mercado igualmente capacitados, torna-se possível que, diante da obtenção de uma mesma informação por todos eles, sejam alcançadas diferentes

⁴² Sem que se dispense a observância aos ditames da boa fé objetiva: “podemos citar precedente norte americano (‘Securities and Exchange Commission *versus* Texas Gulf Sulphur Co.’ 2d Cir. 1968) no qual as transações que ocorreram imediatamente após a divulgação de informações relevantes ao mercado também foram consideradas violadoras da *Rule 10b 5*, por se entender que não houve tempo suficiente para o mercado reagir ou digerir a informação prestada (que, no caso, era o descobrimento de uma mina); neste sentido, o Tribunal decidiu que o propósito da *Rule 10b 5* é garantir relativamente igual acesso à informação, ou simetria de informações. Desta forma, v. Stephen M. Bainbridge, *Corporation Law and Economics*, cit., p. 552 553” (SCALZILLI; SPINELLI, *op. cit.*, p. 44 45).

⁴³ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ 06/2003, julgado em 14 set.2005. Rio de Janeiro: CVM, 2005. Caso Itaú BBA. Grifo nosso.

⁴⁴ José Waldecy Lucena refere-se, ao tratar da hipótese, à “informação diferenciada” (LUCENA, *op. cit.*, p. 492. v. 2).

conclusões, orientando suas ações de maneira diversa, sendo certo que alguns serão mais exitosos que outros. Enfim, o que importa perceber é que diversos fatores poderão influir na conduta dos agentes após a divulgação das informações antes sigilosas; estas situações não se incluem na esfera de incidência das normas sobre *insider trading*.

Por fim, a informação, para ser objeto de *insider trading*, deve ser séria, referente a fatos minimamente precisos⁴⁵. Nada impede a realização de operações com base em meros rumores, eventualmente conduzindo a negócios lucrativos. Não estará presente, na hipótese, a informação relevante e sigilosa necessária para a identificação do delito.

2.2.2 Acesso à informação privilegiada

Para a caracterização do *insider trading*, não basta a existência de uma informação privilegiada, merecedora de tutela especial. É preciso que haja um sujeito com acesso a essa informação, capaz de utilizá-la na negociação de valores mobiliários. Trata-se da figura do *insider*. É preciso indagar, portanto, para efeito de configuração do ilícito de *insider trading*, quem pode ser reputado um *insider*.

Pela redação original da Lei das S.A., só eram expressamente tratados como *insiders* os administradores de companhias abertas, bem como seus subordinados e terceiros de sua confiança, respondendo os administradores inclusive pelo vazamento (*leakage*) de informação.

A restrição às companhias abertas foi objeto de críticas por parte de Rubens Requião, que afirma que a vedação deveria estender-se às companhias fechadas⁴⁶. Já Nelson Eizirik enxerga na restrição uma prevalência das razões econômicas sobre as razões éticas do combate ao *insider trading*⁴⁷. Sobre esta questão, cabe lembrar que pouco importa se a transação ocorre em Bolsas de Valores, no Mercado de Balcão ou mesmo em operações privadas entre as partes, bastando para submissão ao regime do artigo 155 o fato de terem por objeto valores mobiliários de companhias abertas⁴⁸.

⁴⁵ EIZIRIK, *op. cit.*, p. 373. v. 2.

⁴⁶ “Em primeiro lugar é de lamentar e estranhar que o preceito acima transcrito se aplique, apenas, à companhia aberta, quando deveria estender-se à sociedade fechada ou familiar. Nestas, quando houver acionista dissidente, ficará ele inerte em face da insídia do administrador que pratica o *insider trading*” (REQUIÃO, Rubens. *Curso de direito comercial*. 27. ed. São Paulo: Saraiva, 2010. p. 249. v. 2).

⁴⁷ EIZIRIK, *op. cit.*, p. 372. v. 2.

⁴⁸ Conforme já destacado em: MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. A utilização desleal de informações privilegiadas “*insider trading*” no Brasil e nos Estados Unidos. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 34, p. 43, 1979.

Tentando resolver a questão da manifesta insuficiência do elenco trazido pela lei, a Instrução CVM n.º 31/1984 ampliou o rol de possíveis *insiders*. Seu artigo 10⁴⁹, versando especificamente sobre o *insider trading*, referiu-se à figura do acionista controlador, além do administrador. Já no artigo 11, essa Instrução vedou a realização de práticas não equitativas, das quais o *insider trading* é espécie, “por quem quer que, em virtude de seu cargo, função ou posição, tenha conhecimento de informação relativa a ato ou fato relevante antes de sua comunicação e divulgação ao mercado”. E completou, no parágrafo único do mesmo dispositivo, que “a mesma vedação aplica-se a quem quer que tenha conhecimento de informação referente a ato ou fato relevante, sabendo que se trata de informação privilegiada ainda não divulgada ao mercado”. Comentando sobre a inovação normativa, afirmou Nelson Eizirik:

Ao ampliar o conceito de insider, a Instrução segue as tendências mais recentes do direito comparado, particularmente dos sistemas legislativos francês e norte americano, sendo considerados insiders, doravante, entre nós, não só os administradores, acionistas controladores e empregados de companhias abertas, como também qualquer pessoa que, por força de sua atividade profissional, tenha acesso a informações confidenciais da companhia. Assim, estão incluídos na categoria de insiders as instituições financeiras, auditores, analistas de investimento, advogados, etc., os quais por força de sua posição, função ou cargo, obtenham informações relevantes sobre uma companhia aberta. O parágrafo único do art. 11 da Instrução, antes citado, considera ainda como insider qualquer pessoa que tenha acesso à informação relevante, desde que saiba tratar-se de informação privilegiada ainda não divulgada ao mercado⁵⁰.

Conforme já salientado, a reforma de 2001 acrescentou o § 4º ao artigo 155 da Lei das S.A., incorporando a opção regulamentar por uma definição mais expansiva da figura do *insider*, ao reportar-se a “qualquer pessoa que a ela [informação relevante] tenha tido acesso”. Sobre a abrangência do preceito, é possível identificar dois posicionamentos.

Defendendo a interpretação mais ampla possível, José Marcelo Martins Proença assim argumenta:

Com efeito, a introdução do novo parágrafo, ao nosso ver, visou, especificamente a vedar a “qualquer pessoa”, sem qualquer limitação, a utilização de informações privilegiadas no mercado de capitais, até porque, a base da legislação não é mais

⁴⁹ “Art. 10 É vedado aos administradores e acionistas controladores de companhia aberta valerem-se de informação à qual tenham acesso privilegiado, relativa a ato ou fato relevante ainda não divulgado ao mercado, nos termos dos artigos 2º e 7º desta Instrução, para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante negociação com valores mobiliários.”

⁵⁰ EIZIRIK, Nelson. A Instrução CVM 31/84 e a regulamentação do “insider trading”. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 55, p. 172, jul./set. 1984.

societária, mas sim relativa a valores mobiliários, como discutido anteriormente. O dever de lealdade restringe aos administradores, mas qualquer outra pessoa sujeita-se às normas repressivas da prática do insider trading, quer as de natureza civil, quer as de ordem penal. Repise-se que a questão é pública, de interesse do povo, nos termos do artigo 3º, II, da CF⁵¹.

Em sentido oposto, advogando posição mais restritiva, Modesto Carvalhosa disserta:

Há, no entanto, um limite para o termo “qualquer pessoa” utilizado na norma ora em estudo (§ 4º). Com efeito, deve haver um nexos profissional entre o vazamento das informações e os terceiros para que estes possam ser considerados tippees. Assim, apenas aqueles que em virtude do exercício de profissão tenham acesso a essas informações (advogados, consultores, promotores de negócios, intermediários (corretores), auditores, operadores e analistas do mercado, peritos etc.) é que poderão ser responsabilizados pelo uso dessas informações. Deve haver, ainda, nexos pessoal entre o administrador (tipper) e os terceiros (tippees) que com ele tenham algum contato de natureza profissional. Assim, o conhecimento ocasional da informação por razões outras que não a do exercício de alguma atividade profissional ou função junto à empresa é de difícil configuração⁵².

A exata compreensão da celeuma passa pela distinção, acolhida pela jurisprudência administrativa da CVM, entre *insiders* primários e secundários.

Os *insiders* primários, também conhecidos como institucionais, são aquelas pessoas que possuem acesso direto à informação privilegiada, em razão de sua função ou cargo, isto é, que estão no interior da companhia (*corporate insiders*). Essa categoria incorpora administradores⁵³, acionistas controladores⁵⁴ e empregados da sociedade⁵⁵. Como bem ressaltado por José Waldecy Lucena⁵⁶, a própria companhia emissora é atingida pela

⁵¹ PROENÇA, *op. cit.*, p. 293.

⁵² CARVALHOSA, *op. cit.*, p. 416. v. 3.

⁵³ “O principal, ainda que não único insider, é o administrador da companhia, que normalmente tem acesso às novas informações antes que todos os demais, na maior parte dos casos até mesmo antes do que o acionista controlador” (EIZIRIK, *op. cit.*, p. 372. v. 2).

⁵⁴ A prática de *insider trading* pelo acionista controlador configura abuso do poder de controle: “O insider trading, compreendido como uso de informações privilegiadas sem que o controlador garanta a equidade de tratamento das informações a todos os demais acionistas (dever que lhe é imposto pela *fiduciary relationship* que mantém com a empresa) representa abuso de poder de controle na medida em que o poder dever que lhe é confiado tem o seu uso alterado. Não se respeitam os princípios que regem a absoluta paridade de tratamento, tanto quanto a responsabilidades como com relação a oportunidades quem devem ser desfrutadas pelos acionistas em sua totalidade” (SILVA, Maurício Botelho. “Insider trading” de acionista controlador. *Revista de Direito Público*, São Paulo, v. 67, p. 314, jul./set. 1983).

⁵⁵ A CVM já teve a oportunidade de se manifestar algumas vezes sobre a prática de *insider trading* por funcionários da companhia, como no Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ 22/06, julgado em 20.10.09 (Caso Embraer), em que o Relator Diretor Eliseu Martins absolveu os acusados Alexandre Magalhães Filho e Ricardo Araújo de Siqueira, funcionários da Embraer (e não administradores ou controladores), tendo em vista que apresentaram perfil supostamente suspeito, o que, no caso, diante da ausência de qualquer outro elemento de convencimento, não foi suficiente para demonstrar a caracterização da infração pelos acusados. Em voto relatado no Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ 07/07, julgado em 16.03.2010 (Caso Sadia/Perdigão), o Diretor Marcos Barbosa Pinto também tratou de caso em que houve o julgamento de acusado empregado da sociedade, no caso da Sadia.

⁵⁶ LUCENA, *op. cit.*, p. 494. v. 2.

proibição de negociar com base em informação privilegiada, conforme explicitado pelo artigo 13 da Instrução CVM n.º 358/2002⁵⁷.

Os *insiders* secundários, por sua vez, não possuem acesso direto à informação privilegiada, obtendo tal informação por meio de outra pessoa, normalmente outro *insider* seja ele primário seja secundário. Por não fazerem parte da companhia, são também chamados de *insiders* de mercado (*market insiders*) ou mesmo de *outsiders*. Como recebem a informação de outras pessoas, é igualmente comum o emprego da expressão *tippees* para referir a essa espécie de *insider*, sendo aqueles que transmitem a informação denominados *tippers*.

É no âmbito dos *insiders* secundários que se insere a discussão, acima referida, sobre a correta interpretação do termo “qualquer pessoa” constante do § 4º do artigo 155 da Lei das S.A. Conforme apontado, autores consagrados⁵⁸ defendem a exigência de verificação de nexo profissional no acesso do *tippee* à informação privilegiada, negando totalmente a possibilidade de configuração de *insider trading* na hipótese de acesso fortuito à informação⁵⁹ (rechaçam, portanto, a existência da figura do *insider* accidental).

A despeito do referido posicionamento, em verdade a reforma aparenta seguir uma tendência de ampliação nos contornos do conceito de *insider*. A opção legislativa pela ausência de qualquer qualificação limitadora dos potenciais sujeitos ativos do delito indica a efetiva intenção de abranger o maior número de pessoas possível. Isso não significa, necessariamente, qualquer forma de excesso na configuração do *insider trading*: as limitações necessárias poderão ser feitas pela rigorosa verificação do elemento subjetivo do ilícito, terceiro requisito do instituto.

Observe-se que a clássica distinção entre *insider* primário e secundário, apesar de sua inegável utilidade, não é capaz de abarcar a contento todos os cenários nos quais se verifica a existência de um *insider*. Concebeu-se a figura do *insider* temporário (*temporary* ou

⁵⁷ “Art. 13. Antes da divulgação ao mercado de ato ou fato relevante ocorrido nos negócios da companhia, é vedada a negociação com valores mobiliários de sua emissão, ou a eles referenciados, pela própria companhia aberta (...)” (Grifo nosso). Perceba-se que não há qualquer incompatibilidade conceitual no enquadramento de pessoa jurídica na figura de *insider*: “Quanto à impossibilidade de responsabilização da pessoa jurídica por uso de informação privilegiada, entendo que tal impossibilidade não existe, pois a questão que se coloca é saber se a pessoa jurídica foi utilizada, ou não, como veículo para o cometimento de irregularidades no mercado de capitais” (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ 18/01*, julgado em 04 nov.2004. Rio de Janeiro: CVM, 2004. Trecho do voto do Relator Diretor Eli Loria: Caso Fator).

⁵⁸ Soma-se a Modesto Carvalhosa a manifestação de Nelson Eizirik (*Lei das S/A comentada*. V. 2, cit., p. 372).

⁵⁹ “Tanto que se terceiro, em um evento social, ou em uma reunião clubística, por exemplo, vem a ouvir uma informação relevante de uma determinada companhia, por indiscrição de seu administrador, e se aproveita da informação assim obtida para realizar negócio com papéis da companhia, não há falar, nesse caso, nas figuras de *tipper* e *tippee*, em razão do que não poderá o negociante dos papéis ser acusado de prática de *insider trading*, somente o administrador respondendo por quebra do dever de sigilo” (LUCENA, *op. cit.*, p. 494. v. 2). No mesmo sentido: CARVALHOSA, *op. cit.*, p. 416 417. v.3.

constructive insider), para designar a categoria de profissionais que, muito embora não sejam empregados ou administradores, possuam uma relação de fidúcia com a companhia, derivada do exercício de função ou desempenho de atividade que lhes confira acesso direto às informações.

Constituem, portanto, uma categoria especial de *insiders* primários, em razão do acesso direto à informação privilegiada e da especial relação de confiança estabelecida com a companhia. São exemplos elucidativos os advogados, consultores, contadores e executivos de bancos de investimento que prestam serviços à companhia.

Essa classificação não é estranha à CVM, tendo sido inclusive mencionada em voto de seu ex-presidente Marcelo Fernandez Trindade:

Em sentido semelhante ao da opinião dos eminentes juristas citados, o Relatório da IOSCO (Organização Mundial das Comissões de Valores) divulgado em março de 2003 sobre a regulação internacional do Insider Trading esclarece que a definição de insider tem mesmo sido expandida para incluir na categoria de insider primário isto é, aquele que tem acesso à informação diretamente da companhia os terceiros que prestam serviços à empresa, como os advogados⁶⁰.

Aspecto interessante referente a essa categoria é o seu caráter volátil. Por essa razão, deve-se analisar com cuidado a situação concreta para definir a correta qualificação a ser atribuída. Um simples parceiro comercial pode ser contratado para participar de projeto especial junto a determinada companhia, passando a ter acesso direto a informações sigilosas e relevantes, acesso este prontamente encerrado com o término do projeto. Apenas uma precisa determinação do momento no qual foi obtida a informação utilizada para eventual prática de ilícito poderá esclarecer se o agente será enquadrado como *insider* primário (ainda que temporário) ou secundário.

A lógica desta distinção se reflete na própria estrutura do artigo 13 da Instrução CVM n.º 358/2002, que revogou a antes referida Instrução CVM n.º 31/1984. O preceito traz, em seu *caput*, a referência aos *insiders* primários, tratando, em seu § 1º, não só dos secundários, como também dando destaque aos *insiders* equiparados a primários os temporários:

Art. 13. Antes da divulgação ao mercado de ato ou fato relevante ocorrido nos negócios da companhia, é vedada a negociação com valores mobiliários de sua emissão, ou a eles referenciados, pela própria companhia aberta, pelos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou

⁶⁰ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ 04/2004*, trecho do voto do Relator Presidente Marcelo Fernandez Trindade: Caso Eletropaulo, julgado em 28 jun. 2006. Rio de Janeiro: CVM, 2006.

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.

§1º A mesma vedação aplica-se a a quem quer que tenha conhecimento de informação referente a ato ou fato relevante, sabendo que se trata de informação ainda não divulgada ao mercado, em especial àqueles que tenham relação comercial, profissional ou de confiança com a companhia, tais como auditores independentes, analistas de valores mobiliários, consultores e instituições integrantes do sistema de distribuição, aos quais compete verificar a respeito da divulgação da informação antes de negociar com valores mobiliários de emissão da companhia ou a eles referenciados.⁶¹

A classificação apresentada não possui relevância meramente acadêmica. Muito pelo contrário, importantes efeitos práticos têm sido atribuídos à distinção entre *insider* primário e secundário, relativamente à questão de presunção de conhecimento da informação privilegiada.

Assim é que, como será analisado mais detidamente no item 1 da Parte III deste trabalho, quanto aos *insiders* primários, vigora uma presunção relativa de que efetivamente detinham as informações privilegiadas, tendo em vista possuírem acesso direto a elas. Como se verá em momento oportuno, não se trata de qualquer presunção. Por outro lado, tal presunção não recai sobre os *insiders* secundários.

Quanto à questão probatória, qualquer condenação de *insider trading* pressupõe a prova de detenção de informação privilegiada por quem decidiu o investimento. A ausência de prova de detenção de informação privilegiada significa que não há nexo de causalidade entre a conduta do acusado e um suposto resultado ilícito. O nexo de causalidade é, portanto, requisito que exige a comprovação de ocorrência de ilícito, de tal maneira que haja uma vinculação direta entre o agir e o que a lei coíbe. Trata-se do ponto de partida para qualquer responsabilização⁶².

Com isso, num caso de *insider*, não basta a existência de negociação; é necessária a evidência de que a negociação se deu por força de informações privilegiadas. Inexistindo a prova dessa fundamentação para agir, inexistirá qualquer relação causal a caracterizar o ilícito.

Por fim, destaca-se que, embora a prática de *insider trading* exija a atuação de um *insider*, a negociação entre dois *insiders* não caracteriza o ilícito. Isso porque, conforme já assinalado, o fundamento do combate ao *insider trading* repousa na assimetria de informação entre os negociantes. Ora, se ambos conhecem a informação privilegiada, encontram-se em

⁶¹ Instrução BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. CVM n.º 358/2002. Rio de Janeiro: CVM, 2002. Grifo nosso.

⁶² Para mais informações sobre o nexo causal e sua importância, vale conferir: CRUZ, Gisela Sampaio da. *O problema do nexo causal na responsabilidade civil*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005.

relação simétrica de informação. Isto é, não haverá qualquer desvantagem decorrente da operação, não se justificando, portanto, a repressão à prática⁶³.

2.2.3 Negociação com intenção de tirar proveito da informação privilegiada

A prática do delito de *insider trading* não se aperfeiçoa sem a efetiva verificação de negociação com a intenção do *insider* de realizá-la com o objetivo de obter vantagem utilizando a informação privilegiada à qual teve acesso. Trata-se do elemento subjetivo do ilícito, o *animus* que impele o agente a realizar a operação.

Este requisito pode ser extraído da leitura do § 4º do artigo 155 da Lei das S.A., quando se refere à utilização da informação relevante “com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem”.

Preliminarmente, é preciso salientar que, embora seja relevante perquirir a intenção de obter vantagem, é absolutamente dispensável a concreta obtenção da vantagem almejada⁶⁴. A legislação não exige a materialização do dano para a caracterização do ilícito administrativo. A existência de dano é elemento necessário para a caracterização de um dever de indenizar à parte prejudicada, mas não para produzir consequências em outros planos. Assim, a mera realização da operação com o intuito de gerar dano (traduzido na intenção de auferir indevida vantagem) é fato grave o suficiente para fazer incidir as sanções disciplinares administrativas aplicáveis.

As decisões da CVM têm se posicionado nesse mesmo sentido. Veja-se, a título ilustrativo:

Em segundo lugar, mesmo que os acusados não tivessem apurado lucro nas respectivas operações, como efetivamente ocorreu, já é consolidado o entendimento do Colegiado da CVM de que o lucro não é requisito necessário para a caracterização do ilícito de uso indevido de informações privilegiadas. A efetiva consecução da vantagem não integra a caracterização do *insider*, basta, simplesmente, a negociação por qualquer pessoa que detenha informação privilegiada. Afasto, portanto, também essa linha de defesa⁶⁵.

⁶³ CAMPOS, *op. cit.*, p. 1.154.

⁶⁴ “Mas a efetiva obtenção da vantagem não é integrante objetivo do tipo e por isso não deixará de haver violação da regra pelo fato de não se ter obtido vantagem na negociação. O resultado não é, portanto, requisito para haver a irregularidade. Basta a intenção, o dolo do agente em produzir o resultado. Seria, conforme a doutrina esclareceu, dolo por omissão, à medida que se procura obter uma vantagem valendo-se de uma informação não divulgada à outra parte da negociação” (CAMPOS, *op. cit.*, p. 1152-1153).

⁶⁵ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ 2011/3665*, trecho do voto da Relatora Diretora Luciana Dias: Caso Açores Villares, julgado em 03 abr.2012. Rio de Janeiro: CVM, 2012.

Lembre-se que embora o dano não precise estar presente para que se autorize a punição da prática por parte da CVM, é ele um pressuposto inafastável para a obtenção de indenização na esfera cível. O § 3º do artigo 155 da Lei das S.A., que disciplina o tema, fala em “pessoa prejudicada”, ou seja, aquela que sofreu o dano⁶⁶. A questão não poderia ter tratamento diverso. O dano é o elemento central da responsabilidade civil, verdadeira condição para sua existência, não sendo possível cogitar de tornar indene aquele que não sofreu qualquer dano⁶⁷.

Voltando à análise do elemento subjetivo, merece atenção o posicionamento de Modesto Carvalhosa. Contrariamente ao entendimento largamente dominante, o autor afirma não constituir requisito do *insider trading* a intenção do agente:

O dever de lealdade, no qual se inclui a abstenção da prática do insider trading, não se funda, pois, no dano, mas no dever fiduciário próprio das funções de administrador. Trata-se de ilícito formal.

Dispensa-se, com efeito, no caso de insider trading, a configuração de intenção. O ilícito é objetivo.

(...)

O mesmo critério cabe no caso de insider trading. A fraude decorre objetivamente de qualquer negócio com valores mobiliários emitidos pela companhia, praticados pelos administradores e demais agentes, durante o período em que retenham informações relevantes, com relação aos negócios e ao estado da companhia⁶⁸.

Em que pese a opinião do autor, a tese não vence nem convence. Como visto, o desígnio de auferir vantagem é explicitamente exigido pelo preceito legal que rege a matéria, sendo manifestamente *contra legem* sua dispensa por parte do intérprete.

Necessário, portanto, o estabelecimento do nexo causal entre a realização da operação e a posse da informação⁶⁹: é preciso que o *insider* tenha realizado os atos negociais em virtude

⁶⁶ “Embora, em termos práticos, a ausência de resultado afastará a incidência do § 3º do artigo 155 da LSA, à medida que, no plano civil, não haverá perdas ou danos a serem reparados. Poderá, todavia, ter consequências nos planos administrativos e criminais, esta última hipótese observado o tipo penal previsto no artigo 27 D da Lei nº 6.385/1.976” (CAMPOS, *op. cit.*, p. 1.153).

⁶⁷ “O dano é, sem dúvida, o grande vilão da responsabilidade civil. Não haveria que se falar em indenização, nem em ressarcimento, se não houvesse o dano. Pode haver responsabilidade sem culpa, mas não pode haver responsabilidade sem dano” (CAVALIERI FILHO, Sérgio. *Programa de responsabilidade civil*. 9. ed. São Paulo: Atlas, 2010. p. 72-73).

⁶⁸ CARVALHOSA, *op. cit.*, p. 426. v. 3.

⁶⁹ “Em suma, o conceito de *insider trading*, ou seja, de operação em que estão envolvidas pessoas atuantes no interior da companhia, ou pessoas que, embora atuando fora do âmbito da companhia, participam de seus negócios, conhecem lhes os seus meandros e, enfim, desfrutam de informações exclusivas e privilegiadas, não pode ser utilizado para os fins de atribuir culpa a Ticius pelo mero fato de este atuar como administrador da instituição encarregada da gestão de fundos de investimentos, os quais, de resto, já detinham papéis de emissão da Empresa. A capitulação do ilícito só se dá, repita-se, quando aquele que o alegou (no caso, a CVM) demonstre que as informações relevantes se sobrelevam em relação às motivações econômicas alegadas para a realização dos negócios” (LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. A adoção do *Chinese Wall* e a repressão ao

do conhecimento da informação privilegiada. Apenas com a demonstração dessa fundamentação para agir, desse especial vínculo de causa e efeito, será possível constatar a intenção do agente.

No entanto, discute-se a existência de uma antinomia entre a disciplina legal e a regulamentação administrativa da matéria. Embora o artigo 155 da Lei das S.A. preveja expressamente o elemento subjetivo como pressuposto do *insider trading*, o artigo 13 da Instrução CVM n.º 358/2002, ao tratar do tema, não faz qualquer referência expressa à intenção do agente. A matéria ensejou intensa controvérsia, tendo sido objeto de exame por parte da própria CVM.

Não obstante, o fato de o § 1º do artigo 13 da Instrução CVM n.º 358/2002 não exigir expressamente a presença do elemento subjetivo não pode significar que a vedação nele contida seja absoluta. Ao contrário, tal circunstância somente denota o fato de que o §1º do artigo 13 presume que quem detenha informação privilegiada e realiza operações, o faz com base nesta informação. Isso porque a Instrução não afastou o elemento subjetivo do tipo constante da Lei das S.A., tendo criado, todavia, uma presunção relativa⁷⁰, justificada apenas na presença de indícios nesse sentido, de que o *insider* teria atuado com o intuito de obter vantagem⁷¹.

Essa presunção, como se passará a expor, é relativa, admitindo prova em contrário. Interpretação diversa seria inteiramente incompatível com o atual ordenamento jurídico brasileiro.

insider trading. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, São Paulo, v. 47, p. 245, jan./mar. 2010. Grifo nosso).

⁷⁰ Recorde-se também quanto ao acesso do *insider* à informação privilegiada, que vigora um sistema de presunções, examinado no item anterior. Apesar das similitudes, a presunção aqui tratada possui objeto diverso, recaindo não sobre o dado objetivo do acesso à informação, mas sobre o elemento subjetivo da conduta do agente.

⁷¹ Vide voto do então presidente Marcelo Fernandez Trindade: “Já a norma regulamentar não menciona a finalidade de auferir vantagem, estipulando uma pura e simples vedação à negociação quando se tratar de operação ocorrida na pendência de divulgação de fato relevante, desde que aquele que detém a informação tenha ciência (‘sabendo’) ‘de que se trata de informação ainda não divulgada ao mercado’. Há, portanto, na Instrução 358/02, uma presunção de que o *insider*, e o terceiro a ele equiparado pelo conhecimento da informação, atuam com a finalidade de obter lucro com a utilização da informação. Tal presunção legitima-se, e somente se legitima, diante da presença de indícios, e pode ser afastada por prova no sentido de que a obtenção de lucro não foi a finalidade da operação. Essa possibilidade de prova em contrário, a meu ver, decorre não só do necessário respeito, pela norma regulamentar, à norma regulamentada, como das regras dos §§ 6º e 7º do próprio art. 13 da Instrução 358/02, que admitem que a negociação ocorra na pendência de fato relevante não divulgado, em certas condições. Veja-se que a finalidade de obter vantagem constitui elemento subjetivo do tipo, que o faz doloso, e que se traduz na intenção do agente de produzir um resultado. A produção do resultado, em si mesma – isto é, no caso concreto, a efetiva obtenção da vantagem visada – é elemento objetivo, não se confunde com a finalidade (que é a intenção do agente), e não integra a conduta descrita nos arts. 155, §§ 1º e 4º, da Lei das S.A., e no art. 13 da Instrução 358/02” (BRASIL. Comissão de Valores Monetários. *Processo Administrativo CVM n.º RJ 04/2004*, caso Eletropaulo, julgado em 28 jun. 2006. Rio de Janeiro: CVM, 2006).

Diz-se que a presunção contida no § 1º do artigo 13, como todas em sede de direito administrativo sancionador, pode ser desconstituída por prova em contrário porque, afinal, em matéria de direito punitivo, não é possível aceitar uma presunção que não possa ser elidida⁷². A não aceitação de prova em contrário constituiria uma responsabilidade equivalente à responsabilidade objetiva, o que não é admitido em se tratando de um processo sancionador.

Com efeito, a sanção administrativa sempre exige o elemento subjetivo, podendo ser afastada pela exclusão da culpa do acusado. Não basta a mera verificação da ocorrência objetiva de uma irregularidade, mas é obrigatório avaliar a dimensão subjetiva da culpa do agente. Isto é: não é possível, no âmbito do direito sancionador, a imposição de sanção pela ocorrência do evento típico sem a análise do elemento subjetivo de quem praticou a conduta proibida⁷³, tendo em vista, fundamentalmente, o princípio da presunção da inocência⁷⁴.

Dessa forma, se o administrado não agiu com dolo ou culpa, a Administração Pública não pode sancionar sua conduta. E, tratando-se de um princípio constitucional, o legislador

⁷² “Pressuposição implica presunção. E presunção, em matéria de responsabilidade, vimo lo já, e por mais de uma vez, são ‘máscaras’ apenas, como diria De Page, com as quais, não raro, se pretendesse ocultar apenas a face do risco. Presunção é ‘fantasma de culpa’, proclama Josseland. E se as presunções são da natureza daquelas, ditas invencíveis ou *juris et de jure*, então de culpa efetivamente nenhuma se trataria. Ter se ia, apenas, a ‘etiqueta’ da culpa, o mero rótulo, o simples arcabouço vazio, o *enveloppe sans contenu*, a imagem vã, o corpo sem gravidade ou o gás sem expansão do expressivo linguajar de Butera” (SILVA, Wilson Melo da. *Responsabilidade sem culpa*. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 1974. p.142).

⁷³ Em livro sobre o direito administrativo sancionador, Fábio Medina Osório já destacava a necessidade de verificação da culpabilidade para que haja responsabilidade administrativa: “Princípio da culpabilidade. Imperioso incursionar na análise de outro princípio constitucional materialmente vinculante ao intérprete, com poderosas consequências teóricas e pragmáticas, operativo no Direito Administrativo Sancionador. Princípio básico, em matéria de responsabilidade do agente perante o Direito Administrativo Sancionatório, é a culpabilidade, verdadeiro pressuposto de responsabilidade das pessoas físicas, sem deixar de ser operativa também quanto às pessoas jurídicas, embora com contornos diferenciados. Para que alguém possa ser administrativamente sancionado ou punido, seja quando se trate de sanções aplicadas por autoridades judiciais, seja quando se cogite de sanções impostas por autoridades administrativas, necessário que o agente se revele ‘culpável’. Essa assertiva não decorre de nenhum processo hermenêutico desprovido de suporte na Constituição. Ao contrário, como ocorre com todo o Direito Administrativo Sancionador brasileiro, os princípios se reconduzem à Carta Magna, por meio de processos argumentativos reconhecedores das potencialidades de complexos dispositivos constitucionais. Essa mesma operação há de ser feita na exploração da culpabilidade vigente no campo do Direito Punitivo, em concreto no tocante ao Direito Administrativo Sancionador” (OSÓRIO, Fábio Medina. *Direito administrativo sancionador*. 2. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2005. p. 425 426).

⁷⁴ A presunção de inocência é garantia constitucional e direito fundamental dos acusados no processo penal (cf. art. 5º, LVII da Constituição Federal), devendo incidir, também, aos processos administrativos de natureza sancionadora. É um direito fundamental “implícito nos processos administrativos” (BACELLAR FILHO, Romeu Felipe. *Processo administrativo disciplinar*. 2. ed. São Paulo: Max Limonad, 2003. p. 306). Nesse sentido, Demian Guedes assim asseverou: “Sob a ótica um pouco diferente, alguns publicistas brasileiros, preocupados especificamente com os atos administrativos sancionadores (inclusive os de natureza disciplinar), focalizam o estudo da verdade material e do ônus da prova no processo administrativo, à luz do princípio da presunção de inocência. Referido princípio, de origem processual penal, possuiu aplicação também no campo administrativo (especialmente nos processos sancionadores e disciplinares, nos quais a figura do ‘acusado’ é mais evidente)” (GUEDES, Demian. *Processo administrativo e democracia: uma reavaliação da presunção de veracidade*. Belo Horizonte: Fórum, 2007.p. 125).

infraconstitucional não pode afastar a culpabilidade, isto é, não pode impor sanções administrativas independentemente de culpa do administrado⁷⁵.

Não é possível, assim, entender que o tipo disposto no artigo 13, § 1º da Instrução CVM n.º 358/2002 independe da verificação da culpabilidade do agente, como se se tratasse de vedação absoluta que não admite exceção ou prova em contrário. Ressalta-se que o próprio artigo 13, em seus §§6º e 7º, prevê exceções à vedação de negociação com informações privilegiadas, admitindo hipóteses em que referida negociação é possível. Isto é, não há, pela própria análise do artigo, caráter absoluto na vedação prevista. Assim, mesmo não constando de forma expressa na norma a necessidade de verificação da intenção do agente, ela não pode ser desconsiderada, pois sua análise é inerente a todo ilícito administrativo.

A esse propósito, cita-se o voto do então Diretor Wladimir Castelo Branco Castro em que ele esclarece a questão, afirmando não que se trata de uma vedação absoluta, mas que haverá uma presunção de irregularidade se o *insider* realizar negociação detendo informação privilegiada. Essa presunção poderá ser afastada se o agente provar que a negociação ocorreu por força de outros motivos que não a posse de informação ainda não divulgada ao mercado:

25. Assim, haverá presunção de irregularidade se confirmada a negociação, por “insider”, de valores mobiliários da companhia a respeito da qual o mesmo detém informação privilegiada. Nessa hipótese, não será necessário demonstrar, através de provas circunstanciais, que o ânimo do agente era efetivamente o de obter vantagem indevida, sendo suficiente, para tanto, a prova de que o mesmo tinha conhecimento da informação privilegiada.

26. Logo, presume-se o uso de prática não equitativa por quem negocia valores mobiliários de companhia aberta quando de posse de informação privilegiada.

⁷⁵ “Principal decorrência do princípio da culpabilidade é a exigência de dolo ou culpa *stricto sensu* para que a Administração Pública possa impor sanção administrativa retributiva. Se o indivíduo não agiu com dolo ou culpa, é vedada a aplicação da medida sancionadora. (...) A incidência do princípio da culpabilidade afasta do direito administrativo sancionador a responsabilidade objetiva (...). A responsabilidade objetiva independe da culpa do agente: impõe-se a sanção pela ocorrência concreta do evento típico, sem que seja relevante o elemento subjetivo de quem pratica a conduta proibida. Pouco importa se o agente conscientemente desejou praticar a conduta típica ou se, ao menos, praticou a por força da inobservância de um dever de diligência. Importa o resultado, o elemento objetivo que corresponde à figura típica. Para a imposição da sanção basta a ‘pura e simples descoincidência objetiva entre um dever previsto abstratamente na norma jurídica e a atuação material de um certo sujeito’, nas palavras de Marçal Justen Filho. A adoção do princípio da culpabilidade afasta tal possibilidade. A exigência de dolo ou culpa *stricto sensu* está, hoje, consagrada em diversos ordenamentos jurídicos que disciplinam o exercício do poder punitivo pela Administração Pública. A Lei italiana 689/1981 dispõe, por exemplo, que, ‘nelle violazioni cui è applicabile una sanzione amministrativa, ciascuno è responsabile della propria azione o omissione, cosciente e volontaria, sia essa dolosa o colposa’ (art. 3º). (...) Tratando-se de princípio constitucional, como defendido no presente trabalho, o legislador infraconstitucional não pode afastar a culpabilidade do campo do direito administrativo sancionador, outorgando à Administração Pública competência para impor sanções administrativas retributivas independentemente da culpa do particular. Adota-se, aqui, tese encampada por parte da doutrina pátria, como se vê nas obras de Fábio Medina Osório, Herald Garcia Vitta e Edilson Pereira Nobre Jr. O mesmo entendimento é compartilhado por diversos doutrinadores que analisaram o tema à luz da dubia redação do citado art. 136 do Código Tributário Nacional” (MELLO, Rafael Munhoz de. *Princípios constitucionais de direito administrativo sancionador*: as sanções administrativas à luz da Constituição Federal de 1988. São Paulo: Malheiros, 2007.p. 184 190).

27. Admite se, porém, que essa presunção se desfaça em favor do agente, se este provar que a negociação se deu por força de motivos outros, de relevância jurídica, que precedem à posse da informação privilegiada. É mister esclarecer, porém, que, nesse caso seja o do “insider” administrador ou controlador, seja do “insider de mercado” cabe ao “insider” provar que sua decisão de negociar tais valores mobiliários não decorreu da informação privilegiada de que tomou conhecimento, demonstrando os motivos que o levaram a realizar a negociação questionada⁷⁶.

Além disso, o ilícito de *insider trading*, conforme tipificado na Lei das S.A., expressamente dispõe sobre a finalidade de auferir vantagem, não sendo possível que a CVM, ao regulamentar a matéria, retire o elemento subjetivo do tipo. Mesmo não constando expressamente do artigo 13 da Instrução CVM n.º 358/2002 a necessidade de a negociação ser acompanhada da intenção, a interpretação correta é a de que a intenção encontra-se implícita no dispositivo da Instrução. Interpretar de forma diversa seria admitir que a função normativa da CVM teria sido conduzida de forma irregular ao editar a Instrução CVM n.º 358/2002, contrariando preceito legal.

Conforme o artigo 8º, inciso I, da Lei n.º 6.385/1976⁷⁷, o poder regulamentar da CVM é restrito e específico, não podendo ultrapassar os limites legais, sob pena de vício de incompetência. Disto decorre que o disposto em uma Instrução editada pela CVM não pode ultrapassar as fronteiras impostas pela lei, não sendo possível a criação de um tipo normativo que não encontra respaldo legal⁷⁸.

⁷⁶ BRASIL. Comissão Valores Mobiliários. *Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ 17/2002*, caso Techold, julgado em 25 out. 2005. Rio de Janeiro: CVM, 2005. Grifo nosso.

⁷⁷ “Art. 8º. Compete à Comissão de Valores Mobiliários: I regulamentar, com observância da política definida pelo Conselho Monetário Nacional, as matérias expressamente previstas nesta Lei e na Lei de Sociedades por Ações”.

⁷⁸ Mesmo quem defende que a autoridade administrativa, tal como a CVM, possui poderes para estabelecer um “regulamento autônomo”, reconhece que este não pode contrariar a lei e nem criar, de forma inédita e autônoma, obrigações e deveres aos administrados. Nesse sentido, veja-se o entendimento de Egon Bockmann Moreira: “As únicas variantes são o grau competencial e o conteúdo de tais outorgas. (...) A discussão maior reside justamente nos limites do conteúdo da competência regulamentar. (...) Ampla maioria dos doutrinadores pátrios defende a qualificação do poder regulamentar como competência específica e limitada, destinada a criar normas gerais e abstratas, desde que não introduzam novidades no ordenamento jurídico, mas, ao contrário, deem pura execução às normas previamente existentes. Ou seja, a impossibilidade absoluta de inovações normativas por parte dos regulamentos. (...) Ocorre que tal doutrina vem sofrendo oposições, especialmente no ramo jurídico ora examinado. (...) Assim e com determinadas ponderações, parece inserido na legislação brasileira o chamado ‘regulamento autônomo’. (...) O que há de inaugural em nosso ordenamento são competências regulamentares criadas por lei e por elas limitadas. Competências mais amplas do que aquela de simples execução dos comandos legais, alcançando a origem de novas hipóteses e mandamentos normativos. Tudo isso mediante obediência aos princípios a seguir propostos, como exigências mínimas do direito positivo brasileiro. (...) Em primeiro lugar, o regulamento autônomo não pode contrariar a lei, esta compreendida de forma ampla. Ainda que implique criação autônoma de disposições normativas, não pode opor-se a qualquer lei, pois é impossível o regulamento contra legem. Em segundo lugar, o regulamento autônomo não pode criar, de forma inédita e autônoma, sem qualquer lastro normativo, obrigações e deveres às pessoas privadas. Não é viável que a autoridade administrativa inaugure a ordem jurídica através da emanção de regras que restrinjam o universo de direitos constitucional e (ou) legalmente assegurados aos administrados. Contudo, é possível aos regulamentos gerar deveres, direitos e obrigações, desde que expressa e previamente autorizados em lei (ainda que de forma abstrata)” (MOREIRA, Egon Bockmann. “Conselho Monetário Nacional, Banco Central do Brasil e Comissão de Valores Mobiliários”.

Diante da necessidade de a CVM, no âmbito de seu poder regulamentar, atuar nos limites da lei, e considerando ainda o fato de que o dispositivo legal expressamente pressupõe a intenção de auferir vantagem como parte integrante do tipo, a CVM, ao regulamentar o artigo 155 da Lei das S.A. não poderia excluir o elemento subjetivo⁷⁹. Insista-se: uma Instrução da CVM não poderia criar uma nova hipótese passível de sanção sem embasamento legal. E, no caso, ainda mais irregular seria o dispositivo regulamentar, pois, como visto, não é possível a responsabilização objetiva em sede de processo sancionador.

Portanto, para que seja aplicada uma sanção administrativa, é necessária a aferição do elemento culpa do agente. Especificamente com relação ao tipo em questão o ilícito de *insider trading*, há a necessidade de caracterização do elemento intencional, integrante subjetivo do tipo (finalidade de obter vantagem com a negociação), não existindo diferenciação se o tipo é o prescrito no artigo 155 da Lei das S.A. ou no artigo 13 da Instrução

Revista de direito bancário e do mercado de capitais, Rio de Janeiro, v. 6, p. 112 118, set./dez. 1999. Grifo nosso). José Waldecy Lucena, que discorreu sobre o tema, filiando se à corrente moderna sobre a possibilidade de regulamentação pela autoridade administrativa, entende ser possível a edição de regulamentos que podem inovar a ordem jurídica, mas somente se houver previsão expressa da própria lei a ser regulamentada, sendo a atribuição de uma função normativa, e não de delegação legislativa: “5. Da nossa opinião: Expostos perfunctoriamente os dois campos em confronto, tempo é de exarar nosso pensar, que se filia ao dos contestadores da corrente tradicional. (...) Tais derradeiros assertos trazem à sirga a doutrina que predica ser a *função normativa* gênero e que abriga, como espécies, a função legislativa, a função regulamentar e a função regimental. A função legislativa é exclusiva do Poder Legislativo, que a exerce com exclusividade, indelegavelmente, nos casos em que a Constituição exige uma *reserva absoluta de lei*. A função regulamentar cabe ao Executivo. E a função regimental é atribuída em especial ao Judiciário (Regimentos dos Tribunais). Ou seja, essa tripartição normativa compagina se com a distinção de Eros Roberto Grau exposta entre *reserva de lei* e *reserva de norma* (item 4, supra). E também responde à arguição de obediência ao princípio da legalidade, segundo o qual ninguém será obrigado a fazer ou deixar de fazer alguma coisa senão em virtude de lei (CF, art. 5º, II). Esta última locução *em virtude de lei*, e como explicou Sturzenegger, é de ser entendida como *em decorrência de lei*, a significar que nada impede a existência de normas com caráter inovador da ordem jurídica emanadas do Executivo, se decorrentes tais normas de um comando legal anterior delimitador de seu campo de abrangência” (LUCENA, José Waldecy. Da Comissão de Valores Mobiliários e alguns temas polêmicos. In: PERIN JUNIOR, Ecio [et. al.] (coord.). *Direito empresarial: aspectos atuais de direito empresarial brasileiro e comparado*. São Paulo: Método, 2005. p. 136 144. Grifo nosso.).

⁷⁹ Registre se ser possível encontrar manifestações em sentido contrário, que entendemos equivocadas, sustentando a irrelevância da intenção, a qual poderia ser legitimamente suprimida por Instrução da CVM: “Como é sabido (...) o art. 13 dessa Instrução tornou a intenção de auferir vantagem irrelevante para a caracterização do insider trading. (...) Há quem sustente que a CVM extrapolou sua competência legal ao dispensar esse requisito, já que o art. 155 da Lei n.º 6.404/76 o contempla expressamente. (...) Essa posição me parece equivocada, pois a competência da CVM para disciplinar o insider trading não vem da Lei n.º 6.404/76 e sim da Lei n.º 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que conferiu a esta autarquia amplos poderes para disciplina a negociação e intermediação no mercado de valores mobiliários. Confira se: ‘Art. 8º Compete à Comissão de Valores Mobiliários: I regulamentar, com observância da política definida pelo Conselho Monetário Nacional, as matérias expressamente previstas nesta Lei e na lei de sociedades por ações;’ ‘Art. 1º Serão disciplinadas e fiscalizadas de acordo com esta Lei as seguintes atividades: (...) I a negociação e intermediação no mercado de valores mobiliários;’ Analisando esses dispositivos legais em conjunto, percebemos que a CVM tem competência para “regulamentar” a “negociação e intermediação no mercado de valores mobiliários”, pois essa é uma matéria expressamente prevista na Lei n.º 6.385/76. E assim a CVM vem procedendo desde a edição da Instrução CVM n.º 8, de 8 de outubro de 1979, que tornou ilícitas diversas condutas praticadas no mercado de valores mobiliários e que não encontram tipificação legal expressa” (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ 24/2005*, trechos do voto do Diretor Marcos Barbosa Pinto: caso Bahema, julgado em 07 out. 2008. Rio de Janeiro: CVM, 2008).

CVM n.º 358/2002. Assim entende a melhor doutrina sobre o tema, ao discorrer sobre o ilícito de *insider trading*:

A finalidade de auferir vantagem mediante a compra ou venda de valores mobiliários para si ou para outrem é requisito da violação da proibição de negociar com informação privilegiada. O elemento intencional é integrante subjetivo do tipo. Por isso que na regulação da CVM encontram-se situações onde embora possa haver informação privilegiada não se proíbe a negociação pelos administradores, desde que se tenha elementos que comprovem que a razão da negociação não teria sido a finalidade de obter vantagem por conta da informação privilegiada, conforme se pode verificar da Instrução CVM n.º 358/02⁸⁰.

O tipo uso de informação privilegiada apresenta elemento subjetivo especial, tratando-se, portanto, de dolo específico: o insider deve não só ter a consciência da ilicitude, como também desejar o resultado, a vantagem indevida⁸¹.

O então Diretor Wladimir Castelo Branco, meses após a edição da Instrução CVM n.º 358/2002, já destacava o fato de a finalidade de obtenção de vantagem com as operações ser um pressuposto do *insider trading*:

47. Observo que a finalidade de tais dispositivos regulamentares era, de fato, proibir a negociação de valores mobiliários por aquelas pessoas que tivessem acesso a informações relevantes acerca da empresa emissora, antes que essas informações se tornassem públicas. Tal finalidade inspirou de igual modo a Instrução CVM n.º 358, de janeiro de 2002, que a substituiu. A vantagem patrimonial a que se refere o art. 10 soa redundante, já que a natureza econômica das operações com valores mobiliários a pressupõe. Tanto é assim que o subsequente art. 11 sequer a menciona, assim como o art. 13 da Instrução CVM n.º 358, atualmente em vigor⁸².

Esclarecido que a intenção de obter vantagem constitui de fato um requisito do *insider trading*, não tendo sido esse pressuposto abolido pela Instrução CVM n.º 358/2002, que apenas instituiu presunção *iuris tantum* sobre o dolo do *insider*, resta investigar os elementos que podem ser tomados em consideração para reputar presente ou não o aspecto subjetivo. É que a intenção, a rigor, reside na mente do sujeito, devendo o intérprete recorrer a dados concretos que possam indicar a vontade do agente.

Nesse sentido, a CVM, em diversos processos administrativos, teve o cuidado de apontar as circunstâncias que conduziram à decisão sobre este pressuposto.

⁸⁰ CAMPOS, *op. cit.*, p. 1152. Grifo nosso.

⁸¹ EIZIRIK, Nelson [*et. al.*]. *Mercado de capitais: regime jurídico*. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. p. 534. Grifo nosso.

⁸² BRASIL. Comissão Valores Mobiliários. *Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ 33/2000*, caso Elevadores Atlas, julgado em 20 dez. 2002. Rio de Janeiro: CVM, 2002. Grifo nosso.

No Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ 25/2004 (Caso TCO), o Diretor Marcos Barbosa Pinto entendeu estar ausente o intuito de obter vantagem em razão dos valores relativamente baixos envolvidos nas operações e da possibilidade de individuar uma finalidade específica, diversa da obtenção de lucro, para uma das operações no caso, adquirir ações de um irmão que precisava aliená-las⁸³.

De igual modo, a Diretora Luciana Dias, no Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ 11/2009 (Caso Estácio), acolheu os argumentos da defesa de que as operações realizadas possuíam uma finalidade econômica legítima, de forma a afastar as suspeitas de prática de delito⁸⁴.

No também já mencionado Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ 04/2004 (Caso Eletropaulo), entendeu-se que, apesar de a consecução de lucro não ser requisito do ilícito, a efetiva obtenção de lucro expressivo com a operação pode ser sopesada para impedir o afastamento da presunção instituída pelo artigo 13 de intenção de auferir vantagem⁸⁵.

⁸³ Esclareça-se que, apesar de o referido diretor sustentar a desnecessidade da intenção, como acima exposto, entende ele, *data venia* de forma equivocada, que tal requisito foi suprimido pela Instrução CVM n.º 358/2002, sendo analisada no caso uma vez que se refere a fatos ocorridos sob a égide da Instrução CVM n.º 31/1984, que mencionava expressamente o elemento subjetivo em seu artigo 10.

⁸⁴ “Acredito que os esclarecimentos prestados pelos senhores Claudio Bahbout e Alexandre Perez e pela defesa não são incongruentes. De fato, diante dos fundamentos econômicos apresentados e dos esclarecimentos prestados, parece razoável que as operações da Hookipa naquele momento fizessem parte de um processo contínuo de aquisição de ESTC11. Estes mesmos esclarecimentos poderiam, mesmo assim, ter menos peso se os indícios relacionados ao timing das operações fossem fortes o suficiente para retirar ou reduzir sua credibilidade. Também me parece plausível o argumento de que o setor educacional era bastante atraente aos investidores naquele momento, em especial, as ações da Estácio. A grande procura na distribuição pública primária das units da Anhanguera demonstrava o aquecimento do setor. Havia vários relatórios de análise recomendando a aquisição de papéis de companhias do setor de educação. As ações ESTC11 estavam 56% mais baratas do que quando do IPO da Companhia, oito meses antes, e o IBOVESPA havia se valorizado 19% no mesmo período. Foram apresentados, portanto, fundamentos econômicos para a decisão de investimento que considero suficientes para afastar esse indício, diante das circunstâncias do caso. (...) Acredito que esse comportamento é compatível com o de um investidor na posição compradora disposto a montar uma posição em ativo subprecificado e que dele não decorre indício de informação privilegiada” (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ 11/2009*, trecho do voto da Relatora Diretora Luciana Dias, julgado em 03 abr. 2012. Rio de Janeiro: CVM, 2012.).

⁸⁵ “Quanto à finalidade de obtenção de vantagem através da utilização das informações relevantes de que estava ciente, o indiciado não logrou, a meu ver, afastar a presunção regulamentar do art. 13, § 1º, da Instrução 358/02. A alienação das ações, pouco tempo depois da divulgação do sucesso da renegociação, com expressivo lucro, impede, a meu ver, que se afaste a presunção de que, ao negociar com a informação sobre os detalhes da renegociação da dívida, não divulgados ao mercado, o acusado valeu-se dessa informação, com a finalidade de auferir lucro, que, aliás, alcançou” (Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ 04/2004, j. 28.06.06. Trecho do voto do Relator Presidente Marcelo Trindade – Caso Eletropaulo). No mesmo sentido, confira-se a manifestação da Diretora Norma Jonssen Parente: “Por fim, um último aspecto sobre o qual muito já se disse em doutrina, mas que ainda sim merece ser comentado, é que a configuração do insider trading independe da existência de lucro na negociação. Este, no entanto, é um fator que pode vir a ser levado em consideração como indício do uso indevido da informação, uma vez que, supõe-se, o comitente com uma vantagem excepcional sobre os demais tende a auferir um lucro não menos excepcional” (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ 06/2003*, caso Itaú BBA, julgado em 14 set. 2005. Rio de Janeiro: CVM, 2005).

Outros elementos usualmente considerados são o momento e a habitualidade da operação⁸⁶, fornecendo pistas da motivação do acusado. Assim, no Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ 2010/1666 (Caso Lojas Renner), destacou-se que o fato de as negociações terem sido realizadas antes do início da operação que dera origem à informação privilegiada e depois do seu encerramento era prova de que a posse da informação privilegiada não motivou as negociações⁸⁷.

De um modo geral, é possível concluir que a construção de um perfil de investimento do suspeito⁸⁸ é um mecanismo satisfatório, embora não possa ser avaliado isoladamente, para aferir a intenção de lucro do *insider*, pois as operações orientadas pelo conhecimento de informação privilegiada tenderão a destoar das usualmente realizadas, facilitando a identificação das transações ilícitas⁸⁹.

Do exposto acima somente é possível se chegar a uma conclusão: quando não há finalidade de auferir vantagem com a negociação, a conduta não se subsume ao tipo descrito no art. 13, § 1º da Instrução CVM n.º 358/2002.

⁸⁶ “Eu concordo com a Acusação no sentido de que o *timing* e a habitualidade das operações são elementos muito importantes tanto na individualização de suspeitos, quanto na efetiva caracterização do ilícito de uso indevido de informação privilegiada” (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ 11/2009*, julgado em 03 abr. 2012. Rio de Janeiro: CVM, 2012. Trecho do voto da Relatora Diretora Luciana Dias – Caso Estácio).

⁸⁷ “Diante das informações prestadas pela Companhia, acredito que, neste caso específico, nem o Gerente tinha acesso às informações mais relevantes da Operação, nem a venda de suas ações se deu em momento em que havia qualquer clareza em relação ao impacto das informações da *due diligence* nos rumos do negócio. Por isso, acredito que as informações detidas pelo Gerente eram irrelevantes para o propósito de averiguação de uso indevido de informação privilegiada. O segundo fator que me convence de que a conduta sob análise não condiz com uso indevido de informação privilegiada são os aspectos temporais. O *timing* das negociações é critério importante para apurar indícios de utilização de informação privilegiada. No caso em análise, o fato é que o Gerente comprou ações muito antes do início da negociação entre a Renner e os acionistas da Leader, enfraquecendo a hipótese de que a aquisição tenha sido motivada por informações não divulgadas ao mercado. E, em seguida, ele vendeu tais ações cerca de três meses antes que o preço final da operação tivesse sido definido ou divulgado. Nem a compra, cerca de 4 meses antes do início das negociações, nem a venda desses papéis, mais de 90 dias antes do anúncio dos termos finais da operação, parece ter sido motivada por informações privilegiadas, conforme já havia sido destacado pela SMI, em sua análise dos fatos.” (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ 2010/1666*, julgado em 03 abr. 2012. Rio de Janeiro: CVM, 2012. Trecho do voto da Diretora Relatora Luciana Dias: Caso Lojas Renner).

⁸⁸ Como empreendido pelo Diretor Marcelo Fernandez Trindade no Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ 13/00 (Caso Ambev/Brahma): “Ao lado disto, e já passando ao exame do segundo suposto indício identificado pela Comissão, parece-me que a operação com ações da Antarctica realizada pela Pró Finância estava inteiramente dentro do perfil de suas operações anteriores, quer quanto ao pequeno volume, quer quanto às características – compra e venda em períodos curtos, com apuração de pequenos lucros ou prejuízos, bem como operações de *day trade*.”

⁸⁹ De modo semelhante: “Além do acesso às informações relevantes, é essencial a análise do comportamento prévio do administrador, para que se possa verificar se ele usualmente comprava ações da companhia ou se somente passou a fazê-lo antes da divulgação do fato relevante” (EIZIRIK., *op. cit.*, p. 377. v.2).

2.3 Lineamentos sobre a *Chinese Wall* e a teoria da “mente corporativa”

Nas linhas anteriores buscou-se precisar os contornos jurídicos da conduta de *insider trading*, examinando suas feições e os pressupostos necessários à sua caracterização. Essa tarefa, como se viu, teve por base essencialmente o panorama legislativo brasileiro sobre a matéria, bem como a literatura jurídica especializada e, especialmente, o repertório de casos da CVM.

Antes de passar ao exame atento dos casos mais representativos julgados pela CVM em matéria de utilização desleal de informações privilegiadas, é momento de traçar os lineamentos básicos das figuras da *Chinese Wall* e da teoria da mente corporativa temas caros ao escopo do trabalho. Trata-se de tarefa importante não apenas para a compreensão mais ampla do objeto desta dissertação, mas para a adequada contextualização dos precedentes apresentados adiante.

A chamada *Chinese Wall* (ou, em tradução literal, muralha chinesa) é expressão de origem norte-americana⁹⁰ que designa um dos principais e mais comuns mecanismos confeccionados para mitigar os riscos de configuração da prática de *insider trading* no mercado financeiro e de capitais.

Trata-se, em linhas gerais, de uma estrutura de *segregação* de atividades daí a noção de “muralha” ou barreira. Essa “muralha” é exemplo de arquitetura jurídica pensada para proteger clientes e suas informações de natureza sigilosa, por meio da separação na gestão de recursos próprios e de terceiros realizada em uma mesma companhia:

O desenvolvimento de mecanismos para impedir o fluxo de informações sigilosas entre diferentes divisões de uma mesma empresa ou grupo de empresas está intrinsecamente relacionado à necessidade de agentes econômicos atuantes em diferentes áreas de negócios, como instituições financeiras multisserviços, minimizarem os riscos associados a potenciais situações de conflito de interesses⁹¹.

Com efeito, o objetivo dessas barreiras internas de controle é, justamente, restringir o fluxo de informações privilegiadas no âmbito de instituições complexas, multisserviços, de modo a evitar a realização de negociações com base nessas informações e, em última

⁹⁰ O uso da expressão foi registrado pela primeira vez no âmbito do caso Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc., levado ao crivo da *Securities and Exchange Commission* (SEC) diante de indícios da prática de *insider trading* (43 SEC 933,938 (1968)). Confirmam-se mais informações, a esse respeito, em DAVIDOVICH, Marcos. A grande muralha e o conflito de interesses na *common law*. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, v. 61, p. 15 44, jul./set. 2013.

⁹¹ PASCHOALINI, Ana Paula [et al]. Utilização de informação privilegiada: *insider trading*. *Revista de Direito Empresarial*, n. 4, São Paulo, p. 159, jul. 2014.

análise, evitar situações de conflito de interesses. Como aponta Marcos Davidovich, a *Chinese Wall* destina-se a impedir “de forma eficaz o fluxo de informações sigilosas, segregando os chamados lados públicos – que incluem áreas responsáveis pela análise de valores mobiliários e vendas – dos privados – como áreas afetas a serviços de banco de investimento, assessoria financeira dentre outras”⁹².

Essa estrutura encontra razão de ser em um ambiente marcado pela complexidade das atividades e serviços financeiros prestados por grandes instituições no mercado, em que o fluxo de informações é intenso e potencialmente conflitante. Embora tenha caráter por excelência preventivo, os papéis que desempenha ou pode desempenhar em princípio não se esgotam aí.

É possível, ao menos em linha de princípio, que a adoção desse tipo de mecanismo sirva também, *a posteriori*, como defesa diante de eventual acusação da prática de *insider trading*. Mas essa possibilidade é questionável – e questionada, na prática. Mais precisamente, o problema reside em saber se o mero recurso a esse tipo de barreira estrutural serviria como excludente de responsabilidade, como defesa suficiente para afastar acusações da prática de *insider trading*.

Essa questão será abordada adiante de maneira mais detida, ao longo da análise de casos emblemáticos em matéria de uso indevido de informação privilegiada⁹³. Mas já se pode antecipar que, segundo alertam estudiosos do assunto, esse tipo de arquitetura preventiva, conquanto útil na tarefa de evitar conflitos de interesses (e quiçá com força indiciária), por si só não basta para afastar acusações de *insider trading*. Segundo Marcelo Fernandez Trindade, “continua sendo necessária, em casos de negociação em hipótese de vedação regulamentar destinada à inversão do ônus da prova, a comprovação de que a negociação não teve por finalidade a obtenção de ganho com a utilização de informação privilegiada”⁹⁴.

Mas, para além de certas dificuldades práticas que podem surgir conforme o caso concretamente considerado, a estrutura da muralha chinesa no mercado financeiro e de capitais sofre abalos com a aplicação, que por vezes se verifica, da chamada teoria da “mente corporativa” (*corporate mind*).

Em síntese, pode-se dizer que, de acordo com essa formulação, é a “mente” ou vontade da companhia que se revela ao realizar-se uma negociação, e não a “mente” ou

⁹² DAVIDOVICH, Marcos. A grande muralha e o conflito de interesses na *common Law*. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, n. 61, p. 15-44, jul./set. 2013.

⁹³ Recomenda-se a leitura de PASCHOALINI, Ana Paula [*et. al.*], *op. cit.*, p. 159.

⁹⁴ Marcelo Fernandez Trindade. Vedação à negociação de valores mobiliários por norma regulamentar: interpretação e legalidade. In: VON ADAMEK, Marcelo Vieira (coord.). *Temas de direito societário e empresarial contemporâneos*. São Paulo: Malheiros, 2011. p. 467.

vontade do próprio agente que, em nome da sociedade, realizou aquela transação específica. Sob esse ângulo, deveria atribuir-se aos integrantes da sociedade um mesmo nível de conhecimento acerca das operações da companhia, todos compondo a mesma “mente” corporativa. E essa teoria prescinde da verificação de elementos concretos da pessoa que realiza uma determinada transação – não importa, para essa perspectiva, a posição hierárquica ou a função desempenhada pela pessoa naquele organismo corporativo.

Essa teoria, como se verá em maior detalhe, pode acabar esvaziando de utilidade o mecanismo da segregação de atividades como instrumento de defesa (ainda que instrumento complementar, associado a outros elementos de prova) em casos envolvendo a suspeita da prática de *insider trading*. Afinal, “em grandes firmas com complexas estruturas não há como se admitir que cada um de seus empregados possa ter conhecimento das operações e negociações que ocorrem a cada minuto no âmbito da sociedade”⁹⁵. Por razões como essa, a teoria da mente corporativa, que completa esse quadro teórico inicial, será objeto não apenas de atenção, mas também de crítica, nas linhas a seguir.

Com apoio nesse arcabouço teórico inicial, passa-se, então, à evolução do tratamento jurídico conferido no âmbito da CVM ao uso desleal de informação privilegiada, por meio da análise de casos emblemáticos sobre o assunto.

⁹⁵ DAVIDOVICH, *op. cit.*, p. 15 44.

3 EVOLUÇÃO DO TRATAMENTO JURÍDICO DADO À UTILIZAÇÃO DESLEAL DE INFORMAÇÕES PRIVILEGIADAS NO ÂMBITO DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

O presente tópico terá como finalidade o estudo e o desenvolvimento das discussões referidas em quatro precedentes sobre *insider* analisados pela CVM⁹⁶. Não obstante a referência a esses precedentes específicos, durante a preparação do presente trabalho foram analisados todos os precedentes julgados e disponibilizados pela CVM sobre *insider trading*, cujas informações relevantes encontram-se disponibilizadas na tabela do Anexo I.

3.1 Caso Fator e Caso BBA

O caso Fator foi um dos primeiros precedentes relevantes em que a CVM apreciou uma acusação de *insider trading*. E a peculiaridade que o torna um caso singular e exemplar de *insider information* é o fato de que a suposta informação relevante não teria surgido nos negócios da companhia emissora das ações adquiridas com informação privilegiada (COPEL - Companhia Paranaense de Energia), mas sim em grupo que prestava serviços à companhia, o Grupo Fator^{97/98}.

O processo administrativo sancionador foi instaurado com o objetivo de apurar eventual uso de informação privilegiada relacionada ao fato relevante divulgado pela COPEL, em 25.07.01, mediante o qual se dava ciência ao mercado da possível realização de oferta pública de aquisição de ações ordinárias de emissão da companhia.

A concretização de tal oferta pública significaria um ganho expressivo para os titulares de ações ordinárias da COPEL, razão pela qual a publicação do fato relevante divulgando essa possibilidade ocasionou um impacto positivo para a companhia no mercado, com uma

⁹⁶ Para fins de esclarecimento, o autor é sócio fundador do escritório Barbosa Müssnich Aragão, que advogou nos casos Fator, Pactual e Crédit Suisse. Este fato, contudo, em nada influenciou a análise realizada neste capítulo. Além de o autor não ter atuado pessoalmente em nenhum dos referidos casos, o exame que será feito neste capítulo tem como escopo o estudo objetivo dos temas abordados nos precedentes selecionados. Vale esclarecer, ainda, que tendo em vista o caráter eminentemente de direito material dessa dissertação, não serão abordados aspectos processuais relacionados à Lei n.º 9.784/1999 que, por regular o processo administrativo no âmbito da administração pública federal, incide nos casos julgados pela CVM.

⁹⁷ Cf. trecho do voto do Relator Eli Loria no Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ 18/2001, j. 04.11.2004. (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ 18/2001*, julgado em 04 nov. 2004. Rio de Janeiro: CVM, 2004).

⁹⁸ Em razão de ser essa a singularidade do caso, a análise a ser feita nessa dissertação será focada no vazamento da informação ocorrido no âmbito do Grupo Fator, e não nas outras corretoras que igualmente realizaram negociações no período suspeito.

valorização de 14,01% na cotação de suas ações ordinárias, que passaram a ser negociadas a R\$20,51 por lote de mil ações.

Ocorre que, nos 60 dias anteriores a data da divulgação, o volume médio de negociação dos papéis da COPEL aumentou 246%, de R\$ 1.566 mil para R\$ 5.428 mil, razão pela qual a Gerência de Acompanhamento de Mercado 2 (GMA-2) propôs instauração de Inquérito Administrativo para que fosse investigada eventual ocorrência de *insider trading*. Objetivou-se, primeiramente, apurar a data em que a possibilidade de realização da oferta pública teria sido discutida pela primeira vez, e, subsequentemente, separar quais operações foram realizadas antes e depois de tal data⁹⁹.

Assim, a investigação iniciou com o questionamento pela CVM da COPEL, que, por sua vez, informou que, anteriormente à divulgação do fato relevante, apenas alguns profissionais da companhia, representantes do Estado do Paraná e profissionais do Consórcio Diamante (contratado pelo Estado do Paraná para a modelagem da operação de privatização da COPEL)¹⁰⁰ tinham conhecimento acerca da oferta de compra das ações da COPEL a preço superior à sua cotação em bolsa.

Apurou-se que, a partir de julho de 2001, a Fator Projetos e Assessoria S/C Ltda. (integrante do consórcio Diamante) consultou advogados para tratar da aquisição pelo Estado do Paraná de ações pertencentes ao BNDES, a fim de perquirir se haveria, ou não, obrigação de realização de oferta pública para aquisição de demais ações. Em 11 de julho de 2001, depois de constatado que não haveria obrigatoriedade de oferta pública, houve reunião interna na Fator Projetos, da qual participaram seu diretor e dois de seus subordinados, momento no qual, mesmo sem obrigatoriedade legal, surgiu a ideia de realizar oferta pública aos acionistas minoritários da COPEL, nas mesmas condições entre o Estado do Paraná e a BNDESPar¹⁰¹.

Após diversas conferências telefônicas entre os profissionais da Fator e outros integrantes do Consórcio Diamante, chegou-se à conclusão de que a realização espontânea da oferta pública seria vantajosa, sendo, portanto, oficialmente proposta tal ideia à COPEL e ao

⁹⁹ Cf. Relatório do voto do Dir. Eli Loria no Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ 18/2001 (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ 18/2001*, julgado em 04 nov. 2004. Rio de Janeiro: CVM, 2004).

¹⁰⁰ O Consórcio Diamante era integrado por Dresdner Kleinwort Wasserstein do Brasil S/C Ltda., pela Fator Projetos e Assessoria S/C Ltda. e pelo escritório Ulhôa Canto, Rezende e Guerra Advogados.

¹⁰¹ Cf. Relatório do voto do Dir. Eli Loria no Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ 18/2001 (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ 18/2001*, julgado em 04 nov. 2004. Rio de Janeiro: CVM, 2004).

Estado do Paraná, em 18.07.2001; ao BNDESPar, em 20.07.2001; e à CVM, em 24.07.2001, que, por sua vez, orientou a companhia a divulgar o fato relevante¹⁰².

Diante desse cenário, na visão da Comissão de Inquérito, entre 11.07.2001 e 25.07.2001, já havia discussão sobre a realização de uma oferta pública espontânea, de modo a gerar, entre os agentes do Grupo Fator, a convicção de que poderia haver uma realização de oferta pública espontânea. Assim, existindo tal discussão somada ao fato de diversas pessoas e fundos, em sua maioria integrantes ou ligadas ao Grupo Fator, terem realizado vultosas aquisições de ações ordinárias emitidas pela COPEL, justamente no período acima referido, a Comissão de Inquérito passou a investigar as relações existentes entre os comitentes compradores de ações da COPEL¹⁰³.

Após uma análise detidas dos fatos, a Comissão de Inquérito identificou uma rede de disseminação da informação acerca da possível realização da oferta pública por parte da COPEL. Detectou que, mediante a Fator Doria Atherino S/A CV, integrante do Grupo Fator, atuaram clientes, operadores de mesa e fundos de investimentos administrados também pelas empresas do Grupo Fator, efetuando aquisições de ações emitidas pela COPEL após o dia 11 de julho de 2001, sendo que, após a valorização das ações em 25 de julho de 2001, estimou-se os ganhos potenciais dos fundos em mais de R\$ 390 mil¹⁰⁴. Além disso, identificou-se uma concentração de negociações dos papéis da COPEL em outras duas corretoras que seriam inevitavelmente beneficiadas com a confirmação da realização da oferta pública¹⁰⁵.

Por tudo isso, a Comissão de Inquérito imputou a acusação pela infração à Instrução CVM n.º 31/1984, art. 11, parágrafo único a (ao)¹⁰⁶: Fator Projetos e Assessoria S/C Ltda., seu diretor e profissionais a ele subordinados, os quais estiveram presentes na reunião de

¹⁰² Cf. Relatório do voto do Dir. Eli Loria no Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ 18/2001 (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ 18/2001*, julgado em 04 nov. 2004. Rio de Janeiro: CVM, 2004).

¹⁰³ Cf. Relatório do voto do Dir. Eli Loria no Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ 18/2001 (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ 18/2001*, julgado em 04 nov. 2004. Rio de Janeiro: CVM, 2004).

¹⁰⁴ Ganhos potenciais estimados pela Comissão de Inquérito: Plural FIA: R\$ 111.921,27; FMIA CL Plural Setor Energético: R\$ 45.777,18; FMIA CL Plural Jaguar: R\$ 64.846,54; FATOR FEB FMIA CL: R\$ 118.820,00; Fator Brazil Fund: R\$ 48.725,02 (Cf. Voto do Relator Dir. Eli Loria no Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ 18/2001. BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ 18/2001*, julgado em 04 nov. 2004. Rio de Janeiro: CVM, 2004).

¹⁰⁵ Tais negociações foram realizadas por intermédio das corretoras Intra S/A CCV e Hedging Griffio CV S/A. Note-se que a Comissão de Inquérito reconheceu que os indivíduos que realizaram essas negociações mediante tais corretoras mantinham relações seja com clientes seja com operadores de mesa do Grupo Fator (Cf. Relatório do Dir. Eli Loria no Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ 18/2001. BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ 18/2001*, julgado em 04 nov. 2004. Rio de Janeiro: CVM, 2004).

¹⁰⁶ Como referido, além do Grupo Fator, outras corretoras também adquiriram ações da COPEL no período suspeito, às quais também foram imputadas acusações por infração à Instrução CVM n.º 31/1984, art. 11, parágrafo único.

11.07.01 em que se discutiu a possibilidade de realização de oferta pública espontânea, e ao advogado da Fator Empreendimentos que fora consultado sobre a eventual necessidade de realização de oferta pública das ações da COPEL; outros fundos ligados ao Grupo Fator, assim como seus diretores, clientes e operadores de mesa. Por fim, imputou a acusação por infração à Instrução CVM n.º 31/1984, art. 11, parágrafo único, bem como as normas de condutas previstas pela Instrução CVM n.º 306/1999, art. 14, incisos II e IV: ao Banco Fator S/A, a FAR – Fator Administração de Recursos Ltda. e FAR/AS DTVM, assim como aos seus respectivos diretores¹⁰⁷.

A defesa dos acusados que integram o Grupo Fator apontou que a motivação para aquisição de ações ordinárias da COPEL em nada se relacionara com a existência de uma suposta informação privilegiada, mas sim com as expectativas relacionadas às propostas de alteração na legislação societária então em curso, que incluíam o direito ao *tag along* para ações ordinárias. Assim, adotou-se a estratégia de aquisição de ações ordinárias de companhias que, como era de conhecimento público, pudessem ser objeto de alienação de controle acionário, tendo em vista o ganho potencial inerente à propriedade de ações ordinárias.

O Diretor-Relator Eli Loria, porém, refutou os argumentos apresentados pela defesa dos acusados integrantes do Grupo Fator. Isso porque, entendeu que “não foi demonstrado pelos defendentes quais as ações ordinárias de emissão de outras companhias além da Copel que também foram adquiridas – o que seria de se esperar, caso a motivação fosse realmente essa [a mudança legislativa sobre o *tag along*]”¹⁰⁸. Desse modo, por considerar que “o conjunto dos fatos apurados afasta hipótese de mero acaso na coexistência de uma estratégia deliberada de compra de ações Copel ON por parte das carteiras geridas pela Fator Administração de Recursos Ltda., e a atuação de funcionários e diretores da Fator Projetos na discussão da realização de oferta pública voluntária de ações”¹⁰⁹, o Relator concluiu que “esta estratégia de compra de ações Copel ON certamente não foi levada a cabo sem a orientação da direção da Fator Administração de Recursos”¹¹⁰.

Note-se, porém, que o Relator reconheceu que esta estratégia de negociação das ações da COPEL foi orquestrada pelo Fator Administração de Recursos Ltda., cujo diretor

¹⁰⁷ Cf. Relatório do voto do Dir. Eli Loria no Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ 18/2001, j. 04.11.2004. (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ 18/2001*, julgado em 04 nov. 2004. Rio de Janeiro: CVM, 2004).

¹⁰⁸ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ 18/2001*, trecho do voto do Relator Eli Loria, julgado em 04 nov. 2004. Rio de Janeiro: CVM, 2004.

¹⁰⁹ *Idem*.

¹¹⁰ *Idem*.

responsável era o Sr. Walter Appel, a qual se encontrava numa posição de direção e controle em relação à Fator Projetos. Nesse ponto, o Diretor-Relator estabeleceu as diferenças entre as funções de gestão de carteira e de administração de fundos, ressaltando que, para o caso em exame, o que interessa é a decisão de investimento (tomada pelas gestoras), e não as funções relativas à administração de fundos - tais como escrituração, distribuição de cotas e demais atividades correlatas. Com base nisso, votou pela absolvição de todas as imputações formuladas perante FAR Asset Management Ltd., Banco Fator S.A., FAR S.A. DTVM e o Diretor desta última¹¹¹.

O Relator declarou sua plena convicção acerca da ilicitude da conduta de integrantes do Grupo Fator, já que, em sua opinião, para afastar a responsabilidade a eles atribuída, os defendentes deveriam provar não somente a existência de manuais de *compliance* que chegaram a ser apresentados em sede de defesa, mas também a utilização de procedimentos efetivos e suficientes para assegurar o seu cumprimento, os quais deveriam incluir a vedação de negociação com ações de emissão da COPEL por parte dos funcionários do grupo e de fundos de que as pessoas ligadas fossem cotistas, além de aplicação de sanções em caso de descumprimento.

Nas palavras do Relator “nada disso, porém, foi demonstrado pela Defesa, e entendo que um sistema eficiente [de] segregação de funções, o chamado *Chinese Wall*, é imprescindível para qualquer conglomerado que explore atividades potencialmente conflitantes”¹¹².

Os demais Diretores, Norma Parente, Wladimir Castelo Branco e o Presidente Marcelo Trindade, acompanharam o voto do Relator, sendo que o último teceu algumas considerações acerca do caso, ressaltando que um dos pontos jurídicos importantes do processo seria a adequação e o cumprimento das políticas de *Chinese Wall*.

Em seu voto, o Presidente pontuou que o *Chinese Wall* do Grupo Fator teria sido perfeitamente considerado pela CVM, mas teria sido falho, já que não teria funcionado justamente no momento que envolveu uma informação absolutamente relevante. Na ótica do Presidente, num caso destes, o correto seria a elevação do nível de restrição de operação à proibição, ou seja, que fosse passada uma ordem de não operação com papéis da COPEL a todo Grupo Fator. Nas palavras de Marcelo Trindade:

¹¹¹ *Idem*.

¹¹² BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ 18/2001*, trecho do voto do Relator Eli Loria, julgado em 04 nov. 2004. Rio de Janeiro: CVM, 2004.

Chinese Wall não significa, apenas, uma restrição ao fluxo de informação dentro da empresa, ou, ainda uma limitação à atuação da empresa com determinados papéis. Muitas vezes, dependendo da sensibilidade da informação e da gravidade do conflito de interesse, o Chinese Wall adequado equivalerá à proibição de negociar. A partir do momento em que a transação tornou-se pública, com a outorga do mandato para a operação, era preciso que essa proibição fosse estendida a todas as áreas e funcionários do Grupo Fator.

Em alguns casos, quando não se deseja proibir por completo os negócios com determinados papéis, chama-se o operador daqueles papéis para o outro lado do muro, coloca-se a pessoa ‘over the wall’, ou ‘on the other side of the wall’. Tal pessoa (que neste caso seria o senhor Walter Appel) não pode mais operar aquele papel, embora, na mesa, ninguém saiba disso num certo nível de hierarquia, ou embora, até mesmo, a corretora não esteja mais operando em nenhum nível, nos casos mais graves de informação sensível.¹¹³

O fato de não haver um órgão encarregado do *compliance* no Grupo Fator e do sistema vigente no grupo não ter sido capaz de evitar o ocorrido, tendo verificado o fato apenas após sua ocorrência, foram pontos destacados pelo Presidente em seu voto, que se encerrou com um alerta de que a negociação com informação privilegiada não disponível ao mercado – o *insider trading* – inclui-se entre as mais graves infrações em mercado de capitais “exatamente porque o subverte naquilo que tem de mais fundamental, que é a confiança nos agentes e nas informações disponíveis”¹¹⁴.

Os apenados apresentaram recurso ao CRSFN¹¹⁵, que, por maioria de votos, deu provimento aos recursos voluntários interpostos, convalidando em arquivamento a decisão unânime do colegiado da CVM, para absolver a FAR – Fator Administração de Recursos Ltda. e o controlador da *holding* do Grupo Fator e responsável pelas decisões de investimento dos fundos investigados –, de todas as acusações formuladas contra eles¹¹⁶, não obstante manifestação da PGFN pela manutenção integral da decisão recorrida.

Em seu voto, o Conselheiro-Relator Felisberto Bonfim Pereira considerou que havia provas suficientes para a caracterização do ilícito, já que, para ele, “a multiplicidade de elementos (...) levam necessariamente à convicção de que houve posse e utilização indevida de informação privilegiada (...)”¹¹⁷.

No que diz respeito à alegação dos recorrentes de existência de *Chinese Wall* nas empresas do Grupo Fator – prática que estaria estabelecida em seus Manuais de *Compliance* –,

¹¹³ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ 18/2001*, julgado em 04 nov. 2004. Rio de Janeiro: CVM, 2004. Trecho do voto do Presidente Marcelo Trindade.

¹¹⁴ *Idem*.

¹¹⁵ BRASIL. Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. *Recurso n.º 8308*, julgado em 26-27 fev.2008. Brasília: Ministério da Fazenda, CRSFN, 2008.

¹¹⁶ A absolvição dos demais acusados no Processo Administrativo Sancionador CVM n.º 18/01, também decidida unanimemente pelo colegiado da CVM, foi mantida pelo CRSFN ao analisar o recurso de ofício.

¹¹⁷ BRASIL. Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. *Recurso Voluntário n.º 8308*, nos autos do Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ 18/2001, trecho do voto do Relator Felisberto Bonfim Pereira, julgado em 26-27 fev.2008. Brasília: Ministério da Fazenda, CRSFN, 2008.

o Conselheiro-Relator frisou aquilo que já havia sido mencionado no julgamento do processo em primeira instância administrativa, que “evidentemente, a simples previsão normativa interna não pode ser entendida como suficiente para proteger-se da prática ilícita. É fundamental que a norma interna opere consequências. E no caso do Grupo Fator, verificou-se que não”¹¹⁸.

No mesmo sentido se manifestou a Conselheira-Suplente Flávia Hana Masuko Hotta, que iniciou seu voto defendendo a tese de que a prova de acesso à informação relevante também se dá por indícios e ressaltando que o fato de uma prova ser chamada de indireta não lhe retira a credibilidade compartilhada pelas provas diretas¹¹⁹.

Em seguida, com relação à *Chinese Wall*, Flávia Hana Masuko Hotta argumentou que:

24. (...) Chinese Wall existe justamente para se permitir a negociação e não para vedá-la, mas desde que realizada de modo pré determinado na política de negociação, aprovada em momento no qual não exista o fato relevante, ou de maneira que impeça a utilização de informação privilegiada.

25. Existe como forma de prevenção de responsabilização no caso de negociação, valendo como uma prova pré constituída de que não houve a prática de insider trading. Mas a política de negociação deve ser previamente examinada pela CVM e deve atender a requisitos mínimos que visam diminuir o risco de uso de informações privilegiada[s] nas operações, devendo ser nomeado um diretor responsável pela observância de tais procedimentos. Deve haver política de divulgação abrangendo os procedimentos adotados pela companhia para assegurar o sigilo das informações relevantes. E nada disso foi feito!¹²⁰

Porém, para Flávia Hana Masuko Hotta, no caso em questão não teria havido a “adoção efetiva de uma política de *Chinese Wall*”¹²¹, a Conselheira-Suplente, em linha com a manifestação de voto proferida pelo Conselheiro-Relator Felisberto Bonfim Pereira, destacou que não basta a mera afirmação de existência dessa política sem a comprovação de procedimentos efetivos e suficientes para assegurar seu cumprimento, o que não teria acontecido no caso do Grupo Fator, que em sua análise não possuía controles internos

¹¹⁸ *Idem*.

¹¹⁹ Cf. os parágrafos n. 9 e 14 do voto da Conselheira Suplente Flávia Hana Masuko Hotta no Recurso Voluntário n.º 8308, nos autos do Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ 18/2001 (BRASIL. Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. *Recurso n.º 8308*, julgado em 26 27 fev.2008. Brasília: Ministério da Fazenda, CRSFN, 2008).

¹²⁰ BRASIL. Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. *Recurso n.º 8308*, trecho do voto da Conselheira Suplente Flávia Hana Masuko Hotta, julgado em 26 27 fev.2008. Brasília: Ministério da Fazenda, CRSFN, 2008. (Grifos no original).

¹²¹ BRASIL. Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. *Recurso n.º 8308*, parágrafo n. 23, voto da Conselheira Suplente Flávia Hana Masuko Hotta julgado em 26 27 fev.2008. Brasília: Ministério da Fazenda, CRSFN, 2008.

efetivos, razão pela qual tal política não teria passado de “mera ficção”¹²², não sendo capaz, portanto, de servir como contraindício suficiente a elidir a responsabilidade pelo uso de informação privilegiada¹²³.

Já o Conselheiro-Revisor Johan Albino Ribeiro não se convenceu de que tenha havido uso de informação privilegiada. Em sua análise, frisou que o controlador da *holding* do Grupo Fator e responsável pelas decisões de investimento dos fundos investigados não participou diretamente das negociações junto ao consórcio de privatização da COPEL, tratando-se, portanto, de caso de *insider* indireto, em que deve haver uma prova mais efetiva, como foi o entendimento da CVM em relação aos demais acusados.

O Conselheiro-Revisor afastou o entendimento de que houve apropriação e uso de informação privilegiada tanto por Walter Appel quanto por FAR – Fator Administração de Recursos Ltda., mantendo, porém a multa aplicada pela CVM pela falta de diligência na identificação, a tempo, da situação conflituosa com outras empresas do mesmo grupo – falha nos mecanismos de *Chinese Wall*.

O Conselheiro Marco Antônio Martins de Araújo Filho iniciou seu voto ressaltando que grande parte da discussão centrava-se na eficácia ou não de mecanismos de segregação o *Chinese Wall*, mencionou o princípio do *full disclosure* como uma garantia à transparência na divulgação das informações ao mercado e nas relações entre seus participantes, caracterizando-o como um dos requisitos fundamentais para assegurar a confiança do investidor, e da opção legislativa nacional de estabelecimento de regras claras de combate ao *insider trading*, inclusive com sua criminalização¹²⁴. Em seguida dedicou-se a explanação da evolução da atividade financeira e do *Chinese Wall*:

10) Assim, estabeleceu-se nos mercados desenvolvidos um mecanismo de segregação de funções, conhecido como “muralha chinesa” (*Chinese Wall*), no qual se erguem barreiras (políticas internas e espaço físico) separando, em função das atividades e natureza das informações manuseadas, certas áreas. Permite-se, portanto, que outras áreas da mesma instituição ou conglomerado continuem atuando com certa liberdade sem resultar em situações de conflitos de interesse ou utilização de informações privilegiadas que comprometam o mercado de capitais. Trata-se dos procedimentos de segregação de funções e informações (procedimentos de compliance).

¹²² BRASIL. Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. *Recurso n.º 8308*, parágrafo n. 27-28, voto da Conselheira Suplente Flávia Hana Masuko Hotta julgado em 26-27 fev.2008. Brasília: Ministério da Fazenda, CRSFN, 2008.

¹²³ BRASIL. Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. *Recurso n.º 8308*, parágrafo n. 41, voto da Conselheira Suplente Flávia Hana Masuko Hotta julgado em 26-27 fev.2008. Brasília: Ministério da Fazenda, CRSFN, 2008.

¹²⁴ BRASIL. Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. *Recurso n.º 8308*, parágrafo n. 1-6, voto do Conselheiro Marco Antônio Martins de Araújo Filho, julgado em 26-27 fev.2008. Brasília: Ministério da Fazenda, CRSFN, 2008.

11) A utilização destes procedimentos de monitoramento como elemento de defesa às alegações de insider trading é amplamente reconhecida pelos reguladores e legislação nos principais mercados desenvolvidos do mundo.

(...)

13) Isto não é diferente no Brasil onde a CVM reiteradamente reconhece a validade da utilização das regras de segregação de atividades. Esta segregação está prevista, por exemplo, na Instrução CVM 306/99, art. 15 e nas Resoluções do Conselho Monetário Nacional de n.ºs 2451/97 e 2486/98.

(...)

15) Entretanto, não basta a mera existência de regras básicas de compliance. É necessário que haja (i) uma supervisão efetiva das comunicações entre áreas que lidam com informações restritas (sensíveis) e as demais áreas da instituição, (ii) o efetivo monitoramento de operações dos empregados e clientes, e (iii) a utilização de listas restritivas (watch and restricted lists), nas quais as distribuições de relatórios econômicos de empresas (research) e negociações de ações de certas empresas são monitoradas ou mesmo proibidas de serem realizadas pela instituição financeira.¹²⁵

O Conselheiro Marco Antônio Martins de Araújo Filho considerou que a ausência de uma política de *compliance* no Grupo Fator poderia até ter facilitado a ocorrência de *insider trading*, mas afirmou não haver elementos suficientes nos autos aptos à comprovação de que houve negociação de ações motivada por informação privilegiada, o que, segundo seu entendimento, seria necessário para a responsabilização dos acusados.

Já no caso BBA, a investigação por parte da Gerência de Acompanhamento de Mercado-2 da CVM – GMA2 foi iniciada por conta da publicação de diversas reportagens nos meios de comunicação sobre uma possível especulação com ações de emissão da Globo Cabo S.A., em meados de 2002. A referida operação, cujo valor era expressivo (R\$ 1 bilhão), traduzia-se na conversão de debêntures e na integralização em dinheiro de novas ações emitidas, cujo preço foi definido em processo de *bookbuilding* e com base nele foi determinada a quantidade de ações atribuídas aos debenturistas que optaram pela conversão¹²⁶.

Nesse cenário, que envolve um alto valor na capitalização da companhia e um risco de diluição de seus acionistas, as condições em que fosse realizada a operação poderiam influenciar substancialmente o preço dos ativos emitidos pela Globo Cabo já em negociação, razão pela qual a GMA-2 passou a suspeitar que a desvalorização das ações da companhia (código de negociação: PLIM4) decorresse de alguma informação privilegiada relacionada com a operação. Tal suspeita se acentuou ao se constatar que o volume financeiro nas

¹²⁵ BRASIL. Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. *Recurso n.º 8308*, voto do Conselheiro Marco Antônio Martins de Araújo Filho, julgado em 26-27 fev.2008. Brasília: Ministério da Fazenda, CRSFN, 2008.

¹²⁶ BRASIL. Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. *CVM n.º RJ 06/2003*, parágrafo n. 13, voto do Conselheiro Marco Antônio Martins de Araújo Filho, julgado em 14 set. 2005. Brasília: Ministério da Fazenda, CRSFN, 2008.

negociações envolvendo tais ações aumentou consideravelmente às vésperas da comunicação ao mercado da intenção dos controladores de capitalizar a companhia¹²⁷.

Segundo apuração da Comissão de Inquérito, instaurada para investigar o caso, o então Banco BBA Creditanstalt S.A. (atual Banco Itaú-BBA S/A) teria infringido o art. 11 da Instrução CVM n.º 31/1984 ao alienar 2.000.000 de ações de emissão da Globo Cabo às vésperas da divulgação do fato relevante que noticiou uma operação de capitalização da companhia no montante de R\$ 1 bilhão, operação esta que contara com a participação direta do banco na qualidade de assessor financeiro. A Comissão de Inquérito não se convenceu do argumento segundo o qual as vendas se destinaram a cobrir os riscos da oscilação do preço da ação frente às debêntures conversíveis existentes na carteira do banco, isso porque, como as debêntures foram adquiridas em 05.01.00 e neste período o banco sempre alternou compras e vendas de ações PLIM4, não estaria configurada uma estratégia de hedge¹²⁸.

Em suas defesas, os indiciados afirmaram que a alienação das 2.000.000 ações PLIM4 estava calcada em uma estratégia de *delta hedge*, isto é, de neutralização do risco direcional relacionado a ativos de emissão da Globo Cabo, haja vista que o BBA detinha em sua carteira debêntures conversíveis em ações da companhia¹²⁹. A Diretora-Relatora Norma Parente

¹²⁷ BRASIL. Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. *CVM n.º RJ 06/2003*, parágrafo n. 4, relatório da Relatora Norma Parente, julgado em 14 set. 2005. Brasília: Ministério da Fazenda, CRSFN, 2008.

¹²⁸ BRASIL. Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. *CVM n.º RJ 06/2003*, parágrafo n. 39, relatório da Relatora Norma Parente, julgado em 14 set. 2005. Brasília: Ministério da Fazenda, CRSFN, 2008.

¹²⁹ BRASIL. Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. *CVM n.º RJ 06/2003*, parágrafo n. 45, julgado em 14 set. 2005. Brasília: Ministério da Fazenda, CRSFN, 2008, tratando da defesa apresentada pelo Banco Itaú BBA S.A.: “As vendas de ações PLIM4 promovidas pelo BBA não tiveram cunho especulativo, mas, de fato, buscaram compor o delta hedge das debêntures conversíveis e das ações detidas na carteira da instituição; e. A estratégia de delta hedge, conforme exposto em parecer anexado pelo defendente, consiste na montagem de uma carteira insensível, ao menos temporariamente, à variação do preço de mercado causador de risco de perda ou ganho. Para que uma carteira fique completamente imune à variação de preços de mercado, seu delta deve ser zero; f. As debêntures conversíveis são títulos híbridos, pois, além de serem títulos de renda fixa, também apresentam a peculiaridade de embutir um direito de troca por ações da companhia emissora. Essa possibilidade de conversão, a critério do debenturista, se equipara a uma opção de compra de ações; g. Assim como as opções, as debêntures conversíveis possuem um determinado delta, que varia conforme as taxas de juros, tempo restante até o vencimento e, principalmente, o preço do ativo objeto, no caso, ações da Globo Cabo; h. A existência de um delta positivo significa uma posição comprada, que melhora se o preço dos ativos subir e piora se estes preços caírem. Um delta negativo, por outro lado, seria a hipótese inversa – uma posição vendida, cuja melhora está ligada à queda dos preços dos ativos objeto. Se o delta é zero, o ganho que se obtém com os ativos que tenham delta positivo é compensado pela perda naqueles com delta negativo. E vice versa; i. Como as debêntures conversíveis tenderiam a se valorizar conforme se valorizassem as ações PLIM4 (delta positivo), impunha-se reduzir o delta, e uma das formas de fazê-lo, é vender ativos com delta positivo. Daí porque foram alienadas algumas ações PLIM4, que, sendo o próprio ativo objeto, têm necessariamente delta positivo; j. Uma vez que, como se disse, o delta das opções não é fixo, são necessários constantes ajustes para mantê-lo em determinado patamar. Logo, não há fundamento para o argumento da Comissão de Inquérito, no sentido de que a alternância entre compras e vendas é incompatível com a finalidade de hedge; k. Se o banco tivesse a intenção de especular, teria alienado todos os 7.000.000 de ações mutuadas, mas não alienou sequer a metade de tais ações, pois bastariam 2.000.000 de ações para realizar a cobertura do risco direcional; l. Corroborando esse entendimento, deve ser registrado que do total de 7.000.000 de ações tomadas por empréstimo, o banco alienou

considerou que, ao menos no plano teórico, esta estratégia seria plausível¹³⁰. Porém, antes de entrar no mérito da acusação formulada, a Diretora-Relatora Norma Parente teceu alguns comentários acerca da importância dos procedimentos de *Chinese Wall*, que segundo ela, mais uma vez, se provaram absolutamente necessários e que, se tivessem funcionado adequadamente, teriam evitado todo o desgaste do processo¹³¹.

Norma Parente citou uma passagem do voto do Presidente Marcelo Trindade no caso Fator para salientar que, pelo fato de o Banco BBA estar participando da elaboração da operação de capitalização da Globo Cabo, qualquer negociação que fizesse com valores mobiliários de emissão da companhia seria tida como suspeita¹³².

Por esse motivo, a Relatora entendeu que “em nome da cautela, impunha-se que o Banco BBA se abstinhasse de negociar com as ações PLIM4. Afinal, não é prudente desconsiderar o risco de que eventuais informações relevantes de companhias com as quais o Banco mantivesse relação de prestação de serviços fossem escapar aos profissionais encarregados da gestão de sua carteira própria”¹³³.

No caso, segundo alegado pelos defendentes, o BBA até tinha procedimentos internos direcionados ao impedimento de negociação de papéis de companhias relacionadas, mas, como ficou claro, e foi inclusive afirmado pelos próprios indiciados, a negociação com ações PLIM4 decorreu de uma falha no *Chinese Wall* do banco¹³⁴, falha essa que só chegou ao conhecimento do Diretor de Tesouraria dez ou quinze dias depois de ocorrida.

Porém, não obstante a insuficiência dos procedimentos de *Chinese Wall* vigentes no BBA à época dos fatos, a Relatora não vislumbrou qualquer informação que pudesse ser tida como sigilosa no caso em questão, já que, segundo seu entendimento, a divulgação preliminar da operação de capitalização da Globo Cabo já havia sido suficiente para que o mercado absorvesse seus efeitos, tendo a divulgação do fato relevante apenas reforçado algo que já era de domínio público. Sendo a informação de domínio público, não há, por óbvio, como

exatamente a quantidade necessária para atender à estratégia de hedge, devolvendo ao mutuante os restantes 4.000.000 e permanecendo com apenas 750.000 na sua carteira”.

¹³⁰ BRASIL. Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. *CVM n.º RJ 06/2003*, parágrafo n. 24, relatório da Relatora Norma Parente, julgado em 14 set. 2005. Brasília: Ministério da Fazenda, CRSFN, 2008.

¹³¹ BRASIL. Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. *CVM n.º RJ 06/2003*, parágrafo n. 7, relatório da Relatora Norma Parente, julgado em 14 set. 2005. Brasília: Ministério da Fazenda, CRSFN, 2008.

¹³² BRASIL. Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. *CVM n.º RJ 06/2003*, parágrafo n. 8 9, relatório da Relatora Norma Parente, julgado em 14 set. 2005. Brasília: Ministério da Fazenda, CRSFN, 2008.

¹³³ BRASIL. Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. *CVM n.º RJ 06/2003*, parágrafo n. 10, relatório da Relatora Norma Parente, julgado em 14 set. 2005. Brasília: Ministério da Fazenda, CRSFN, 2008.

¹³⁴ Os defendentes explicaram que as ações da Globo Cabo estavam incluídas na lista restrita do BBA, porém, para que essa restrição se tornasse efetiva, impedindo a negociação, os operadores deveriam consultar previamente o setor de backoffice do BBA, o que não teria ocorrido.

considerá-la privilegiada e, portanto, inexistente o primeiro requisito do ilícito de *insider trading*, que é a existência de informação privilegiada.

A Relatora votou pela absolvição dos indiciados, tendo sido acompanhada por todos os demais Diretores, Sergio Weguelin, Wladimir Castelo Branco e o Presidente Marcelo Trindade, sendo que este último fez algumas ressalvas, pontuando as diferenças entre o caso BBA e o caso Fator.

O recurso de ofício interposto perante o CRSFN¹³⁵ teve seu provimento negado pelo Conselheiro-Relator João Cox, considerando a inexistência de informação privilegiada, conforme identificado pela Diretora-Relatora Norma Parente no julgamento do processo na primeira instância administrativa. O voto do Conselheiro-Relator foi acompanhado por todos os demais Conselheiros, sendo mantida a decisão recorrida por seus próprios fundamentos.

3.2 Caso Bahema

No caso Bahema, segundo apuração da Comissão de Inquérito, os acusados teriam adquirido, ou colaborado para que terceiros adquirissem, ações de emissão da Bahema Equipamentos S.A. (Bahema Equipamentos), de posse de informação privilegiada acerca da negociação de alienação do controle da companhia e fechamento de seu capital então em curso.

Bahema Equipamentos era companhia aberta, cujo controle indireto pertencia à família Affonso Ferreira, que o exercia mediante duas sociedades: Capetown Participações Ltda. (Capetown), Bahema S.A. (Bahema) e Bahema Participações S.A. (Bahema Participações).

A partir de 15.08.01 começaram negociações entre a Bahema Equipamentos e a Marcosa S.A. Máquinas e Equipamentos (Marcosa) visando à alienação do controle acionário da primeira para a segunda¹³⁶. Em 30.09.02, a negociação de alienação do controle da companhia e fechamento de seu capital foi divulgada, momento em que as ações ordinárias e preferenciais de sua emissão valorizaram-se, respectivamente, 788% e 150%, propiciando

¹³⁵ BRASIL. Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. *Recurso n.º 7878*, julgado em 13 dez. 2006. Brasília: Ministério da Fazenda, CRSFN, 2008.

¹³⁶ Cf. para mais detalhes sobre todas as etapas das negociações ver BRASIL. Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. *CVM n.º RJ 24/2005*, parágrafo n. 16 33, relatório do voto do Dir. Sergio Weguelin, julgado em 07 out. 2008. Brasília: Ministério da Fazenda, CRSFN, 2008.

ganhos dessa magnitude àqueles que haviam adquirido ações imediatamente antes da mencionada divulgação¹³⁷.

Segundo as informações disponíveis na Bovespa, no período compreendido entre o alegado início das tratativas para alienação do controle da Companhia e a data em que estas tratativas foram divulgadas ao público (isto é, entre 15.08.01 e 30.09.02), as negociações com ações de emissão da Bahema Equipamentos distribuíram-se da seguinte forma: 48,27% das ações preferenciais e 52,21% das ações ordinárias detidas pela comitente compradora Calmaria; 47,08% de ações ordinárias detidas pelo comitente comprador Diretor da Gradual CCVM Ltda. e um dos principais negociadores de ações de emissão da Bahema Equipamentos; 20,13% de ações preferenciais detidas pelo comitente comprador Diretor Presidente e acionista da Bahema Equipamentos e acionista e membro do Conselho de Administração da Bahema; 6,43% de ações preferenciais e 0,39% das ações ordinárias detidas pelo comitente comprador acionista da Bahema Equipamentos e da Bahema, procurador da Bahema Equipamentos e diretor da Bahema e da Bahema Participações; 0,22% de ações preferenciais e 0,31% de ações ordinárias detidas pela promitente compradora acionista da Bahema Equipamentos e Presidente do Conselho de Administração da Bahema; 24,95% de ações preferenciais e 0,01% detidas por outros comitentes compradores¹³⁸. Entre a divulgação da negociação do controle acionário e a véspera do leilão de OPA (ou seja, entre 30.09.02 e 23.10.03), a Arbi Rio adquiriu 58,51% do total de ações ordinárias negociadas e a Cemisa adquiriu 89,80% do total de ações preferenciais¹³⁹.

As três sociedades (Calmaria, Arbi Rio e Cemisa) que adquiriram ações de emissão da Bahema Equipamentos nos períodos referidos realizaram tais aquisições por intermédio da corretora Agenda CCVM Ltda. (Agenda). A Calmaria, porém, foi a única a operar antes da divulgação do fato relevante de 30.09.01, tendo auferido um lucro da ordem de R\$ 785.468,02. Cemisa e Arbi Rio obtiveram, respectivamente, um prejuízo de R\$ 2.622,85 e um lucro da ordem de R\$ 40.885,30¹⁴⁰.

Assim, a Comissão de Inquérito começou investigação para apurar eventual uso de informações privilegiadas pelos comitentes compradores das ações emitidas pela Bahema

¹³⁷ Cf. BRASIL. Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. *CVM n.º RJ 24/2005*, relatório do voto do Dir. Sergio Weguelin, julgado em 07 out. 2008. Brasília: Ministério da Fazenda, CRSFN, 2008.

¹³⁸ Cf. para mais detalhes sobre todas as etapas das negociações ver BRASIL. Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. *CVM n.º RJ 24/2005*, parágrafo n. 34 36, relatório do voto do Dir. Sergio Weguelin, julgado em 07 out. 2008. Brasília: Ministério da Fazenda, CRSFN, 2008.

¹³⁹ Cf. BRASIL. Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. *CVM n.º RJ 24/2005*, relatório do voto do Dir. Sergio Weguelin, julgado em 07 out. 2008. Brasília: Ministério da Fazenda, CRSFN, 2008.

¹⁴⁰ Cf. BRASIL. Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. *CVM n.º RJ 24/2005*, relatório do voto do Dir. Sergio Weguelin, julgado em 07 out. 2008. Brasília: Ministério da Fazenda, CRSFN, 2008.

Equipamentos no período suspeito. Conforme informações obtidas na corretora Agenda, havia uma autorização para que uma pessoa natural pudesse emitir ordens em nome de Calmaria, Cemisa e Arbi Rio, detendo, inclusive, participação nesta última. Além disso, havia contrato de mútuo celebrado entre uma empresa que lhe pertencia e Calmaria, pelo qual dotou a Calmaria de recursos para realização de negócios com ações da Bahema Equipamentos, e foi quitado, segundo informações dessa própria pessoa natural, a partir de recursos obtidos com a venda das referidas ações para a Arbi Rio¹⁴¹.

Após ouvir depoimentos de diretores e conselheiros da Bahema e Bahema Equipamentos, a Comissão de Inquérito apurou que o Conselheiro da Bahema e Diretor da Agenda, tanto pela sua condição de conselheiro quanto pelo seu trânsito livre pelas sociedades controladas pela família de algum dos comitentes compradores (controladora indireta da Bahema Equipamentos), poderia ter conhecimento da alienação do controle da Bahema Equipamentos. Ainda, constatou, conforme depoimentos dos investigados, a existência de relação entre o Conselheiro da Bahema e Diretor da Agenda e a pessoa natural que estava autorizada a emitir ordens em nome de Calmaria, Cemisa e Arbi Rio¹⁴².

Diante desse cenário, a Comissão de Inquérito concluiu que as compras de ações da Bahema Equipamentos em nome da Calmaria, em datas anteriores à divulgação do Fato relevante (30.09.2002), foram realizadas por ingerência da pessoa natural que estava autorizada a emitir ordens em nome de Calmaria, Cemisa e Arbi Rio, que teria sido informada sobre a alienação do controle da Bahema pelo Conselheiro da Bahema e Diretor da Agenda CCVM. Além disso, afirmou que o sócio gerente da Calmaria, havia contribuído para a realização dessas negociações¹⁴³.

No âmbito da controladora indireta da Bahema Equipamentos, restou demonstrado que três acionistas e administradores da Bahema Equipamentos e da Bahema negociaram com ações ordinárias de emissão da Bahema Equipamentos durante o período suspeito. Na visão da Comissão de Inquérito, por figurarem como acionistas e integrantes de administração da Bahema Equipamentos, tais integrantes da controladora indireta da Bahema Equipamentos teriam tido acesso direto às informações da alienação de controle daquela sociedade¹⁴⁴.

¹⁴¹ Cf. BRASIL. Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. *CVM n.º RJ 24/2005*, relatório do voto do Dir. Sergio Weguelin, julgado em 07 out. 2008. Brasília: Ministério da Fazenda, CRSFN, 2008.

¹⁴² Cf. BRASIL. Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. *CVM n.º RJ 24/2005*, relatório do voto do Dir. Sergio Weguelin, julgado em 07 out. 2008. Brasília: Ministério da Fazenda, CRSFN, 2008.

¹⁴³ Cf. BRASIL. Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. *CVM n.º RJ 24/2005*, parágrafo n. 14, “i”, relatório do voto do Dir. Sergio Weguelin, julgado em 07 out. 2008. Brasília: Ministério da Fazenda, CRSFN, 2008.

¹⁴⁴ Cf. BRASIL. Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. *CVM n.º RJ 24/2005*, relatório do voto do Dir. Sergio Weguelin, julgado em 07 out. 2008. Brasília: Ministério da Fazenda, CRSFN, 2008.

Dois dos acionistas e administradores da Bahema Equipamentos e da Bahema declararam que, no momento das aquisições de ações de emissão da Bahema Equipamentos, a negociação entre essa e a Marcosa estava suspensa¹⁴⁵. No mesmo sentido, a outra acionista e administradora das companhias negou ter adquirido ações de emissão da Bahema Equipamentos durante o período em que a Companhia estava sendo avaliada. O Diretor Presidente e acionista da Bahema Equipamentos argumentou que, desde 1975, sempre adquiriu ações do grupo Bahema. Porém, a Comissão de Inquérito averiguou que entre 01.01.98 e 31.12.00 não foi realizada sequer uma aquisição de ações do grupo Bahema pelo investigado.

Por todas essas razões, a Comissão de Inquérito concluiu que os três acionistas e administradores da Bahema Equipamentos e da Bahema referidos deveriam ser responsabilizados pelo descumprimento dos arts. 10 e 11 da Instrução CVM n.º 31/1984, em razão das aquisições referidas; e pelo descumprimento do § 1º do art. 155 da Lei das S.A., por terem se utilizado de informação privilegiada para obter vantagem em negociação de valores mobiliários. Especificamente em relação ao Diretor Presidente e acionista da Bahema Equipamentos, a Comissão considerou que, ao comprar ações preferenciais da Bahema Equipamentos em 16.05.02, deveria ser responsabilizado pelo descumprimento do disposto no *caput* do art. 13 da Instrução CVM n.º 358/2002, pelo fato de ter negociado valores mobiliários de companhia da qual era acionista controlador antes da divulgação de Fato Relevante¹⁴⁶.

Por fim, a Comissão investigou eventuais relações entre pessoas relacionadas à Bahema e o comitente Diretor da Gradual CCVM Ltda., que havia adquirido 12.006.000 ações ordinárias entre 31.07.02 e 06.08.02, tendo com a venda das respectivas ações entre 11.02.03 e 24.10.03 um lucro bruto de R\$ 467.739,70. Concluiu que o referido investigado

¹⁴⁵ Cf. BRASIL. Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. *CVM n.º RJ 24/2005*, parágrafo n. 16 33, relatório do voto do Dir. Sergio Weguelin, julgado em 07 out. 2008. Brasília: Ministério da Fazenda, CRSFN, 2008. As negociações para compra pela Marcosa do controle da Bahema Equipamentos começaram em uma reunião no dia 15.08.01. Após tal reunião, começaram análises de valores de ações da Bahema Equipamentos feitas por Marcosa assim como se sucederam reuniões entre as partes contratantes. Contudo, por volta de fevereiro de 2002, Carlos Eduardo Affonso Ferreira informou que não gostaria de deixar de representar comercialmente a Caterpillar e que também estaria disposto a fazer uma oferta para a compra das ações da Marcosa, bem como das ações de controle da Bahema Equipamentos pertencentes aos demais membros da família Ferreira. Mesmo assim, a Marcosa continuou a analisar a Bahema Equipamentos, assim como disponibilizou seus dados para Carlos Eduardo Affonso Ferreira, de modo a lhe permitir a elaboração de proposta para compra das ações da companhia. Após, no final de julho de 2002, foram retomadas as negociações entre a Marcosa e a família Ferreira, a partir de um posicionamento definitivo de Carlos Eduardo Affonso Ferreira de que estaria disposto a vender as suas ações, juntamente com os demais integrantes da família.

¹⁴⁶ Cf. BRASIL. Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. *CVM n.º RJ 24/2005*, relatório do voto do Dir. Sergio Weguelin, julgado em 07 out. 2008. Brasília: Ministério da Fazenda, CRSFN, 2008.

mantinha relações de amizade com um Conselheiro da Bahema e amigo da família da controladora indireta da Bahema Equipamentos ¹⁴⁷.

O Diretor Presidente e acionista da Bahema Equipamentos afirmou que, por volta de julho ou agosto de 2002, consultou esse conselheiro quanto à aquisição da participação de outros sócios da Bahema Equipamentos, momento no qual aquele teve ciência de que a controladora indireta da Bahema Equipamentos estava em discussão com a Marcosa para a venda da Bahema Equipamentos.

Em virtude desses fatos, a Comissão de Inquérito entendeu que o Conselheiro da Bahema e amigo da família da controladora indireta da Bahema Equipamentos transmitiu estas informações ao Diretor da Gradual CCVM Ltda., o que propiciou a realização das operações acima identificadas. Teria restado configurada, assim, a violação ao § 4º do art. 155 da Lei das S.A. e do §1º do art. 13 da Instrução CVM n.º 358/2002 por parte do Diretor da Gradual CCVM Ltda.; e violação ao art. 8º da Instrução CVM n.º 358/2002 e aos §§ 1º e 4º do art. 155 da Lei das S.A. por parte do referido conselheiro da Bahema ¹⁴⁸.

Os indiciados se defenderam alegando, primordialmente, que a acusação teria sido baseada em indícios frágeis, meras suposições e ilações desprovidas de qualquer suporte probatório.

O Diretor-Relator Sergio Weguelin, porém, considerou tais afirmações um exagero, ressaltando que, embora a acusação estivesse baseada em um conjunto probatório cuja suficiência dependia de um juízo subjetivo do julgador, não haveria nenhum problema nisso:

6. A esse respeito, lembro, desde logo, que a lei não exige que o convencimento do julgador esteja amparado por uma demonstração absoluta e inquestionável dos fatos, com provas apontando univocamente na mesma direção. Ao contrário, vigora no Brasil o princípio do livre convencimento motivado, segundo o qual o juiz pode apreciar livremente os elementos probatórios do processo, devendo, no entanto, fundamentar a formação de seu convencimento.

7. É possível, portanto, que haja provas contraditórias entre si, sem que isto impeça o julgador de formar sua convicção de um ou outro sentido, a depender do valor que atribua a cada uma destas provas. E ao falar em provas também me refiro às provas indiretas, isto é aos elementos que por si só sejam conhecidos e irrelevantes, mas que em conjunto autorizem a presunção quanto aos fatos desconhecidos e relevantes.

8. Isso é importante porque em se tratando de “insider trading”, em que via de regra é necessário demonstrar que o agente detinha conhecimento da informação relevante, a prova definitiva e irrefutável do ilícito será praticamente impossível, exceto na hipótese de confissão por parte do acusado.

9. Evidentemente, não se quer com isso negar a importância de um suporte probatório adequado das imputações, nem deixar de reconhecer que, diante de uma

¹⁴⁷ Cf. BRASIL. Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. *CVM n.º RJ 24/2005*, relatório do voto do Dir. Sergio Weguelin, julgado em 07 out. 2008. Brasília: Ministério da Fazenda, CRSFN, 2008.

¹⁴⁸ Cf. BRASIL. Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. *CVM n.º RJ 24/2005*, relatório do voto do Dir. Sergio Weguelin, julgado em 07 out. 2008. Brasília: Ministério da Fazenda, CRSFN, 2008.

dúvida razoável sobre os fatos, impõe-se a absolvição dos defendentes. Aqui se está apenas a lembrar que a fronteira entre os fatos comprovados e as meras especulações não é demarcada de forma objetiva, mas sim pela análise, subjetiva porém fundamentada, do julgador.¹⁴⁹

Com base nesses fundamentos, o Relator passou a fazer então a análise da conduta de cada um dos acusados.

Em relação à controladora indireta da Bahema Equipamentos, o Relator aceitou a tese de defesa de que não havia informação relevante no período compreendido entre agosto de 2001 e julho de 2002, já que teria havido uma interrupção das negociações entre a Marcosa e a Bahema, gerando uma indefinição que teria perdurado até julho de 2002, época em que as negociações foram retomadas de forma concreta. Portanto, não havendo informação relevante até então, não havia como alegar que os acusados tivessem se utilizado dela indevidamente¹⁵⁰.

No que diz respeito ao Conselheiro da Bahema e amigo da família da controladora indireta da Bahema Equipamentos, o Relator considerou que os elementos dos autos permitiam concluir que em julho de 2002 já havia uma informação concreta (que ia além de mera especulação) e inegavelmente relevante, informação essa que teria chegado ao conhecimento do Conselheiro¹⁵¹. Porém, no que diz respeito à transmissão da informação ao Diretor da Gradual CCVM Ltda., o Relator discordou da Comissão de Inquérito por considerar que o único fato de eles serem amigos não seria elemento suficiente para permitir tal conclusão¹⁵².

O Relator aplicou ao Conselheiro da Bahema e Diretor da Agenda as mesmas observações feitas ao Conselheiro da Bahema e amigo da controladora indireta da Bahema Equipamentos, considerando inverossímil sua alegação de que não tinha conhecimento das negociações¹⁵³, mas entendendo não haver prova suficiente de que o defendente tenha repassado a informação a um terceiro, no caso, a pessoa natural que estava autorizada a emitir

¹⁴⁹ BRASIL. Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. *CVM n.º RJ 24/2005*, relatório do voto do Dir. Sergio Weguelin, julgado em 07 out. 2008. Brasília: Ministério da Fazenda, CRSFN, 2008.

¹⁵⁰ Cf. BRASIL. Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. *CVM n.º RJ 24/2005*, parágrafo n. 28, , relatório do voto do Dir. Sergio Weguelin, julgado em 07 out. 2008. Brasília: Ministério da Fazenda, CRSFN, 2008.

¹⁵¹ Cf. BRASIL. Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. *CVM n.º RJ 24/2005*, parágrafo n. 42, relatório do voto do Dir. Sergio Weguelin, julgado em 07 out. 2008. Brasília: Ministério da Fazenda, CRSFN, 2008.

¹⁵² Cf. BRASIL. Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. *CVM n.º RJ 24/2005*, parágrafo n. 43, relatório do voto do Dir. Sergio Weguelin, julgado em 07 out. 2008. Brasília: Ministério da Fazenda, CRSFN, 2008.

¹⁵³ Cf. BRASIL. Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. *CVM n.º RJ 24/2005*, parágrafo n. 59, , relatório do voto do Dir. Sergio Weguelin, julgado em 07 out. 2008. Brasília: Ministério da Fazenda, CRSFN, 2008.

ordens em nome de Calmaria, Cemisa e Arbi Rio, o que, para o Relator, não significa que ele não possa ter obtido essa informação de alguma outra forma¹⁵⁴.

Passando então à análise da conduta da pessoa natural que estava autorizada a emitir ordens em nome de Calmaria, Cemisa e Arbi Rio, do sócio gerente da Calmaria e da Calmaria, o Relator concluiu de forma distinta da dos outros defendentes, ao considerar que os indícios de irregularidades seriam, no caso desses defendentes, mais contundentes que no caso daqueles. Para o Relator, as justificativas apresentadas foram inverossímeis e, além disso, o uso da Calmaria para camuflar a pessoa natural que estava autorizada a emitir ordens em nome de Calmaria, Cemisa e Arbi Rio, a real beneficiária das operações, constituiria forte indício da ilicitude das operações¹⁵⁵.

Faltava, porém, a caracterização do elo entre a pessoa natural que estava autorizada a emitir ordens em nome de Calmaria, Cemisa e Arbi Rio e a informação privilegiada, uma vez que o Relator considerava frágil, para fins probatórios, a mera relação de amizade entre o acusado e o Conselheiro da Bahema e Diretor da Agenda¹⁵⁶.

Esse ponto merece especial atenção, pois foi aqui que o Relator respaldado, logicamente, pelos demais Diretores que acompanharam seu entendimento modificou o entendimento da CVM para permitir a configuração de uso indevido de informação privilegiada sem que se demonstre de que modo a informação foi acessada.

Conforme bem apontado pelo Relator¹⁵⁷, prevalecia na doutrina e nos precedentes da CVM o entendimento de que os *insiders* se subdividem em primários e secundários. Os primários exercem funções de administração da companhia e, por esse motivo, o conhecimento de informações relevantes por parte deles é presumido de forma relativa i.e. admite-se prova em contrário. Já no caso dos secundários, ou de mercado, também conhecidos como *tippees*, que recebem informações de terceiros, o conhecimento de informações relevantes precisa ser provado.

¹⁵⁴ Cf. BRASIL. Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. *CVM n.º RJ 24/2005*, parágrafo n. 63, relatório do voto do Dir. Sergio Weguelin, julgado em 07 out. 2008. Brasília: Ministério da Fazenda, CRSFN, 2008.

¹⁵⁵ Cf. BRASIL. Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. *CVM n.º RJ 24/2005*, parágrafo n. 70, relatório do voto do Dir. Sergio Weguelin, julgado em 07 out. 2008. Brasília: Ministério da Fazenda, CRSFN, 2008.

¹⁵⁶ Cf. BRASIL. Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. *CVM n.º RJ 24/2005*, parágrafo n. 80, relatório do voto do Dir. Sergio Weguelin, julgado em 07 out. 2008. Brasília: Ministério da Fazenda, CRSFN, 2008.

¹⁵⁷ Cf. BRASIL. Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. *CVM n.º RJ 24/2005*, parágrafo n. 83, relatório do voto do Dir. Sergio Weguelin, julgado em 07 out. 2008. Brasília: Ministério da Fazenda, CRSFN, 2008.

A pessoa natural autorizada a emitir ordens em nome de Calmaria, Cemisa e Arbi Rio não exercia qualquer cargo na administração Bahema, razão pela qual se enquadrava na categoria dos *insiders* de mercado, sendo portanto necessária, pelo menos *a priori*, constituição de prova de seu acesso à informação privilegiada. Mas o Relator propôs aqui uma perigosa inovação em relação aos precedentes da CVM¹⁵⁸, esclarecendo, entretanto, que:

85. Não pretendo negar este entendimento. Mas, a meu ver, esta prova pode ser extraída das características da operação e da existência de um mecanismo que obscurece seu beneficiário final. Isto, por si só, prova que houve acesso à informação, ainda que se desconheça como os defendentes chegaram a tal informação.

86. Isto reconheça se representa uma inovação em relação aos precedentes da CVM envolvendo “insider trading”, nos quais as operações em condições suspeitas não foram consideradas provas do uso de informação privilegiada. Sempre se procurou demonstrar o meio de acesso (relações fiduciárias, profissionais, comerciais, etc.) entre a informação e quem dela se aproveitou.

87. Como investigações sobre fatos similares a estes já ocorreram em muito maior número no mercado americano, busquei analisar os precedentes da Securities and Exchange Commission e eles vão no mesmo sentido.

(...)

102. O entendimento que prevaleceu nestes casos, a meu juízo, reflete a percepção de que não é necessário demonstrar toda a dinâmica dos fatos irregulares, desde que de possa assegurar sua ocorrência.¹⁵⁹

O Relator encerrou seu voto propondo a responsabilização da pessoa natural que estava autorizada a emitir ordens em nome de Calmaria, Cemisa e Arbi Rio e do sócio gerente da Calmaria pelos motivos acima expostos, e a absolvição dos demais indiciados, inclusive a Calmaria, que foi mero instrumento utilizado em benefício da referida pessoa natural e do sócio gerente da Calmaria.

O Diretor Eli Loria manifestou sua concordância com inúmeros pontos do voto do Relator, discordando apenas quanto à absolvição dos demais acusados.

Para o Diretor Eli Loria, já em 15.08.2001 foi realizada reunião para início da negociação entre a Bahema e Marcosa, e no período compreendido entre essa primeira reunião e a data de publicação do fato relevante de 30.09.2002, dando ciência ao mercado do início das tratativas entre a Bahema e a Marcosa, alguns acionistas e administradores da Bahema Equipamentos e da Bahema adquiriram ações ordinárias e preferenciais de emissão da Bahema em descumprimento à vedação imposta pela regulamentação.

¹⁵⁸ Cf. BRASIL. Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. *CVM n.º RJ 24/2005*, parágrafo n. 86, relatório do voto do Dir. Sergio Weguelin, julgado em 07 out. 2008. Brasília: Ministério da Fazenda, CRSFN, 2008.

¹⁵⁹ BRASIL. Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. *CVM n.º RJ 24/2005*, parágrafo n. 28, trecho do voto do Relator Sergio Weguelin, julgado em 07 out. 2008. Brasília: Ministério da Fazenda, CRSFN, 2008.

E em relação ao Conselheiro da Bahema e amigo da família da controladora indireta da Bahema Equipamentos e ao Conselheiro da Bahema e Diretor da Agenda, o Diretor, baseando-se nas provas apontadas pela Comissão de Inquérito, votou pela responsabilização de ambos os acusados.

Já o Diretor Marcos Barbosa Pinto: (i) acompanhou o Diretor Sergio Weguelin nas condenações da pessoa natural que estava autorizada a emitir ordens em nome de Calmaria, Cemisa e Arbi Rio e do sócio gerente da Calmaria; (ii) acompanhou o Diretor Eli Loria nas condenações de um dos acionistas e administradores da Bahema Equipamentos e da Bahema, do Conselheiro da Bahema e amigo da família da controladora indireta da Bahema Equipamentos e do Conselheiro da Bahema e Diretor da Agenda; mas (iii) propôs a absolvição dos outros dois acionistas e administradores da Bahema Equipamentos e da Bahema; e (iv) a condenação da Calmaria.

O Diretor afirmou estar convencido de que os outros dois acionistas e administradores da Bahema Equipamentos e da Bahema não negociaram com o intuito de obter vantagem para si ou para outrem, pois as compras em questão envolveram valores relativamente baixos para ambos e, especificamente em relação à um deles, a compra realizada teve finalidade específica de adquirir ações de um irmão que precisava alienar suas ações¹⁶⁰.

Para o Diretor, os motivos que levaram à absolvição dos dois acionistas e administradores da Bahema Equipamentos e da Bahema não aproveitam ao outro acionista e administrador, do que resulta a absolvição daqueles e a condenação deste¹⁶¹.

Já em relação à Calmaria, o Diretor considerou que ela poderia sim ser responsabilizada, já que pessoa jurídica é um sujeito de direitos e deveres, seu patrimônio não se confunde com o de seus sócios e as penalidades a ela impostas expressam desaprovação apenas sobre sua conduta, sendo, portanto, juridicamente irrelevante para sua condenação ou absolvição, a identificação de seus sócios.

A Diretora-Presidente Maria Helena Santana acompanhou o voto do Diretor Marcos Pinto.

Em sede de Recurso no CRSFN, o Conselheiro-Relator Marcos Davidovich proferiu seu voto focando, inicialmente, na discussão do momento em que um fato torna-se material a ponto de impedir que os controladores, detentores da informação, operem com ações de emissão das companhias envolvidas, concluindo, no caso Bahema, que a materialidade do fato

¹⁶⁰ Cf. BRASIL. Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. *CVM n.º RJ 24/2005*, item 2.1, voto do Dir. Marcos Barbosa Pinto, julgado em 07 out. 2008. Brasília: Ministério da Fazenda, CRSFN, 2008.

¹⁶¹ Cf. BRASIL. Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. *CVM n.º RJ 24/2005*, item 2.12, voto do Dir. Marcos Barbosa Pinto, julgado em 07 out. 2008. Brasília: Ministério da Fazenda, CRSFN, 2008.

se concretizou a partir da reunião de 15.08.2001, data em que foi realizada a primeira reunião entre representantes da Bahema e Marcosa¹⁶².

Porém, apesar de as operações de dois dos acionistas e administradores da Bahema Equipamentos e da Bahema terem sido realizadas após a referida reunião e antes da divulgação do fato relevante, o Conselheiro-Relator destacou que à época vigia o art. 10 da Instrução CVM n.º 31/1984, que exigia a intenção de obter vantagem para si ou para terceiro o elemento subjetivo¹⁶³. Partindo então para essa análise, Marcos Davidovich considerou que havia, no processo, contraindícios suficientemente fortes para afastar o elemento intencional de ambos, concluindo pela absolvição deles¹⁶⁴.

Com relação à pessoa natural que estava autorizada a emitir ordens em nome de Calmaria, Cemisa e Arbi Rio, o Relator entendeu que existiam indícios fortes e convergentes que permitiam concluir pela sua atuação irregular, com o uso da Calmaria como interposta pessoa no intuito de encobrir a atuação daquele que detinha seu controle de fato¹⁶⁵. Pontuou ainda a atipicidade das operações e a inverossimilhança dos argumentos trazidos pelo recorrente¹⁶⁶.

E no que diz respeito ao sócio gerente da Calmaria, o Conselheiro-Relator considerou que restou demonstrada, por meio de evidências firmes, a atuação conjunta dele com a pessoa natural que estava autorizada a emitir ordens em nome de Calmaria, Cemisa e Arbi Rio¹⁶⁷.

Da mesma forma, o Relator também considerou que restou demonstrada a quebra do dever de sigilo do Conselheiro da Bahema e Diretor da Agenda por meio de indícios suficientemente fortes para sua responsabilização¹⁶⁸.

¹⁶² Cf. BRASIL. Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. *CVM n.º RJ 24/2005*, parágrafo 41, do voto do Conselheiro Marcos Davidovich no Recurso n.º 12358, julgado em 07 out. 2008. Brasília: Ministério da Fazenda, CRSFN, 2008.

¹⁶³ Cf. BRASIL. Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. *CVM n.º RJ 24/2005*, parágrafo 44, do voto do Conselheiro Marcos Davidovich no Recurso n.º 12358, julgado em 07 out. 2008. Brasília: Ministério da Fazenda, CRSFN, 2008.

¹⁶⁴ Cf. BRASIL. Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. *CVM n.º RJ 24/2005*, parágrafo 47 48, do voto do Conselheiro Marcos Davidovich no Recurso n.º 12358, julgado em 07 out. 2008. Brasília: Ministério da Fazenda, CRSFN, 2008.

¹⁶⁵ Cf. BRASIL. Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. *CVM n.º RJ 24/2005*, parágrafo 60, do voto do Conselheiro Marcos Davidovich no Recurso n.º 12358, julgado em 07 out. 2008. Brasília: Ministério da Fazenda, CRSFN, 2008.

¹⁶⁶ Cf. BRASIL. Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. *CVM n.º RJ 24/2005*, parágrafo 62 63, do voto do Conselheiro Marcos Davidovich no Recurso n.º 12358, julgado em 07 out. 2008. Brasília: Ministério da Fazenda, CRSFN, 2008.

¹⁶⁷ Cf. BRASIL. Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. *CVM n.º RJ 24/2005*, parágrafo 67, do voto do Conselheiro Marcos Davidovich no Recurso n.º 12358, julgado em 07 out. 2008. Brasília: Ministério da Fazenda, CRSFN, 2008.

¹⁶⁸ Cf. BRASIL. Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. *CVM n.º RJ 24/2005*, parágrafo 78, do voto do Conselheiro Marcos Davidovich no Recurso n.º 12358, julgado em 07 out. 2008. Brasília: Ministério da Fazenda, CRSFN, 2008.

E por fim, também com base em conjunto de indícios considerados fortes e convergentes, o Conselheiro-Relator entendeu que a fonte da informação teria sido o Conselheiro da Bahema e amigo da família da controladora indireta da Bahema Equipamentos¹⁶⁹.

Todos os demais Conselheiros acompanharam o voto do Relator para negar provimento aos recursos voluntários e de ofício interpostos, mantendo, na íntegra, a decisão da CVM.

3.3 Caso Crédit Suisse

Historicamente, como se viu nos casos discutidos acima, a CVM analisou a ocorrência do ilícito de *insider trading* com base na observação cumulativa de três requisitos necessários: (i) a existência de informação privilegiada; (ii) o acesso à informação privilegiada pela pessoa que veio a negociar; e (iii) a intenção dessa mesma pessoa de negociar tirando proveito da informação privilegiada que detinha.

Ao analisar o termo em que a Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários (SMI) acusava o Crédit Suisse Internacional e o Fundo Crédit Suisse Carteira Própria de uso indevido de informação privilegiada com respeito à venda da Terna Brasil à Companhia Energética de Minas Gerais (Cemig), contudo, a CVM desviou-se daquele seu modo de analisar os casos de *insider trading*. Houve, neste caso, uma perigosa atenuação da necessidade de se provar cabalmente o *acesso à informação especificamente por quem veio a negociar*, o que se deu com base no transplante inadequado de um instituto do direito estrangeiro conhecido como *corporate mind*, como se discutirá em tópico específico mais à frente.

Os fatos do caso dão conta de que, em 9 de abril de 2009, o Crédit Suisse Europa foi contratado pela Terna Itália para emitir uma *fairness opinion* acerca da venda pela Terna Itália do controle de sua controlada brasileira, a Terna Brasil, à Cemig. Já no dia 13 de abril de 2009, integrantes do Banco Crédit Suisse Brasil — incluindo, seu vice-presidente, um diretor e um analista — participaram de uma reunião nas dependências da Terna Brasil, com representantes da Terna Itália, para discutir aquela *fairness opinion*. Em 15 de abril do mesmo

¹⁶⁹ Cf. BRASIL. Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. CVM n.º RJ 24/2005, parágrafo 93, do voto do Conselheiro Marcos Davidovich no Recurso n.º 12358, julgado em 07 out. 2008. Brasília: Ministério da Fazenda, CRSFN, 2008.

ano, o Fundo Crédit Suisse Carteira Própria e o Crédit Suisse Internacional começaram a adquirir *units* da Terna Brasil.

Ocorre que a Terna Brasil, somente no dia 23 de abril de 2009, divulgou fato relevante dando ciência da aquisição de seu controle pela Cemig, operação que daria ensejo a *tag along* para os acionistas remanescentes da Terna Brasil. Em razão de disposição estatutária, o *tag along* corresponderia ao preço integral por ação pago à Terna Itália, que embutia prêmio substancial sobre o valor de mercado.

A Comissão de Inquérito, por sua vez, constatou que houve um aumento significativo do volume negociado das ações de emissão da Terna Brasil em período suspeito. Num primeiro momento, entre os dias 15 e 20 de abril de 2009, o aumento de volume foi relativamente menor e não foi acompanhado de oscilação expressiva na cotação das ações. Em seguida, porém, especialmente no dia 22 de abril de 2009, houve aumento substancial de volume e valorização das ações.

Com base nesses fatos e nos lucros obtidos pelo Fundo Crédit Suisse Carteira Própria e pelo Crédit Suisse Internacional com a elevação de preço provocada pela divulgação, pela Terna Brasil, da aquisição de seu controle pela Cemig, a SMI pressupôs que o Fundo Crédit Suisse Carteira Própria e o Crédit Suisse Internacional teriam cometido o delito de *insider trading*.

Quanto a estes fatos, é importante acentuar duas questões primordiais¹⁷⁰. A primeira é que não foi produzida *nenhuma prova* nos autos de que o Fundo Crédit Suisse Carteira Própria e o Crédit Suisse Internacional entidades que, de fato, vieram a negociar *units* na operação ou de que seus respectivos administradores ou gestores tenham tido acesso a qualquer informação privilegiada a respeito da venda de controle da Terna Brasil. Isto é, ao contrário do que exige o direito administrativo sancionador, com base inclusive em precedentes do colegiado da CVM tratando justamente de casos de *insider trading* já estudados acima, a SMI simplesmente e, de forma equivocada, *presumiu* e não cabalmente *provou* que todas as entidades do grupo Crédit Suisse tiveram ciência antecipada a informações privilegiadas sobre a operação subjacente ao caso. Em consequência dessa indevida presunção, é importante ainda destacar que a SMI tratou todas as entidades do grupo

¹⁷⁰ Além dessas questões consideradas para os fins dessa dissertação primordiais, registra-se que a defesa alegou também que: (i) a venda do controle da Terna Brasil já era de conhecimento público em 15 de abril de 2009, por notícias divulgadas pela imprensa em fevereiro, março e abril que informavam que a Terna Itália poderia vender o controle da Terna Brasil; (ii) a compra de ações da Terna Brasil não foi a primeira vez em que os acusados, sem histórico recente de investimento em uma ação, passaram a adquiri-las em volumes expressivos, após identificar oportunidades pontuais (Cf. BRASIL. Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. CVM n.º RJ 2009/13459, parágrafo 14-16, julgado em 07 nov. 2010. Brasília: Ministério da Fazenda, CRSFN, 2010).

Crédit Suisse como se fossem uma só, desconsiderando que são pessoas jurídicas claramente distintas: o Crédit Suisse Europa, contratado para elaborar a *fairness opinion*, que não se confundia com o Fundo Crédit Suisse Carteira Própria nem com o Crédit Suisse Internacional, que de fato participaram da operação.

Apesar de tais esclarecimentos destacados pela defesa, em voto proferido em 30 de novembro de 2010, o Diretor Alexsandro Broedel Lopes, unanimemente acompanhado pelos demais Diretores que participaram da Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ 2009/13459, decidiu que houve violação ao art. 155, §4º, da Lei das S.A., assim como ao art. 13, §1º, da Instrução CVM n.º 358/2002, e, assim, aplicou ao Fundo Crédit Suisse Carteira Própria e ao Crédit Suisse Internacional multa pecuniária correspondente a três vezes o valor que considerou correspondente ao lucro que cada uma obteve com as respectivas operações.

Apesar de decidir pela condenação, o próprio Diretor deixa claro em seu voto que prova cabal só havia de que o Banco Crédit Suisse Brasil detinha informações privilegiadas.¹⁷¹ Tanto que logo em seguida, na linha do que fez o SMI em seu termo de acusação, o Diretor reafirma a mera *presunção* de que o Fundo Crédit Suisse Carteira Própria, gerido pelo Banco Crédit Suisse Brasil, também teria acesso à informação.¹⁷²

E quanto ao Crédit Suisse Internacional, em suas próprias palavras, “os autos não contêm prova direta de que o Crédit Internacional teve acesso à informação privilegiada. Mas existem evidências que confirmam que esse realmente foi o caso”¹⁷³. E assim o Diretor-Relator continuou, desconsiderando as diversas personalidades jurídicas, generalizando-as simplesmente por pertencerem ao mesmo grupo econômico:

Com efeito, diante de um conjunto de provas a indicar que uma instituição ou um grupo econômico não abriu mão de negociar com as ações de uma companhia mesmo tendo acesso a informações privilegiadas, não se pode admitir o argumento do Chinese Wall, sem que essa alegação venha acompanhada da prova que, na prática, a segregação de atividades e informações entre as áreas preveniu o uso indevido dessas mesmas informações privilegiadas.¹⁷⁴

Já em sede do Recurso n.º 13264, apresentado ao CRSFN, novamente veio a ser

¹⁷¹ Cf. BRASIL. Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. CVM n.º RJ 2009/13459, parágrafo 4, voto do Relator Alexsandro Broedel, julgado em 07 nov. 2010. Brasília: Ministério da Fazenda, CRSFN, 2010.

¹⁷² Cf. Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. CVM n.º RJ 2009/13459, parágrafo 5, voto do Relator Alexsandro Broedel, julgado em 07 nov. 2010. Brasília: Ministério da Fazenda, CRSFN, 2010.

¹⁷³ Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. CVM n.º RJ 2009/13459, parágrafo 20, voto do Relator Alexsandro Broedel, julgado em 07 nov. 2010. Brasília: Ministério da Fazenda, CRSFN, 2010.

¹⁷⁴ BRASIL. Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. CVM n.º RJ 2009/13459, parágrafo 10, voto do Relator Alexsandro Broedel, julgado em 07 nov. 2010. Brasília: Ministério da Fazenda, CRSFN, 2010.

destacada a completa impropriedade de se presumir a ciência da alienação do controle da Terna Brasil por parte do Fundo Crédit Suisse Carteira Própria e do Crédit Suisse Internacional: a CVM não solicitou informações nem colheu depoimentos dos membros do Banco Crédit Suisse Brasil que participaram da elaboração da *fairness opinion* a fim de verificar exatamente a quais informações eles tiveram acesso, tampouco solicitou à Terna Brasil quais informações foram disponibilizadas aos membros do grupo Crédit Suisse; além disso, nenhuma visita foi feita à sede da Corretora. Em suma, nenhuma investigação foi levada a cabo e, portanto, não houve a indispensável comprovação de acesso às informações privilegiadas por parte de quem negociou.

Em seu voto, o Conselheiro-Relator Marcos Davidovich coloca a questão nos seguintes termos: para ele, importava não analisar se houve acesso à informação, mas sim se houve *disseminação* das informações obtidas pelos executivos do Banco Crédit Suisse Brasil às demais entidades do grupo no Brasil.¹⁷⁵ Nesse intento, o Relator foi levado a discorrer sobre os mecanismos para segregação de atividades e informações (*Chinese Wall*) no âmbito do Grupo Crédit Suisse no Brasil.

Em sua opinião, alegando possuir base na doutrina e na jurisprudência estrangeiras, para que se caracterize a efetiva segregação, é preciso que estejam presentes uma série de características, dentre as quais: a ampla divulgação da política sobre restrições à circulação de informações, a existência de programas de treinamento regulares e documentados, procedimentos de restrição e registro de acesso a documentos, transparência quanto à existência das barreiras de segregação, mecanismos que permitam evitar o *wall crossing* de pessoas do lado público para o lado privado da barreira, separação física de departamentos e procedimentos claros para os casos de comunicação acidental de informação relevante.¹⁷⁶ Com fulcro nessas características, o Conselheiro Marcos Davidovich reforçou seu entendimento de que no caso concreto haveria falhas na criação e implementação de mecanismos adequados de segregação.¹⁷⁷

¹⁷⁵ Cf. BRASIL. Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. *CVM n.º RJ 2009/13459*, parágrafo 31, voto do Relator Marcos Davidovich no Recurso Voluntário n.º 13264, julgado em 25 set. 2013. Brasília: Ministério da Fazenda, CRSFN, 2013.

¹⁷⁶ Cf. BRASIL. Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. *CVM n.º RJ 2009/13459*, parágrafo 57, voto do Relator Marcos Davidovich no Recurso Voluntário n.º 13264, julgado em 25 set. 2013. Brasília: Ministério da Fazenda, CRSFN, 2013.

¹⁷⁷ Cf. BRASIL. Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. *CVM n.º RJ 2009/13459*, parágrafo 58, voto do Relator Marcos Davidovich no Recurso Voluntário n.º 13264, julgado em 25 set. 2013. Brasília: Ministério da Fazenda, CRSFN, 2013.

Após discutir a origem da *Chinese Wall* e a admissibilidade da sua utilização como instrumento de prevenção ao *insider trading* no direito norte-americano,¹⁷⁸ ele passou então a discorrer sobre a “teoria da mente corporativa” (*corporate mind*) com base numa série de casos decididos pelos tribunais do Reino Unido.¹⁷⁹ Tais casos relativizaram o recurso à *Chinese Wall* como matéria de defesa em casos de *insider trading*, apontando no sentido de que, independentemente da existência de mecanismos de segregação, uma pessoa que age em nome de uma sociedade representa a “mente” de toda aquela sociedade no que se refere à transação em questão.¹⁸⁰

Já se referindo ao Brasil, o Relator lembrou a necessidade de demonstração do acesso à informação privilegiada. Isto é, para que se caracterize o ilícito de *insider trading*, deve ser cabalmente demonstrado o acesso à informação privilegiada.¹⁸¹ A despeito disso, ele logo em seguida esvaziou tal requisito ao afirmar que, no caso, haveria uma “presunção no sentido de que a ‘mente corporativa’ do Banco CS Brasil tinha ciência da informação, na medida em que três de seus altos funcionários participaram ativamente do processo de elaboração da *fairness opinion*”¹⁸².

Eu sua conclusão, o Conselheiro Davidovich manteve na íntegra a decisão da CVM recorrida, no que foi acompanhado por todos os demais Conselheiros que participaram do julgamento à exceção do Conselheiro Francisco Satiro de Souza, vencido ao votar pela mitigação do valor da multa aplicada pela CVM.

3.4 Caso Pactual

Neste caso, há um salutar retorno à noção de que é imprescindível, para a caracterização do ilícito de *insider trading*, provar-se o acesso à informação privilegiada por

¹⁷⁸ Cf. BRASIL. Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. *CVM n.º RJ 2009/13459*, parágrafo 32 37, voto do Relator Marcos Davidovich no Recurso Voluntário n.º 13264, julgado em 25 set. 2013. Brasília: Ministério da Fazenda, CRSFN, 2013.

¹⁷⁹ Este ponto será estudado com mais riqueza de detalhes em tópico específico sobre o transplante descontextualizado para o Direito Brasileiro do tratamento jurídico dado à teoria da mente corporativa no direito estrangeiro.

¹⁸⁰ Cf. BRASIL. Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. *CVM n.º RJ 2009/13459*, parágrafo 38, voto do Relator Marcos Davidovich no Recurso Voluntário n.º 13264, julgado em 25 set. 2013. Brasília: Ministério da Fazenda, CRSFN, 2013.

¹⁸¹ Cf. BRASIL. Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. *CVM n.º RJ 2009/13459*, parágrafo 41, voto do Relator Marcos Davidovich no Recurso Voluntário n.º 13264, julgado em 25 set. 2013. Brasília: Ministério da Fazenda, CRSFN, 2013.

¹⁸² Cf. BRASIL. Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. *CVM n.º RJ 2009/13459*, parágrafo 42, voto do Relator Marcos Davidovich no Recurso Voluntário n.º 13264, julgado em 25 set. 2013. Brasília: Ministério da Fazenda, CRSFN, 2013.

parte de quem negociou as ações, além de demonstrar-se que a atuação desse negociante no mercado foi motivada pela ciência de tal informação. Mais do que isso, ao contrário do rumo tomado no Caso Crédit Suisse, no Caso Pactual afirmou-se que não se pode legitimamente recorrer a uma mera presunção de “mente corporativa” imputável a toda uma entidade para dispensar a necessidade de que ao menos se discuta o efetivo acesso à informação privilegiada por parte de quem, dentro daquela entidade, efetivamente negociou a operação em questão¹⁸³.

O processo sancionador se referiu à alegação de uso indevido de informação privilegiada em negociações em Bolsa de Valores envolvendo ações ordinárias de emissão da CCX Carvão Colômbia S.A., alegadamente antes da divulgação de fato relevante por essa companhia, por parte do BTG Pactual S/A, Gestor do FIM CP LS Investimentos, que negociou com ações ordinárias daquela sociedade, entre 11.06.2013 e 19.06.2013.

Retroagindo ao início dos fatos importantes à compreensão do caso, em 21 de janeiro de 2013, a CCX divulgou fato relevante declarando ter sido informada da proposta de seu conhecido controlador, de fazer uma oferta pública para a aquisição (OPA) de 100% das ações em circulação da CCX, com o consequente fechamento de seu capital. Nessa mesma ocasião, a companhia foi ainda informada de que a aquisição seria paga com ações das demais companhias do Grupo EBX e que as relações de troca seriam estabelecidas posteriormente. Na sequência desse comunicado, a própria Relatora do caso destaca alguns acontecimentos, na seguinte cronologia: (i) 08.02.2013: o Banco Plural é selecionado para elaborar o laudo de avaliação; (ii) 25.02.2013: o laudo indica o intervalo de preço entre R\$ 3,83 e R\$ 4,24 por ação. O preço de R\$ 4,31 é confirmado pelo controlador ofertante. Nesta mesma data, a primeira minuta do edital da OPA é disponibilizada. O item 2.1 dessa minuta dispõe que “o acionista que aceitar a Oferta poderá optar por receber em permuta as Ações Oferecidas pelo Controlador de acordo com as relações de troca que serão definidas e divulgadas cinco dias antes do Leilão, com base no preço médio ponderado pelo volume das Ações Oferecidas pelo Controlador nos cinco dias úteis anteriores à divulgação”. O leilão foi marcado originalmente para o dia 03.06.2013; (iii) 06.03.2013: o Grupo EBX celebra Contrato de Assessoria

¹⁸³ Cf. BRASIL. Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. *CVM n.º RJ 2009/13459*, parágrafo 41 42, voto do Relatora Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes no Recurso Voluntário n.º 13264, julgado em 23 set. 2014. Brasília: Ministério da Fazenda, CRSFN, 2014: “Discordo da conclusão da Acusação segundo a qual há ‘legítima presunção de que a ‘mente corporativa’ do BANCO BTG PACTUAL tinha ciência da informação privilegiada não divulgada’ e que ‘sequer há necessidade de tal discussão, uma vez que os investimentos foram realizados pela carteira própria’. (...) Levando se em consideração que a negociação ocorreu para a carteira própria e que o BANCO tinha um contrato de assessoria com o grupo EBX, uma negociação tal como a que ocorreu chama a atenção e *deve ser devidamente investigada por esta Autarquia*. (...) A se admitir a simplicidade da visão do parágrafo anterior, estaríamos praticamente tornando o *insider trading* em delito objetivo pelas instituições financeiras quando *há necessidade de se mostrar o uso da informação privilegiada com dolo de se obter lucro*, o que a meu ver não ficou demonstrado no caso concreto”. (Grifo nosso).

Estratégica com o BTG; (iv) 05.04.2013: a 2ª minuta do Edital da OPA é disponibilizada. A nova minuta altera a média dos dias úteis anteriores para o cálculo da relação de troca, que deixa de ser os cinco dias úteis e passa a ser os 30 dias úteis antes da data do anúncio da relação de troca; (v) 07.05.2013: a 3ª minuta do Edital da OPA é disponibilizada. O leilão é adiado de 03.06.2013 para 25.06.2013; (vi) 24.05.2013: a 4ª minuta do Edital é disponibilizada. O leilão é adiado de 25.06.2013 para 12.07.2013; (vii) 13.06.2013: a Companhia divulga fato relevante informando que a OPA teria continuidade; (viii) 18.06.2013: a 5ª minuta do Edital é divulgada. A data do leilão é mais uma vez alterada para 31.07.2013; (ix) 19.06.2013: o cancelamento da OPA da CCX é anunciado.

Já em 24.06.2013, a Gerência de Acompanhamento de Mercado 1 (GMA-1), que afirmou haver detectado oscilações atípicas na cotação dos títulos CCXC3 e no volume financeiro transacionado entre os dias 11 e 19 de junho de 2013, encaminhou ofício à CCX solicitando a cronologia detalhada dos eventos relacionados ao fato relevante de 19 de junho de 2013, além da lista de empresas e pessoas ligadas à CCX que participaram das reuniões ou que, de alguma forma, tomaram conhecimento de informações relacionadas com o assunto antes de sua divulgação pública.

A análise dos maiores comitentes por volume financeiro negociado entre os dias 11 e 19 de junho de 2013 apontava para o FIM CP LS Investimento do Exterior, operando segundo padrões que supostamente conteriam indícios de uso de informações privilegiadas¹⁸⁴. Também se verificou que o FIM CP LS havia operado no mercado de empréstimos de ações, tendo tomado empréstimo de ações CCXC3 no dia 18.06.2013, o que, para a Acusação, corroboraria a tese da ocorrência do delito de *insider*, havendo indícios de uma estratégia de venda antes da divulgação de fato relevante, em prejuízo da CCX. O FIM CP LS tinha como único cotista o BTG Pactual.

A CCX, dias mais tarde, e conforme informações prestadas por seu controlador, informou que a decisão de desistir da OPA foi tomada em reunião que se realizou no dia 18 de junho de 2013, da qual participaram profissionais ligados ao controlador. O controlador

¹⁸⁴ Cf., para maiores detalhes, BRASIL. Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. *CVM n.º RJ 2009/13459*, parágrafo 24, julgado em 23 set. 2014. Brasília: Ministério da Fazenda, CRSFN, 2014: “Através da corretora ICAP, o referido comitente operou fortemente na ponta da venda, totalizando, entre 11 e 19.06.2013, 4.122.300 ações vendidas. Em contrapartida, foram compradas, neste mesmo período, apenas 60 mil ações. O preço unitário médio de venda foi de R\$2,64. Por ter vendido as referidas ações antes da divulgação do fato relevante de 19.06.2013, seu volume financeiro nas vendas das 4.122.300 ações foi de R\$10.879.417,00. Se essas mesmas vendas tivessem sido efetuadas pelo preço de abertura do pregão do dia 20.06.2013 (R\$0,78 após a divulgação do fato relevante), o volume obtido teria sido de R\$3.215.394,00. Assim, se for descontado o valor relativo à compra de 60 mil CCXC3 antes do Fato Relevante, verifica-se que o benefício desse comitente foi de aproximadamente R\$7.553.323,00”.

acrescentou que, dada a sua intensa relação comercial com o BTG Pactual, pessoas ligadas a ele consultaram profissionais deste banco acerca da *eventual* desistência da OPA.

Além dos ofícios enviados à CCX, a GMA-1 também encaminhou ofício ao Diretor Responsável do BTG Pactual. Para o que mais interessa à admissibilidade teórica da existência de uma “mente corporativa”, o Diretor esclareceu desde logo que nem o responsável pelas operações envolvendo as ações CCX3 nem tampouco qualquer das pessoas envolvidas nessas operações estiveram de posse ou tiveram acesso a qualquer informação não pública sobre a CCX antes da divulgação do fato relevante¹⁸⁵.

Analisando os esclarecimentos prestados pelo BTG Pactual, a Acusação mesmo assim insistiu em duas conclusões insustentáveis. Primeiro, independentemente do indício de segregação de informações, a Acusação entendeu que o fato de que pessoas ligadas ao controlador da CCX terem consultado profissionais do BTG sobre eventual desistência da OPA apontaria para o uso de informação privilegiada. Na conclusão da Acusação, se alguns membros do BTG Pactual foram consultados acerca da desistência da OPA, logo a “mente corporativa”, isto é, todos os integrantes da instituição automaticamente deveriam ser entendidos como pessoas que tomaram ciência de informação relevante ainda não divulgada ao mercado. Essa assunção levou a uma segunda conclusão problemática por parte da

¹⁸⁵ Cf., para maiores detalhes da Resposta de Emmanuel Rose Hermann, segue BRASIL. Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. *CVM n.º RJ 2013/11654*, parágrafo 11, julgado em 23 set. 2014. Brasília: Ministério da Fazenda, CRSFN, 2014: “a) O responsável pelas operações supracitadas foi o Sr. Marcus André Sales Sardinha (‘Responsável’); b) ‘em virtude da publicação, em 21.01.2013, pela CCX CARVÃO DA COLÔMBIA S.A. (‘CCX’), de Fato Relevante apresentando a intenção do Grupo EBX de realizar uma oferta pública de permuta de ações para fins de cancelamento do registro de companhia aberta da CCX junto a esta D. Comissão (‘Fato Relevante 21/01’) (‘Oferta’), o Responsável vislumbrou a possibilidade de realizar uma operação de arbitragem de risco (‘risk arbitrage’) vinculada a ações CCXC3’; c) ‘o responsável procedeu com sua operação de risk arbitrage que consistia em comprar ações CCXC3 e posteriormente vender ações OGXP3. As compras de CCX iniciaram no dia 22/01 e as vendas que para serem realizadas prescindiam de aluguel de ações OGXP3 se dariam no período e seguindo os critérios de apuração dos valores que seriam utilizados para a determinação da relação de troca das ações objeto da permuta e utilizariam uma métrica que evitaria qualquer exposição direcional (situação em que se corre risco de valorização ou desvalorização do ativo em questão) a qualquer dos ativos negociados nesta operação de risk arbitrage. Isto porque, ao final da permuta, seriam utilizadas para fazer frente às vendas de OGXP3’; d) ‘quando do protocolo da segunda minuta do edital da Oferta, houve a alteração das datas do leilão e da liquidação da Oferta: o leilão foi alterado de 4 de junho para 25 de junho e da liquidação do dia 7 de junho para o dia 28 de junho. Houve, portanto, o descasamento da operação de *risk arbitrage* originalmente planejada com a Oferta em si’; e) ‘mesmo com mudança, tentou se seguir com a estratégia originalmente definida de forma a não descaracterizar a operação de risk arbitrage uma vez que, como dito, não havia interesse em correr qualquer risco direcional. No entanto, as condições de mercado após a alteração da Oferta estavam completamente diversas daquelas quando da decisão de se realizar a operação de *risk arbitrage*: o preço do aluguel de ações OGXP3 (35%) havia aumentado significativamente e penalizava muito o carregamento da operação de risk arbitrage’; f) ‘por este motivo, o responsável decidiu desfazer, nas datas 4 citadas no Ofício, a operação de risk arbitrage originalmente proposta, e, para tanto, efetuou (a) as vendas das ações CCXC3, que havia adquirido para este fim e (b) as compras de OGXP3 para fazer frente às vendas, já que o Responsável não tinha interesse em correr qualquer risco direcional de CCXC3 ou OGXP3’ g) ‘informamos que nem o Sr. Marcus André Sales Sardinha, acima qualificado, nem qualquer das pessoas envolvidas nas operações acima descritas, está ou esteve de posse (ou teve acesso) a qualquer informação não pública sobre a CCX’”.

Acusação. Isto é, a de que seria dispensável ao julgamento do mérito a averiguação da segregação de atividades (*Chinese Wall*) do BTG Pactual, já que os investimentos foram realizados para a carteira do BTG, que, por sua vez, era a instituição gestora do FIM CP LS e que mas apenas com base numa aplicação heterodoxa da tese de “mente corporativa” teve acesso à informação privilegiada. Assim, por todos esses motivos, o Termo de Acusação foi no sentido de responsabilizar, nos termos do art. 8º da Deliberação CVM n.º 538/2008, o Banco BTG Pactual S/A Gestor do FIM CP LS Investimento no Exterior, por se utilizar indevidamente de informação não divulgada ao mercado, em negociações com ações ordinárias de emissão da CCX Carvão da Colômbia S.A., entre 11.06.2013 e 19.06.2013, conforme descrito no Termo de Acusação e infringindo o disposto no art. 155, §4º, da Lei das S.A., c/c o art. 13, §1º, da Instrução CVM n.º 358/2002, considerados como infração grave para os fins do §3º do art. 11 da Lei n.º 6.385/1976, na forma do art. 1º, I, “d”, da Instrução CVM n.º 491/2011 e do art. 18 da Instrução CVM n.º 358/2002¹⁸⁶.

Acontece que, como claramente estabelecido nos julgamentos do Colegiado da CVM já destacados em itens anteriores deste trabalho, a ocorrência de *insider trading*, com base no art. 13 da Instrução CVM n.º 358/2002, requer necessariamente que se *comprove* tanto o acesso à informação privilegiada por parte de quem negociou, quanto que esse negociante, ao operar, teve por intuito se utilizar de tal informação. Partindo apenas desses dois requisitos, claramente estabelecidos pelo Colegiado da CVM, já se pode vislumbrar a inadequação de se aplicar uma noção de “mente corporativa” para imputar, sem prova, o acesso à informação por parte de todos os integrantes de uma instituição ainda mais quando se considera que, no caso do BTG Pactual, se está falando de uma suposta “mente corporativa” integrada por mais de dois milhares de profissionais. Além de ir de encontro ao pressuposto de que qualquer ação de *insider trading* requer a *prova* (indiciária ou não, mas sempre uma prova) de posse de informação privilegiada *por quem de fato decidiu* o investimento, o recurso feito pela Acusação à suposta existência de uma “mente corporativa” para dispensar a análise da *Chinese Wall* do BTG Pactual ainda faz ruir as próprias regras que autorizam a coexistência de áreas numa instituição desse porte. A propósito, demonstrou-se que o BTG Pactual adotava rigorosos mecanismos de segregação de informações, os quais foram estritamente seguidos na realização de todas as operações consideradas pela CVM no caso.¹⁸⁷

¹⁸⁶ Cf. BRASIL. Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. *CVM n.º RJ 2013/11654*, parágrafo 16, julgado em 23 set. 2014. Brasília: Ministério da Fazenda, CRSFN, 2014.

¹⁸⁷ Cf., para maiores detalhes, BRASIL. Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. *CVM n.º RJ 2013/11654*, parágrafo 24, julgado em 23 set. 2014. Brasília: Ministério da Fazenda, CRSFN, 2014: “(i) no final de fevereiro de 2013, momento em que se iniciaram as tratativas de assessoria da área de *investment banking* do

Já em seu voto, a Relatora Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, reforçou a necessidade, nesta dissertação também defendida, de que a caracterização do ilícito de *insider trading* exige a presença de três elementos: (i) a existência de informação relevante não divulgada; (ii) a utilização dessa informação; e (iii) o intuito de utilizá-la para auferir vantagem.¹⁸⁸ Mais do que isso, a Relatora desde logo afastou a possibilidade de se recorrer ao conceito de “mente corporativa” como presunção absoluta quando se trata de caracterizar o ilícito de *insider trading*. Em suas palavras,

O conceito de ‘mente corporativa’ (...) não pode ser invocado como presunção absoluta de ilícito quando os próprios reguladores de mercado de capitais no Brasil e em outras jurisdições, admitem a existência de controles internos para assegurar a devida separação das atividades nos conglomerados financeiros. No meu entender, há que se averiguar se o chamado Chinese Wall e o uso de listas restritas foram efetivos e se a negociação ocorreu sob o conhecimento de informações relevantes, aliás, um dos pré requisitos da própria Lei para a caracterização do ilícito.¹⁸⁹

Após analisar a fundamentação econômica das operações postas em dúvida pela Acusação¹⁹⁰ e afastar os alegados indícios de que elas teriam ocorrido com posse de informação privilegiada pelo FIM CP LS¹⁹¹, a Relatora concluiu pela plausibilidade de que

Defendente ao Grupo X, todas as companhias do Grupo X, dentre as quais a CCX, foram adicionadas à ‘lista cinzenta’ de monitoramento do *Compliance*, o que traduz se em uma análise mais rígida das operações envolvendo ativos das referidas companhias; (ii) em 07.03.2013, com a efetiva celebração do contrato de prestação de serviços, tais companhias foram incluídas na lista restrita, de forma que apenas poderia ser autorizada a realização de qualquer transação envolvendo seus ativos com a autorização prévia do *Compliance*; (iii) visto que, na época, o Defendente já possuía ativos do Grupo X, o *Compliance* foi devidamente consultado sobre como o Gestor do Fundo deveria proceder; (iv) o *Compliance* autorizou a continuidade da execução da estratégia e a realização de negociações, mesmo com a inclusão das ações na lista restrita; e (v) as pessoas apontadas pela CCX como as que teriam sido consultadas acerca do cancelamento da OPA pertencem à área de *investment banking*, estando sujeitas às restrições de transmissão de informações aplicáveis pelo *Chinese Wall*. Nenhum dos profissionais em questão foi considerado *above the wall*”.

¹⁸⁸ Cf. BRASIL.Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. *CVM n.º RJ 2013/11654*, parágrafos 3 4, julgado em 23 set. 2014, voto da Relatora Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes. Brasília: Ministério da Fazenda, CRSFN, 2014.

¹⁸⁹ Cf. BRASIL.Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. *CVM n.º RJ 2013/11654*, parágrafo 7, voto da Relatora Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, julgado em 23 set. 2014. Brasília: Ministério da Fazenda, CRSFN, 2014. Veja se, também, o parágrafo 25 do seu voto: “Conforme mencionei acima, não concordo com a Acusação quando esta utiliza o conceito de “mente corporativa” para presumir que o conhecimento por cinco profissionais do BANCO o qual detém mais de 2.000 colaboradores, dos quais 200 sócios seja suficiente para caracterizar o conhecimento por todo o BANCO da mesma informação” (BRASIL.Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. *CVM n.º RJ 2013/11654*, parágrafo 7, trecho do voto da Diretora Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, julgado em 23 set. 2014. Brasília: Ministério da Fazenda, CRSFN, 2014).

¹⁹⁰ Cf. especialmente, BRASIL.Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. *CVM n.º RJ 2013/11654*, parágrafos 10 15, julgado em 23 set. 2014, voto da Relatora Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes. Brasília: Ministério da Fazenda, CRSFN, 2014.

¹⁹¹ Especialmente, BRASIL.Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. *CVM n.º RJ 2013/11654*, parágrafos 16 20, julgado em 23 set. 2014, voto da Relatora Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes. Brasília: Ministério da Fazenda, CRSFN, 2014.

elas teriam decorrido de decisão genuína do FIM CP LS, “sem nenhuma influência de qualquer fator externo”.¹⁹²

Na sequência, a Relatora passou a examinar a inter-relação entre o conceito de “mente corporativa” e a imprescindibilidade da averiguação dos mecanismos de segregação de atividades no interior da instituição a que se atribui o delito de *insider*. Ela observou que, ao tempo em que a Acusação alegou que alguns profissionais ligados ao BTG Pactual foram consultados sobre a eventual desistência da OPA pela CCX, a mesma Acusação não se preocupou em *averiguar* o cargo desses profissionais, em que áreas da instituição eles estavam lotados, ou quando foram precisamente consultados pelo controlador da CCX.¹⁹³ No seu correto entendimento, “é preciso analisar a segregação das atividades do BANCO e os seus controles internos para averiguar como se comportaram no caso concreto”¹⁹⁴ análise que ela então passou a fazer, observando as características específicas das listas montadas pelo BTG Pactual e da atuação a sua área de *Compliance* quanto às operações postas à análise da CVM. Assim, ela conclui não ter sido *comprovado* nos autos que a venda de ações da CCX pelo FIM CP LS entre os dias 06.06.2013 e 13.06.2013 e não entre os dias 11.06.2013 e 19.06.2013 como apontou a Acusação tivesse sido realizada com base em informação privilegiada,¹⁹⁵ de modo que absolveu o BTG Pactual da infração de *insider trading*.

¹⁹² Cf. BRASIL.Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. *CVM n.º RJ 2013/11654*, parágrafos 20 e 21, julgado em 23 set. 2014, voto da Relatora Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes. Brasília: Ministério da Fazenda, CRSFN, 2014: “A partir deste cenário, parece-me bastante plausível que o FUNDO tenha decidido genuinamente encerrar a operação de *risk arbitrage*, sem nenhuma influência de qualquer fator externo ao cenário aqui apresentado. Observo que o desmonte efetivo da operação de arbitragem começou no dia 06.06.2013 e terminou seis dias antes do anúncio. Note-se que a liquidez do papel aumentou muito justamente no dia 13 de junho quando a CCX informou ao mercado que a OPA estava mantida. Nesta data, o preço de fechamento subiu 16,7%. O FUNDO aproveitou a liquidez para zerar a sua posição. É importante lembrar que esta era uma operação de arbitragem, sem apostas direcionais na CCX ou na OGX. As operações envolvendo as ações presentes nos autos corroboram o fato (operação de *risk arbitrage*) (...)”.

¹⁹³ Cf. BRASIL.Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. *CVM n.º RJ 2013/11654*, parágrafo 24, julgado em 23 set. 2014, voto da Relatora Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes. Brasília: Ministério da Fazenda, CRSFN, 2014).

¹⁹⁴ Cf. BRASIL.Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. *CVM n.º RJ 2013/11654*, parágrafo 26, julgado em 23 set. 2014, voto da Relatora Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes. Brasília: Ministério da Fazenda, CRSFN, 2014).

¹⁹⁵ Cf. BRASIL.Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. *CVM n.º RJ 2013/11654*, parágrafo 31, julgado em 23 set. 2014, voto da Relatora Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes. Brasília: Ministério da Fazenda, CRSFN, 2014.

4 CRÍTICAS E SUGESTÕES PARA O APRIMORAMENTO DA ABORDAGEM AO *INSIDER TRADING* NO BRASIL

4.1 A indispensável obrigação de provar a ocorrência do ilícito de *insider trading*

No item 2.2 da Parte I, *supra*, abordou-se brevemente a questão da indispensável necessidade de comprovação da prática do ilícito de *insider trading* para que haja condenação dos acusados, e esta temática será objeto de análise mais detida neste item.

Primeiramente, importa esclarecer que a palavra “prova” tem sentido amplo, destinando-se a fornecer ao julgador o conhecimento dos fatos necessários para gerar a convicção de que ele necessita para o seu pronunciamento. Por outras palavras, é por meio da prova que será firmado o juízo de convencimento acerca da pretensão das partes, ou, no caso de processos administrativos sancionadores, acerca das imputações aos acusados. Diz-se, assim, que a prova “é a soma dos fatos produtores da convicção dentro do processo”¹⁹⁶, sendo de extrema importância sua detida análise, tanto nas esferas criminal e civil como também na esfera administrativa.

A prova pode ser classificada, quanto ao seu objeto, como direta ou indireta. A prova direta é aquela que funciona para o convencimento direto do juiz a respeito do fato controverso. Já a prova indireta é aquela que se apresenta para persuadir indiretamente o julgador, por meio de um raciocínio lógico e de indícios a respeito do fato discutido. Por outras palavras, quando o objeto demonstrado é o próprio fato discutido, a prova é direta, e quando o objeto demonstrado é outro fato, do qual se infere ou deduz o que se quer provar, a prova é indireta. Diz-se que a prova indireta é a prova de indícios. Nas palavras de Moacyr Amaral Santos:

Assim, quanto ao objeto, as provas podem ser diretas ou indiretas. As primeiras são as destinadas a demonstrar o próprio fato principal da demanda, ou seja, aquele cuja existência, se comprovada, determina a consequência jurídica pretendida; as provas indiretas são as destinadas à demonstração de fatos secundários ou circunstanciais, dos quais se pode extrair a convicção da existência do fato principal. A prova indireta é a prova de indícios.¹⁹⁷

Tendo em vista o caráter sancionador dos processos administrativos que versam sobre *insider trading*, submetidos a julgamento pela Comissão de Valores Mobiliários ou pelo Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, o ideal é que a comprovação da

¹⁹⁶ SANTOS, Moacyr Amaral. *Prova judiciária no Cível e no Comercial*. São Paulo: Saraiva, 1952. p. 21. v. 1.

¹⁹⁷ GRECO FILHO, Vicente. *Manual de processo penal*. São Paulo: Saraiva, 1991. p. 174.

prática das condutas objeto das imputações seja realizada por meio de provas diretas, que representam a forma mais eficiente e completa de se chegar à real compreensão dos fatos.

Apesar disso, diante da dificuldade na produção de provas diretas para a comprovação do *insider trading*, tendo em vista que seus requisitos, como analisado no primeiro capítulo deste trabalho, são carregados de subjetividade de difícil constatação, tem-se observado, na prática, o uso de provas indiretas pelos órgãos administrativos para a configuração e imputação do ilícito do *insider*.

Nessa linha, para a CVM, atualmente, a prova indiciária acaba se apresentando como essencial para a resolução de casos em que a prova direta torna-se praticamente impossível¹⁹⁸, e, desse modo, ao estabelecer termos de acusação e julgar processos administrativos sancionadores acerca de supostas negociações com informações privilegiadas, muitas vezes, a autarquia tem se valido de indícios. Nas palavras do então Diretor Sérgio Weguillin:

Em se tratando de ‘insider trading’, em que via de regra é necessário demonstrar que o agente detinha conhecimento da informação relevante, a prova definitiva e irrefutável do ilícito será praticamente impossível, exceto na hipótese de confissão por parte do acusado.¹⁹⁹

Não só os indícios, como também as presunções vêm sendo utilizadas em julgamentos relativos à prática de *insider trading*. O art. 239 do Código de Processo Penal, aplicável por analogia aos procedimentos administrativos sancionadores²⁰⁰, determina que indícios são “circunstâncias conhecidas e provadas, que, tendo relação com o fato, autorize, por indução, concluir-se a existência de outra ou outras circunstâncias”. Consistem, portanto, num fato conhecido e auxiliar para o reconhecimento do fato a ser provado, do qual é causa ou efeito²⁰¹.

Presunção, por sua vez, traduz-se num efetivo raciocínio lógico a ser realizado pelo intérprete que, partindo do indício, firma o fato questionado. Assim, embora indícios e presunções sejam conceitos distintos, eles relacionam-se entre si, de modo que o indício é o fato que dá ensejo à presunção, *i.e.*, ao raciocínio lógico que fixa o fato antes desconhecido. Nessa linha:

¹⁹⁸ Cf. BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ 2011/2789*, julgado em 28 ago. 2012. Rio de Janeiro: CVM, 2012.

¹⁹⁹ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ 24/2005*, julgado em 07 out. 2008, trecho do voto do Diretor Relator Sérgio Weguillin. Rio de Janeiro: CVM, 2008.

²⁰⁰ Como se sabe, as normas de direito criminal aplicam-se, analogicamente e no que for cabível, ao direito administrativo sancionador.

²⁰¹ SANTOS, Moacir Amaral. *Primeiras linhas de Direito Processual Civil*. 6. ed. São Paulo: Saraiva, 1981. p. 459. v. 2.

Distingue-se [o indício] da presunção, que não é meio de prova, mas mero exercício de abstração lógico dedutiva, prescindindo de qualquer elemento específico sem amparo concreto e probatório. Já o indício subordina-se à prova, não subsistindo sem uma premissa, que é a circunstância indiciante provada²⁰².

Para corroborar a possibilidade de utilização de indícios e presunções nas condenações por *insider*, doutrina e diversos precedentes administrativos²⁰³ ressaltam que vigora no Brasil o princípio do livre convencimento motivado do julgador, que possibilita que o julgador decida da forma que lhe pareça mais adequada à luz das provas e argumentos apresentados, devendo, no entanto, fundamentar sua decisão, seja por meio de provas diretas seja por provas indiretas/indiciárias.

Se, de um lado, tendo em vista a dificuldade de produção de provas diretas, não há como afastar totalmente a utilização da prova indiciária na apuração de *insider trading*, de outro se faz necessário ponderar acerca dos limites da utilização da prova indiciária e esclarecer quando os indícios serão suficientes para a condenação pelo ilícito de *insider trading*.

No Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ 24/2005, julgado em 07 de outubro de 2008, o então Diretor Relator Sérgio Weguelin concluiu que houve acesso à informação privilegiada levando em consideração indícios do caso concreto. Como explicado no item sobre o Caso Bahema *supra*, o referido Diretor frisou a necessidade de haver prova de acesso à informação privilegiada para a configuração do *insider*, mas entendeu suficiente para a resolução do caso concreto a análise de certas características da operação e da existência de um mecanismo que obscureceu o destinatário/beneficiário final, pois, no caso, foi utilizada uma interposta pessoa para a realização das operações.

Para o Relator, o emprego de modo fraudulento bastaria para a demonstração da utilização de informação privilegiada, ainda que não tivesse sido comprovada a forma pela qual se deu o acesso à informação. Veja-se trecho de seu voto:

²⁰² BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ 24/2000*, julgado em 18 ago. 2005, Relatora Dir. Norma Jonsen Parente. Rio de Janeiro: CVM, 2005.

²⁰³ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ 08/2001*, julgado em 23 set. 2004. Rio de Janeiro: CVM, 2004; BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ 24/2000*, julgado em 18 ago. 2005. Rio de Janeiro: CVM, 2005; BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ 10/2008*, julgado em 23 nov. 2010. Rio de Janeiro: CVM, 2010; BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ 19/2009*, julgado em 07 jun. 2011. Rio de Janeiro: CVM, 2011; BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ 13/2009*, julgado em 13 dez. 2011. Rio de Janeiro: CVM, 2011; BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ 13/2005*, julgado em 25 jun. 2012. Rio de Janeiro: CVM, 2012.

O uso indevido de informação privilegiada pode restar configurado sem que se demonstre de que modo a informação foi acessada?

A meu juízo, sim.

(...)

A meu ver, esta prova pode ser extraída das características da operação e da existência de um mecanismo que obscurece seu beneficiário final. Isto, por si só, prova que houve acesso à informação, ainda que se desconheça como os defensores chegaram a tal informação.²⁰⁴

Ainda que o precedente em referência tenha se utilizado de indícios para comprovação do ilícito, o Relator demonstrou efetivamente a existência de robustez da prova indiciária a partir da análise dos elementos do caso concreto, os quais, inclusive, de acordo com o Relator, são elementos levados em consideração em casos submetidos à análise judicial nos EUA:

De fato, nos casos submetidos à análise judicial nos EUA, exige-se a apresentação de mais provas do que tradicionalmente têm sido apresentadas no Brasil e que estão disponíveis neste processo.

(...)

Por outro lado, a análise destes mesmos casos revela que um dos principais elementos levados em consideração na apreciação das provas sobre os casos de 'insider trading' é a existência de subterfúgios ou mecanismos fraudulentos relacionados à operação (uso de contas 'offshore' e fornecimento às autoridades de informações que posteriormente se revelaram inverídicas, por exemplo). O uso da Calmaria como "laranja" é um claro exemplo desta espécie de artifício.²⁰⁵

Portanto, no referido Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ 24/2005, a configuração do *insider trading* foi alcançada por conta das características pouco usuais das operações ali presentes, que, segundo o Colegiado, ocorreram sem fundamento econômico e com a utilização de meio fraudulento. Logo no início de seu voto, o Relator, ao reconhecer a utilização de indícios para comprovação do *insider*, adverte que:

Não se quer com isso negar a importância de um suporte probatório adequado das imputações, nem deixar de reconhecer que, diante de uma dúvida razoável sobre os fatos, impõe-se a absolvição dos defensores. Aqui se está apenas a lembrar que a fronteira entre os fatos comprovados e as meras especulações não é demarcada de forma objetiva, mas sim pela análise, subjetiva porém fundamentada, do julgador.²⁰⁶

²⁰⁴ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ 24/2005*, trecho do voto do Diretor Relator Sérgio Weguelin, julgado em 07 out. 2008. Rio de Janeiro: CVM, 2008. Grifo nosso.

²⁰⁵ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ 24/2005*, trecho do voto do Diretor Relator Sérgio Weguelin, julgado em 07 out. 2008. Rio de Janeiro: CVM, 2008. Grifo nosso.

²⁰⁶ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ 24/2005*, trecho do voto do Diretor Relator Sérgio Weguelin, julgado em 07 out. 2008. Rio de Janeiro: CVM, 2008. Grifo nosso.

Dessa forma, tem-se que, mesmo que se reconheça a importância da utilização de prova indiciária para resolução de certos casos, não satisfaz o reconhecimento de meros indícios esparsos para justificar uma condenação por *insider trading*. É necessário, para que se sustente uma condenação com base em indícios, uma reunião de elementos, um conjunto de indícios sérios, consistentes e convergentes.

Deve-se, portanto, no momento do julgamento, avaliar o conjunto de indícios essencialmente robustos existentes no caso concreto. A CVM e o CRSFN não podem se deixar influenciar pelos numerosos julgamentos que se utilizam de indícios esparsos para condenação de suspeitos por negociação com uso de informações privilegiadas. O uso arbitrário desse tipo de prova nas condenações geraria uma enorme insegurança jurídica, ocasionando condenações injustas.

De fato, como explica a doutrina criminal, a mera plausibilidade teórica de que determinada situação ocorra ou tenha ocorrido²⁰⁷ não autoriza nem acusação, nem condenação. Veja-se, a propósito, a lição de Julio Fabbrini Mirabete:

Assim, indícios múltiplos, concatenados e impregnados de elementos positivos de credibilidade são suficientes para dar base a uma decisão condenatória, máxime quando excluem qualquer hipótese favorável ao acusado. É claro, porém, que a prova indiciária pode ser invalidada não só por contra indícios, como por qualquer outra e que nem sempre é ela suficiente para a condenação. Não são suficientes para fundamentar uma decisão condenatória indícios isolados, que permitam uma explicação diferente, ou seja, de que o acusado poderia não ter praticado o crime²⁰⁸.

A essa mesma conclusão chegou a CVM, no julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ 09/2004 (Caso Indusval), ocasião em que o seu Relator, o então Diretor Pedro Marcilio de Souza, alertou que a plausibilidade da teoria de uma acusação não é suficiente para a condenação, sendo essencial a comprovação nos autos:

71. A coerência e plausibilidade da teoria da acusação, no entanto, não são suficientes para sancionar a conduta de qualquer pessoa em um Estado de Direito. Faz se necessário comprovar a teoria, não pela simples demonstração do resultado das operações ou pela demonstração de que a performance dos indiciados diminuiu substancialmente após a saída do indiciado Bernardo Clemente da sociedade para qual trabalhava, como fez a acusação, mas a partir de provas admitidas em direito. A coerência entre o resultado obtido e o modus operandi pressuposto pela acusação apenas demonstra a coerência de sua tese, mas não a comprova. Inexistentes esses

²⁰⁷ A definição legal de indício, como prova indiciária, contida no art. 239 do Código de Processo Penal, deixa muito clara a necessidade de haver uma circunstância conhecida e provada que autorize, por dedução, a existência de outras circunstâncias: “Art. 239. Considera-se indício a circunstância conhecida e provada, que, tendo relação com outro fato, autorize, por indução, concluir-se a existência de outra ou outras circunstâncias”.

²⁰⁸ MIRABETE, Julio Fabbrini. *Código de Processo Penal interpretado*. São Paulo: Atlas, 2001. p. 532. Grifo nosso.

resultados, a teoria não seria nem mesmo crível. Por esse motivo, o fato de os outros indiciados que teriam se beneficiado dessa especificação "não conforme" das ordens serem pessoas necessárias à implementação dessa especificação vai ao encontro da tese da acusação, mas também não é prova²⁰⁹.

O mesmo entendimento encontra-se no voto da lavra do então Diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos no Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ 2002/2405²¹⁰ (Caso BID). E, ainda, no julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM n.º 22/94 (Caso Máxima), o mesmo Diretor foi acompanhado no entendimento de que o mero indício não autoriza a condenação, mas tão somente a prova indiciária, representada por indícios múltiplos, veementes, convergentes e graves²¹¹. Ademais, como asseverado no Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ 24/2000 (Caso Quality):

Conforme entendimento reiterado desta CVM, não é qualquer indício que enseja a condenação, mas a prova indiciária, quando representada por indícios graves, precisos e concordes que levem a uma conclusão robusta e fundamentada acerca do fato que se quer provar.²¹²

²⁰⁹ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ 09/2004*, julgado em 20 jun. 2006. Rio de Janeiro: CVM, 2006. Grifo nosso.

²¹⁰ De acordo com trecho do voto vencedor do Diretor Luiz Antonio Campos: “(...) A questão é, portanto, do ponto de vista material e processual, absolutamente gasosa, no sentido de não ter qualquer concretude, mas apenas, com o devido respeito, conjecturas. (...) E neste pedaço, imediatamente recorro me da propositura de Arquimedes, que dizia: dá-me um ponto de apoio e uma alavanca que eu levantarei o mundo. Diria então Arquimedes, em situação como a presente: dê-se a alguém o direito de realizar conjecturas e presumir, que se condenará quem quiser. Ninguém poderá estar tranquilo, mesmo o mais honesto dos homens, porque, se for escolhido ou mesmo sorteado como alvo de conjecturas e presunções, será condenado. Felizmente isso não é a verdade, pelo menos à luz do processo administrativo, porque aqui se cuida essencialmente de um processo de natureza disciplinar e, como é já assentado em toda e qualquer doutrina em que se cuidou do assunto, nesse tipo de processo é fundamental a existência de provas. (...) Sempre que a questão não seja estreme de dúvidas e que dos fatos possam decorrer mais de uma explicação ou interpretação, não se pode, sob pena de afronta a regras legais e constitucionais, adotar aquela que é mais prejudicial ao acusado, afastando-se as hipóteses que lhe seriam mais benéficas, notadamente quando se trata de processo baseado exclusivamente em indícios. (...) Em função destes fatos, tanto a doutrina quanto a jurisprudência já apontaram que os indícios devem ser examinados com redobrada cautela, porque, muitas vezes, sob o pretexto de haver indícios, há apenas conjecturas, suspeitas, suposições, juízos preconcebidos, preconceitos, mas que não encontram respaldo nas provas dos autos (...)” (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ 2002/2405*, caso BID, julgado em 09 out. 2003. Rio de Janeiro: CVM, 2003. Grifo nosso).

²¹¹ “Como me parece que não existiu, ou ao menos não restou comprovada a irregularidade apontada pela Comissão de Inquérito, absolvo todos os indiciados das imputações de prática não equitativa e manipulação de preços. (...) Todavia, o ponto fundamental para este tipo de questão, em tese, é que não basta qualquer indício; a existência de qualquer indício não é suficiente para ensejar a condenação. Há que se diferenciar o indício da prova indiciária, eis que, de fato, o mero indício não autoriza a condenação, mas tão somente a prova indiciária, quando representada por indícios múltiplos, veementes, convergentes e graves, que autoriza uma conclusão robusta e fundada acerca do fato que se quer provado, respeitado, naturalmente, o princípio do livre convencimento do Juiz.” (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ 22/1994*, julgado em 15 abr. 2004. Trechos do voto do então Diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos. Caso Máxima. Rio de Janeiro: CVM, 2006. Grifo nosso).

²¹² BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ 24/2000*, julgado em 18 ago. 2005. Trecho do voto da Diretora Norma Jonssen Parente. Caso Quality. Rio de Janeiro: CVM, 2005. Grifo nosso.

O CRSFN, ao julgar o Recurso n.º 8253, em 2008 (Caso Fator), fundamentou sua decisão de absolvição do acusado justamente porque os indícios apresentados no processo “não se robusteceram com provas que os tirassem da dimensão hipotética”²¹³.

Igualmente, o Superior Tribunal de Justiça já destacou que somente pode haver condenação com base em indícios se estes forem tão certos e evidentes que não deem lugar a dúvidas:

A condenação com base em indícios somente terá lugar, conforme advertência da doutrina, quando a relação entre o fato demonstrado (residência na república de estudantes) e o fato que se infere (tráfico de drogas), ‘seja tão certo e evidente de modo a não ser possível uma conclusão diversa daquela que se chega’.²¹⁴

Isso porque, havendo dúvida, e em homenagem ao princípio *in dubio pro reo*, impõe-se a absolvição, como destacado por Marcelo Trindade na seguinte passagem:

Quanto aos investidores que atuaram comprando e vendendo ações da CFR, tenho muitíssimas dúvidas, mas sou obrigado pela lei a dormir para sempre com elas, tendo em vista minha ignorância quanto ao destino final desses papéis. A investigação realizada pela Comissão de Inquérito não logrou êxito em demonstrar o conluio entre essas pessoas e, portanto, a meu juízo, não há elementos para condenar os investidores estrangeiros e seus representantes. Faço isto, insisto, em homenagem ao princípio do *in dubio pro réu*.²¹⁵

Portanto, não havendo elementos suficientemente robustos quanto à autoria e materialidade de certa irregularidade não se pode admitir a condenação por *insider trading*.

Além do acima exposto acerca da prova indiciária, importa ressaltar a aplicação da presunção de conhecimento de informação privilegiada aos diferentes tipos de *insiders*. Como brevemente adiantado no item 2.2 *supra*, o principal efeito prático da distinção entre *insider* primário e secundário recai sobre a questão da existência ou não de presunção de conhecimento de informação privilegiada pelo acusado.

²¹³ “Não me convenci de que houve o uso de informação privilegiada. O Sr. Walter Appel não participou diretamente das negociações junto ao consórcio de privatização da COPEL, portanto não estaria caracterizado o chamado *insider* direto. Para o *insider* indireto teria que haver uma prova mais efetiva, como, aliás, foi o entendimento da CVM, com relação aos demais indiciados, absolvidos por falta de provas. No entender da CVM, fortes indícios, como a proximidade dos locais de trabalho do Sr. Walter Appel e do Sr. Venilton Tadini, ou o fato de que a cada 15 dias o Sr. Walter Appel se reunia com todas as áreas do Grupo Fator, inteirando se de todos os assuntos, teriam sido suficientes para justificar a decretação do uso da informação privilegiada. Mas esses dados estão no plano conjectural e não se robusteceram com provas que os tirassem da dimensão hipotética” (BRASIL. Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. Recurso n.º 8253, julgado em 26 fev. 2008. Trecho da declaração de voto do Conselheiro Revisor Johan Albino Ribeiro. Brasília: Ministério da Fazenda, CRSFN, 2008. Grifo nosso).

²¹⁴ BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. *Habeas Corpus* n. 8.928/SP. Rel. Min. Fernando Gonçalves, julgado em 17 ago. 1999. Brasília: STJ, 1999. Grifo nosso.

²¹⁵ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ 35/2000*, julgado em 12 abr. 2005. Rio de Janeiro: CVM, 2005. Grifo nosso.

Vigora em relação aos *insiders* primários uma presunção de que efetivamente detinham as informações privilegiadas, pelo fato de terem uma relação fiduciária, ainda que temporária, com a companhia e de já possuírem acesso direto à informação. Contudo, destaca-se que se trata de presunção *iuris tantum*, relativa, admitindo-se que o suspeito produza provas em sentido contrário, como, por exemplo, fatos que demonstrem (i) a inexistência de informação relevante; (ii) a ausência de acesso à informação privilegiada; e/ou (iii) que a negociação foi realizada sem intenção de auferir vantagem indevida.

Por outro lado, referida presunção não poderá incidir sobre os *insiders* secundários. Por não ter acesso direto às informações, compete somente à acusação (seja no processo administrativo, seja no judicial) a demonstração de que o *outsider* (*insider* secundário) de fato possuía as informações relevantes que supostamente motivaram suas negociações.

Esse sistema de presunção possui amparo na jurisprudência da CVM²¹⁶. Por todos, confira-se o seguinte trecho de voto do Diretor Marcelo Trindade:

Realmente, quando se trata da atuação de administradores da companhia, comprando ou vendendo ações no mercado ao tempo em que podem, por sua posição, ter conhecimento de fatos não divulgados ao público, passíveis de influenciar cotações, poder se ia presumir presunção *iuris tantum* que a atuação seria irregular, bastando verificar se a condição de administrador que tivesse conhecimento da informação aliada ao fato de ter negociado ações da empresa que administra em período em que houvesse fato não divulgado que pudesse influenciar as cotações dos papéis.

Entretanto, quando se trata de não administradores, tal presunção não pode merecer acolhida, no meu entendimento. Como se vê da decisão do Colegiado no IA 02/85, de que foi Relator o então Diretor Nelson Eizirik, na qual se estabeleceu que “tratando se de um ‘insider de mercado’, ou ‘tippee’, não ocorre tal presunção, cabendo à CVM provar seu acesso à informação”.

Aliás, o mesmo ilustre jurista já afirmara tal posição em artigo de 1983, dizendo: ‘Tratando se o ‘insider’ de administrador ou controlador da companhia, há uma presunção ‘*iuris tantum*’ de que, dado o seu cargo, ele tivera acesso à informação relevante. Tratando se, porém, de ‘insider de mercado’, cabe ao autor da ação ou à CVM provar que ele tivera acesso à informação relevante’.²¹⁷

A esse respeito, impõe ressaltar o posicionamento adotado pela Diretora Norma Jonssen Parente ao divergir do Relator do Processo Administrativo Sancionador n.º RJ 13/2000, admitindo a utilização do recurso às presunções mesmo para *insiders* secundários:

²¹⁶ Exemplificativamente: voto do Relator Diretor Sergio Weguelin (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ 2003/5669*, julgado em 11 jul. 2006. Caso Grazziotin. Rio de Janeiro: CVM, 2006); voto do Relator Diretor Wladimir Castelo Branco Castro (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ 17/2002*, julgado em 25 out. 2005. Caso Techold. Rio de Janeiro: CVM, 2005); voto do Relator Presidente Marcelo Trindade, (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ 04/2004*, caso Eletropaulo, julgado em 28 jun. 2006. Rio de Janeiro: CVM, 2006).

²¹⁷ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Inquérito Administrativo Sancionador CVM n.º RJ 13/2000*, caso Ambev/Brahma, julgado em 17 abr. 2002. Rio de Janeiro: CVM, 2002).

Concordo com o voto do Diretor Relator Marcelo Trindade, ressalvado no que tange à declaração de que as presunções, no caso de ‘insider trading’, só podem ser acolhidas quando se tratar de administradores.

Embora seja verdade que a presunção em se tratando de administrador é ‘iuris tantum’, nada impede que se presuma a culpa do ‘tippee’ ou do ‘insider de mercado’.²¹⁸

É de todo reprovável esse tipo de interpretação, pois se tratando de *insider* secundário, ou seja, de pessoa “de fora” da companhia, a presunção deve ser de que não houve o acesso à informação privilegiada, um dos requisitos para a configuração do *insider*. Como já ressaltado, competirá somente à acusação a demonstração, ou seja, a comprovação, de que o acusado de fato teve acesso às informações relevantes que supostamente determinaram suas negociações. Nesse sentido, Luiz Gastão Paes de Barros Leães assim se pronunciou:

Tratando se, porém, de insider de mercado, ou seja, de pessoa que se encontra “de fora” da companhia, cabe provar, para responsabilizá-lo, que ele tivera acesso à informação relevante e a utilizara com o objetivo precípuo de dela tirar vantagem indevida na compra e venda de valores mobiliários.²¹⁹

Outro ponto que merece destaque é uma espécie de “presunção absoluta” de *insider trading* no período de vedação à negociação (isto é, antes da divulgação ao mercado de ato ou fato relevante ocorrido nos negócios da companhia), prevista no art. 13 da Instrução CVM n.º 358/2002. Isso porque, ao, simplesmente, vedar aos administradores e controladores (além da própria companhia) a negociação de valores mobiliários no período em referência, a regulamentação da CVM está, em última análise a presumir de modo absoluto que as pessoas ali indicadas, se negociassem em tal período, estariam praticando *insider trading*.

Na linha da Instrução, é possível encontrar, no âmbito dos precedentes da CVM, posicionamentos afirmando existir tal vedação absoluta de negociação por parte dos administradores e acionistas controladores, pouco importando a prova do acesso à informação. Por todos, veja-se trecho do voto do então Diretor Marcos Barbosa Pinto no Processo Administrativo Sancionador CVM n.º 2005/155:

De acordo com a sistemática da Instrução CVM n.º 358, de 3 de janeiro de 2002, podemos classificar os casos de negociação com base em informação privilegiada em quatro grandes grupos:

i. no primeiro grupo, temos o acionista controlador e os administradores da companhia, em relação aos quais vigora uma vedação absoluta, ou seja, eles não

²¹⁸ *Idem*. Grifo nosso.

²¹⁹ LEÃES, *op. cit.*, p. 242. Grifo nosso.

podem negociar com ações da empresa enquanto o fato relevante não for divulgado ao público;

ii. no segundo grupo, temos os demais integrantes da empresa, em relação aos quais vigora uma presunção relativa de que conhecem a informação e sabem que ela é sigilosa;

iii. no terceiro grupo, temos pessoas que mantêm relação profissional, comercial ou fiduciária com a companhia, em relação às quais não vigora qualquer presunção de ciência da informação, mas somente a presunção relativa de ciência do caráter sigiloso da informação, baseada no dever de investigar;

iv. no quarto grupo, temos todos os demais investidores do mercado de capitais, em relação aos quais não vigora nenhuma presunção.²²⁰

Este tipo de entendimento, entretanto, não merece prosperar. A imposição de presunção absoluta, impedindo aos administradores e controladores a produção de prova de que não possuíam acesso à informação privilegiada, revela-se excessivamente gravosa, podendo levar a condenações em hipóteses nas quais inexistam os requisitos legalmente exigidos para a ocorrência do *insider trading*, indo na contramão da melhor doutrina, que expressamente consigna tratar-se de hipótese de presunção relativa:

De acordo com a Lei das Sociedades Anônimas (arts. 153 a 160), tratando-se o insider de administrador, pessoa a ele subordinado, ou controlador, há uma presunção relativa de culpa, dado o cargo que ocupam no interior da empresa, implicando o descumprimento dos seus deveres funcionais de diligência e lealdade na sua responsabilidade, a menos que seja provado o contrário. Em suma, basta a prova do não cumprimento desses deveres legais para que fique demonstrada a culpa do agente. É a culpa prefixada pela própria lei. Fala-se nesses casos em culpa contra a legalidade, que se caracteriza quando o dever violado resulta de texto expresso de lei ou regulamento, criando em desfavor do agente uma presunção de ter agido com culpa, sem que se torne necessário prová-la (culpa in re ipsa). Tal presunção de culpa, porém, é *iuris tantum*, ou seja, pode ser vencida por prova em contrário²²¹.

Existe, com relação aos administradores, que são insiders primários, uma presunção *iuris tantum* de que, dada a posição que ocupam, tiveram acesso à informação privilegiada antes de negociar. Tal presunção relativa deve ser examinada caso a caso, analisando-se a posição ocupada pelos administradores, particularmente no caso de grandes companhias abertas, em que os estatutos estabelecem a especialização das funções dos diretores. Assim, um diretor jurídico, por exemplo,

²²⁰ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ 2005/155*, julgado em 21 ago. 2007. Trechos do voto do Diretor Marcos Barbosa Pinto. Caso JGP Nextar Fund. Rio de Janeiro: CVM, 2007. Grifo nosso. No mesmo sentido: voto do Diretor Otavio Yazbek (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ 13/2009*, caso Sadia, julgado em 13 dez. 2011 Rio de Janeiro: CVM, 2011); voto da Relatora Diretora Luciana Dias (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ 2010/1666*, julgado em 03 abr. 2012. Caso Lojas Renner. Rio de Janeiro: CVM, 2012). Elucidativo o seguinte trecho do último julgado citado: “A segunda presunção estabelecida pela Instrução CVM n.º 358, de 2002, é a de que certas pessoas detêm tal informação privilegiada. Assim, é reiterado o entendimento desta casa de que em relação aos controladores e administradores da companhia vigora uma presunção absoluta de que sabem da informação e, em relação aos demais integrantes da empresa, há uma presunção relativa de que conhecem a informação e sabem que ela é sigilosa” (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ 2010/1666*, caso Lojas Renner, julgado em 03 abr. 2012. Rio de Janeiro: CVM, 2012. Grifo nosso).

²²¹ LEÃES, *op. cit.*, p. 241-242.

pode não ter tido acesso a determinada informação financeira, de conhecimento exclusivo do diretor da área. Da mesma forma, os membros do conselho de administração o mais das vezes somente têm acesso a determinadas informações quando elas lhes são encaminhadas pelos diretores²²².

É que, com relação aos administradores, a doutrina (EIZIRIK, 1983, p. 40 e segs., e BARROS LEÃES 1982, p. 178 180), adotou uma presunção relativa não só de conhecimento da informação privilegiada por parte deles, mas também de que a negociação na pendência de uma informação privilegiada tinha por finalidade auferir vantagem com a negociação²²³.

Desta forma, apesar da previsão constante no art. 13 da Instrução CVM n.º 358/2002, deve-se facultar aos administradores ou controladores, acusados pela prática de *insider*, a possibilidade de comprovar que não praticaram o ilícito em referência.

Diante de todo o exposto, observa-se que a questão da prova nos casos de *insider trading* reveste-se de complexidades. A temática assume ainda mais relevância diante de uma nova espécie de presunção, que será abordada no item a seguir, relativa à teoria da chamada “mente corporativa”.

4.2 Críticas à transposição descontextualizada do tratamento jurídico dado à matéria no direito estrangeiro

Para entender os motivos destas críticas é preciso voltar a dois dos casos analisados neste trabalho.

No Caso Pactual, a SMI limitou-se a apontar que bastaria, para acusar o BTG Pactual do delito de *insider trading*, a informação de que integrantes da área de *Investment Banking* do banco que, a propósito, não figurou como assessor financeiro das operações em Bolsa subjacentes ao caso foram informalmente consultados acerca da possível desistência da OPA pela CCX. O acesso pela “mente corporativa” seria, conforme a Acusação, suficiente para concluir pelo *insider* na alienação de ações da CCX pelo FIM CP LS, ainda que os informalmente consultados não fossem responsáveis pela decisão de desinvestimento do Fundo.

Portanto, para a Acusação, não haveria necessidade de comprovação do acesso à informação privilegiada por quem decidiu pelo desinvestimento das ações CCX, tendo em

²²² EIZIRIK, *op. cit.*, p. 376 377. v. 2

²²³ CAMPOS, *op. cit.*, p. 1.154.

vista que a “mente corporativa” do Defendente teria tido ciência dessa informação.²²⁴ Mais ainda, a Acusação entendeu que neste caso sequer seria necessário avaliar a existência de *Chinese Wall*, pelo fato de as operações terem sido realizadas para a carteira própria do Pactual.²²⁵

Toda essa linha de argumentação da Acusação no Caso Pactual fundou-se em um precedente do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (Caso Crédit Suisse)²²⁶ que, na opinião da Acusação, autorizaria a presunção de acesso à informação privilegiada, com base em inédito (e equivocado) conceito de acesso à informação privilegiada pela “mente corporativa” de uma instituição financeira.

Contudo, uma leitura mais atenta da decisão do CRSFN no Caso Crédit Suisse, mostra como a Acusação do Caso Pactual retirou, deliberadamente, de contexto e utilizou mal os fundamentos daquela decisão para basear seus argumentos, numa tentativa um tanto quanto desastrosa de transplantar a noção de “mente corporativa” para o direito brasileiro.

A Lei das S.A. e a Instrução CVM n.º 358/2002, quando tipificam o *insider trading*, deixam muito claro tratar-se de ilícito cujo núcleo é o de tirar proveito de uma informação privilegiada. Não é qualquer negociação que é vedada, mas apenas aquela realizada para tirar proveito de informação relevante ainda não divulgada. Diversos precedentes da própria CVM, aqui já estudados, corroboram esses textos legais, dispondo que não há *insider* se não houver informação privilegiada, ou seu acesso, ou ainda, se a negociação colocada em suspeição tiver ocorrido com base em razões inteiramente dissociadas da posse de informação privilegiada.

Na decisão do CRSFN no Caso Crédit Suisse fez-se referência a diferentes fases das normas de *insider trading* e à admissibilidade de políticas de *Chinese Wall* nas respectivas regulações dos Estados Unidos e, especialmente, no Reino Unido. Depois de algumas idas e vindas, o relator do caso, Conselheiro Marcos Davidovich, acabou por admitir que a eficácia

²²⁴ “17. Há, portanto, a legítima presunção de que a “mente corporativa” do Banco BTG Pactual tinha ciência da informação relevante ainda não divulgada acerca da desistência da OPA. Nesse sentido, vale citar a recente e esclarecedora decisão proferida no âmbito do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN), Recurso n.º 13.264” (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ 2013/11654*, julgado em 23 set. 2014. Trecho de acusação. Rio de Janeiro: CVM, 2014).

²²⁵ “18. Embora esta decisão enfrente temas relacionados à segregação de atividades (*Chinese Wall*), no presente caso sequer há a necessidade de tal discussão, uma vez que os investimentos foram realizados para a carteira própria do Banco BTG Pactual, o qual também funcionava como gestor do FIM CP LS Investimento no Exterior, e que, comprovadamente teve acesso à informação privilegiada” (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ 2013/11654*, julgado em 03 abr. 2012. Trecho de acusação. Rio de Janeiro: CVM, 2013. Grifo nosso).

²²⁶ BRASIL. Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. *Recurso Voluntário n.º 13264*, nos autos do Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ 2009/13459, caso Crédit Suisse, julgado em 25 set. 2013. Brasília: Ministério da Fazenda, CRSFN, 2013.

de políticas de segregação de atividades é reconhecida como defesa válida e apta a afastar acusações de *insider*.²²⁷

Apesar disso, ao narrar precedentes de *insider* no Reino Unido, apareceu em seu voto o conceito da “mente corporativa”. A partir desses casos, o relator propôs que o direito inglês consideraria que o conhecimento detido por um dos sócios haveria que ser imputado também ao outro, mesma “mente” da sociedade; logo, a efetividade da segregação não precisaria ser avaliada²²⁸. A análise mais detida desses casos, contudo, mostra a falta de precisão dessa conclusão.

4.2.1 “Mente corporativa”, *Chinese Walls* e *insider trading* nos precedentes ingleses

Decisões mais antigas dos tribunais ingleses de fato prestigiavam a noção mais estrita de “mente corporativa”, atribuindo à organização como um todo, em determinadas situações, o conhecimento detido por alguns de seus integrantes assim como a responsabilidade por atos praticados por eles.

Por exemplo, o caso *Harrods Ltd v Lemon*, decidido pela Court of Appeal em 1931, envolvia uma compra e venda de imóvel por representação na qual a empresa representante, Harrods Ltd., atuava dos dois lados. Ao mesmo tempo em que representou os interesses do vendedor Lemon, outro departamento da empresa avaliou o imóvel para o comprador, sem que tivesse ciência da representação em curso, e indicou ao comprador um valor menor do

²²⁷ “37. Tratando das políticas e procedimentos específicos mínimos normalmente tidos como padrão nos Estados Unidos, Christopher Gorman ressalta a prevenção de comunicação entre os diversos departamentos e áreas do mesmo grupo econômico como essencial. Nesse sentido, aponta como providências necessárias a separação dos departamentos que tenham informações materiais dos demais; restrição a arquivos, escritórios e computadores; e divisão física que separe o *investment banking* do departamento de vendas. A SEC, por sua divisão de regulação do mercado, ressalta que a necessidade de treinamento, acompanhamento e revisão constantes das operações da instituição também são elementos importantes na formação de segregação efetiva. Recomenda, ainda, a SEC que as firmas mantenham arquivos com cópias de documentos e até mesmo gravações que possam ser associadas às atividades de segregação. Salienta, também, a importância de utilização das listas de restrição e monitoramento como importante suplemento à política de segregação. (...) 39. (...) Constata se, portanto, a admissão de defesa com base em segregação da mente corporativa também no Reino Unido” (BRASIL. Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. *Recurso Voluntário n.º 13264*, nos autos do Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ 2009/13459, caso Crédit Suisse, julgado em 25 set. 2013. Brasília: Ministério da Fazenda, CRSFN, 2013).

²²⁸ “38. (...) Essa postura adotada pelos tribunais pode ser bem identificada na decisão HRH Prince Jefri Bolkiah X KPMG (1998), oportunidade na qual o Lord Justice Waller ressaltou que não haveria qualquer utilidade em analisar a efetividade da segregação apresentada na medida em que o direito inglês consideraria que o conhecimento detido por um dos sócios haveria que ser imputado também ao outro (mesma ‘mente’ da sociedade)” (BRASIL. Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. *Recurso Voluntário n.º 13264*, nos autos do Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ 2009/13459, caso Crédit Suisse, julgado em 25 set. 2013. Brasília: Ministério da Fazenda, CRSFN, 2013).

que o proposto pelo vendedor representado pela mesma empresa. Em sua decisão, a Court of Appeal confirmou o entendimento da instância inferior, no sentido de que a Harrods Ltd. “constituted one person in law, however many businesses they might carry on, and that in acting as they did they committed a breach of their duty as agents of their principal”.²²⁹

Nessa mesma linha, a Court of Appeal inglesa se pronunciou novamente em 1993, no caso *El Ajou v Dollar Land Holdings plc & Anor*, em que um dos diretores da empresa DLH conhecia uma fraude de que participaram determinados investidores. Nas palavras de Justice Nourse, “a company having no mind or will of its own (...) the doctrine attributes to the company the mind and will of the natural person or persons who manage and control its actions”.²³⁰

Ao longo da década de 90, outros casos voltaram a discutir a chamada “attribution of knowledge to the corporate entity”. Em *Meridian Global Funds Management Asia Ltd v Securities Commission* (1995), o Privy Council confirmou o entendimento de que o conhecimento de dois gerentes deveria ser atribuído à companhia, num caso em que eles com poderes da companhia, porém sem a ciência do Conselho haviam se utilizado de fundos da empresa para adquirir valores mobiliários, sem que a companhia houvesse notificado tal aquisição ao mercado. Neste caso, contudo, Lord Hoffmann ponderou que “it is a question of construction in each case as to whether the particular rule requires that the knowledge that an act has been done, or the state of mind with which it was done, should be attributed to the company”, relativizando, de certa forma, a aplicação da noção de “mente corporativa”.²³¹

Em *Director General of Fair Trading v Pioneer Concrete (UK) Ltd* (1995), a House of Lords mais uma vez aplicou essa teoria, desta vez para atribuir à companhia a responsabilidade pela desobediência de uma espécie de ordem judicial que, na verdade, fora desobedecida por alguns de seus empregados. Nos termos do voto condutor de Lord Templeman, “an employee who acts for the company within the scope of his employment is the company”. Mas é importante observar que nesse caso a ordem judicial desobedecida era expressa ao atribuir às empresas a responsabilidade pela desobediência praticada não só pela própria entidade como também por seus “representantes ou serventes”:

²²⁹ REINO UNIDO. Court of Appeal. *Harrods Ltd v Lemon*. Londres: Court of Appeal, 1931. Trecho do dispositivo.

²³⁰ REINO UNIDO. Court of Appeal. *El Ajou v Dollar Land Holdings Plc*. Londres: Court of Appeal, 1993. no.1. Trecho do voto condutor, Justice Nourse.

²³¹ REINO UNIDO. Privy Council, *Meridian Global Funds Management Asia Ltd v Securities Commission* (1995). Trecho do voto condutor, Lord Hoffmann.

By orders made by the Restrictive Practices Court dated 14 March 1978 and 29 March 1979 upwards of 30 limited companies engaged in the supply of ready mixed concrete were each restrained from giving effect to agreements specified in the orders and: ‘from giving effect to or enforcing or purporting to enforce (whether by itself or by its servants or agents or otherwise) any other agreements in contravention of section 35(1) of the Act of 1976’.²³²

Por fim, em *HRH Prince Jefri Bolkiah v KPMG* (1998), a House of Lords decidiu favoravelmente ao pleito de Prince Jefry, que solicitava uma ordem judicial para impedir a KPMG, sob pena de quebra do dever de confidencialidade, de prestar seus serviços ao governo de Brunei, que a contratara para a investigação contábil de uma de suas agências financeiras. Isso porque Prince Jefry, quando presidente da mesma agência financeira governamental, havia contratado os serviços contenciosos e contábeis da KPMG. No caso, a House of Lords entendeu que a política de segregação de informações (*Chinese Wall*) da KPMG era inadequada, não tendo a KPMG provado que ela seria capaz de eliminar o risco de que informações confidenciais do antigo cliente, Prince Jefry, pudessem inadvertidamente ser disseminadas para a equipe que prestaria serviços ao governo de Brunei.

Embora tendo decidido a favor de Prince Jefry, Lord Millet, em seu voto condutor, enfatizou a importância das *Chinese Walls* como ferramenta que possibilita a administração interna de conflitos de interesse no mercado financeiro. Sua conclusão neste caso, portanto, ao contrário de desmerecer as *Chinese Walls*, baseou-se na constatação de que, no caso concreto, elas não puderam ser consideradas eficientes:

Chinese Walls are widely used by financial institutions in the City of London and elsewhere. They are the favoured technique for managing the conflicts of interest which arise when financial business is carried on by a conglomerate. (...) The Chinese Walls which feature in the present case, however, were established ad hoc and were erected within a single department (...) In my opinion an effective Chinese Wall needs to be an established part of the organisational structure of the firm, not created ad hoc and dependent on the acceptance of evidence sworn for the purpose by members of staff engaged on the relevant work.²³³

Como se pode observar, nesses casos, o conceito de “mente corporativa” foi aplicado em referência a firmas de auditoria e advocacia, e não a instituições financeiras. E, como alerta George Barboutis, qualquer tentativa de se aplicar os princípios desenvolvidos nesses casos a contextos diferentes deve ser vista com extrema cautela. Em especial, a análise acerca da adequação dos mecanismos de segregação de informações proposta nesse casos para

²³² REINO UNIDO. House of Lords. *Director General of Fair Trading v Pioneer Concrete (UK) Ltd.* Londres, House of Lords, 1995. Trecho do voto condutor, Lord Templeman.

²³³ REINO UNIDO. House of Lords. *HRH Prince Jefri Bolkiah v KPMG* Londres: House of Lords, 1998. Trecho do voto condutor, Lord Millett.

firmas de auditoria e advocacia pode causar sérias inconsistências caso se tente o seu transplante para instituições financeiras.²³⁴ Afinal de contas, o próprio *Code of Market Conduct (MAR 1)* da *UK Financial Conduct Authority* (FCA) contém dispositivo (MAR 1.8.5 E)²³⁵ no sentido de que arranjos internos de segregação de informação *eficientes* podem servir de defesa em casos de alegada disseminação irregular de informações.

Ainda a propósito, o próprio relator do Caso *Crédit Suisse* no CRSFN, Marcos Davidovich, em artigo acadêmico de sua autoria, analisando esses mesmos precedentes dos tribunais ingleses, reconheceu explicitamente que o conceito de “mente corporativa” é incompatível com sociedades mais complexas e instituições financeiras, que devem atender à obrigação legal de manter estruturas rígidas de segregação de informações entre áreas conflitantes.²³⁶

²³⁴ “Before we turn to the approach adopted in *Prince Jefri*, we should reiterate that in view of the special nature of the solicitor's position, the courts should be very cautious in adopting the principles formulated in law firm cases to different contexts, such as that of financial services. It is a fact that, so far, the authorities on the issue of the adequacy of the Chinese Wall are limited to the law firm context. However, a direct transfer of principles applicable to law firms to a different context such as that of an investment bank or an accounting firm could give rise to problems of inconsistency. The difficulty involved in applying solicitors' Chinese Walls precedents to different contexts becomes obvious to the reader of the *Prince Jefri* decisions (...)” (BARBOUTIS, George. “Conflicts of interest: the challenge to courts and regulators”. *Amicus Curiae*, Londres, v. 29, p. 25, jul. 2000).

²³⁵ “In the opinion of the FCA, if the individuals responsible for dissemination of information within an organisation could only know that the information was false or misleading if they had access to other information that was being held behind a Chinese Wall or similarly effective arrangements, that indicates that the person disseminating did not know and could not reasonably be expected to have known that the information was false or misleading” (Code of Market Conduct).

²³⁶ “Algumas decisões posteriores proferidas pelas cortes britânicas, como *El Ajou v. Dollar Land Holdings plc* (1993), *Meridian Funds Management Asia Ltd v. Securities Commission* (1995) e *Director General of Fair Trading v. Pionner Concrete* (1995) apontaram no sentido de que, independentemente da posição ocupada na hierarquia da sociedade, uma pessoa que age em nome dessa sociedade representa a sua ‘mente’ naquela transação específica. Nesse sentido, seria difícil considerar existência de segregação dentro dessa mesma ‘mente’ corporativa, o que dificultaria a aplicação da *Chinese Wall* como matéria de defesa. Essa postura adotada pelos tribunais pode ser bem identificada na decisão *HRH Prince Jefri Bolkiah v. KPMG* (1998), oportunidade na qual *Lord Justice Waller* ressaltou que não haveria qualquer utilidade em analisar a efetividade da segregação apresentada na medida em que o direito inglês consideraria que o conhecimento detido por um dos sócios haveria que ser imputado também ao outro (mesma ‘mente’ da sociedade). Esse posicionamento não ficou sem críticas já que em grandes firmas com complexas estruturas não há como se admitir que cada um de seus empregados possa ter conhecimento das operações e negociações que ocorrem a cada minuto no âmbito da sociedade. Constatou se, assim, a necessidade de conciliação entre esse conceito rígido de ‘mente’ corporativa e o conceito legal de segregação estabelecido a partir do *Financial Services Act* de 1986. Importante ressaltar que os casos judiciais tratando de segregação, como já referido, envolveram firmas s de advocacia e, em alguns casos, firmas de contabilidade, o que limita a compreensão do tema no âmbito dos tribunais britânicos especialmente quanto à sua aplicabilidade para instituições financeiras multisserviços, objeto desse estudo. No âmbito administrativo, a *Financial Services Authority* admite regularmente o uso de *Chinese Wall* em suas acusações como forma de afastar responsabilidade quanto ao potencial conflito de interesses. Em recente caso cuja intimação da decisão (decision notice) é datada de 14.09.2012, a FSA entendeu que a *Arch Financial Products LLP* (AFP) não poderia eximir se de responsabilidade decorrente de conflito de interesses existente entre clientes exatamente por não ter erigido barreiras de segregação eficientes ao tempo dos fatos. (...) Esse caso analisado contrário sensu, evidencia a possibilidade de utilização de barreiras de segregação adequadas como defesa diante de eventuais suspeitas de existência de conflito de interesses por parte do órgão regulador do mercado de capitais britânico” (DAVIDOVICH, *op. cit.*, p. 28 30).

Em suma, diferentemente da conclusão que o relator do caso *Crédit Suisse* no CRSFN propôs após analisar estes precedentes ingleses, *não* é razoável se afirmar que o direito inglês prestigia a noção de “mente corporativa” em detrimento da avaliação, em cada caso, da efetividade das *Chinese Walls*, especialmente quando se trata de alegações de utilização de informação privilegiada por instituições financeiras. Conclui-se, portanto, que utilizar a noção de “mente corporativa” contra instituições financeiras, ainda mais para dispensar a análise efetiva dos mecanismos internos e segregação de informações, é retirar essas noções jurídicas de contexto, utilizando-as como nem mesmo são utilizadas na jurisdição que supostamente as desenvolveu.

4.2.2. Uma leitura mais aprofundada sobre “mente corporativa”, *Chinese Walls* e *insider trading* na decisão do CRSFN no Caso *Crédit Suisse*

Como se não bastasse o fato de que a decisão do CRSFN no Caso *Crédit Suisse* já ter retirado de contexto o conceito de “mente corporativa”, a acusação do Caso *Pactual* dificultou ainda mais a compreensão da matéria ao, por sua vez, retirar de contexto aquela mesma decisão do CRSFN para basear seus argumentos.

Uma leitura mais aprofundada da decisão do CRSFN mostra que, em seu voto, o próprio relator, Conselheiro Davidovich, reconheceu que os casos que adotaram o conceito de “mente corporativa” se referiam a sociedades de auditoria, contabilidade e advocacia, e que no Reino Unido se admite a demonstração da efetividade da política de segregação de atividades para afastar o *insider*²³⁷. Só depois de destacar a obrigatoriedade de se demonstrar o acesso à informação privilegiada, é que o voto do relator, citando a “evolução do instituto da segregação”, propôs a existência de uma presunção de acesso à informação pela “mente corporativa” da instituição financeira.²³⁸

²³⁷ “39. É certo que essas decisões se deram quanto a firmas de advocacia e de contabilidade/auditoria, não havendo registros relevantes de casos de insiders em instituições financeiras multiserviços. No âmbito da Financial Services Authority – FSA, porém, admite-se o argumento de segregação de atividades como defesa. (...) Constata-se, portanto, a admissão de defesa com base em segregação da mente corporativa também no Reino Unido” (BRASIL. Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. *Recurso Voluntário n.º 13264*, nos autos do Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ 2009/13459, caso *Crédit Suisse*, julgado em 25 set. 2013. Brasília: Ministério da Fazenda, CRSFN, 2013. Grifo nosso).

²³⁸ “41. No Brasil, a defesa com base na existência de segregação em casos de insider decorre do fato de que deve ser demonstrado, de alguma forma, o acesso à informação privilegiada para que seja caracterizado o tipo. Com efeito, como bem ressaltado pela defesa, há que ser demonstrado o conhecimento da informação privilegiada por parte de quem a usou e esse é um dos grandes argumentos apresentados pelos acusados: não teria sido demonstrado o acesso à informação. 42. Como já notado, não há como se menosprezar o fato de que

Desse modo, como a Relatora Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes expôs de forma clara e direta em seu voto no Caso Pactual, o próprio voto condutor da decisão do CRSFN no Caso Crédit Suisse, na verdade, utilizou o conceito de “mente corporativa” apenas para reforçar o argumento de que os mecanismos internos de segregação de informações não foram efetivos naquele caso, sem desautorizar a *Chinese Wall* como defesa:

O que restou comprovado pelos julgadores neste caso julgado pelo CRSFN por unanimidade, foi que as operações ‘foram feitas em um ambiente com falta de segregação adequada’ o que combinado com a existência de outros elementos (p.ex. o timing perfeito das operações) levou à conclusão de que houve ‘insider information’.

Pelo acima exposto, discordo da conclusão da Acusação segundo a qual há ‘legítima presunção de que a mente corporativa do BANCO BTG Pactual tinha ciência da informação relevante ainda não divulgada’ e que ‘sequer há necessidade de tal discussão, uma vez que os investimentos foram realizados pela carteira própria’.

(...) A se admitir a simplicidade da visão do parágrafo anterior, estaríamos praticamente tornando o insider information em delito objetivo pelas instituições financeiras quando há necessidade de se mostrar o uso da informação privilegiada com dolo de se obter lucro, o que a meu ver não ficou demonstrado no caso concreto.

Esta conclusão não está em desacordo com o Voto acompanhado por unanimidade pelo CRSFN acima comentado. Embora o Voto mencione o conceito de ‘mente corporativa’ para reforçar o seu argumento de que o Chinese Wall não foi efetivo naquele caso, em nenhum momento o Voto deixou de mencionar que se admite a segregação de atividades como defesa. Claro, desde que haja e seja devidamente comprovada, como no caso dos autos, a efetiva segregação!²³⁹

Em poucas palavras, a própria decisão do CRSFN que retirou de contexto o conceito de “mente corporativa” oriunda, sobretudo, do direito inglês reconheceu a necessidade de que seja avaliada a eficácia da *Chinese Wall*, na medida em que somente a constatação de falha nessas estruturas é que autorizou a presunção de acesso à informação privilegiada naquele caso concreto.

três integrantes do Banco CS Brasil detinham a informação em razão das reuniões realizadas. De acordo com a evolução do instituto da segregação, existe, portanto, presunção no sentido de que a ‘mente corporativa’ do Banco CS Brasil tinha ciência da informação, na medida em que três de seus altos funcionários participaram ativamente do processo de elaboração da *fairness opinion*. Caberia à defesa, portanto, quebrar essa presunção demonstrando a existência de barreiras que impedissem a circulação acidental da informação” (BRASIL. Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. *Recurso Voluntário n.º 13264*, nos autos do Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ 2009/13459, caso Crédit Suisse, julgado em 25 set. 2013. Brasília: Ministério da Fazenda, CRSFN, 2013).

²³⁹ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ 2013/11654*, trechos do voto da Diretora Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, julgado em 23 set. 2014. Rio de Janeiro: CVM, 2014.

4.3 Teoria do domínio do fato: inaplicabilidade aos casos de *insider trading*

Para além da teoria da “mente corporativa”, objeto de críticas nos itens anteriores, assume relevo, nesse ponto, abordar, nos limites que esse trabalho comporta, outra teoria que ficou bastante conhecida por ter sido aplicada pelo Supremo Tribunal Federal no julgamento do “Caso Mensalão”, e que também envolve presunção de conhecimento de informações e mesmo de participação no ilícito por certas pessoas: a teoria do domínio do fato.

A teoria do domínio do fato²⁴⁰ considera autor do ilícito penal (autoria mediata) aquele que, apesar de não ser o “homem da frente”, isto é, o executor do ilícito, “domina a realização do crime, objetiva e subjetivamente, à medida que a infração não poderia ter sido praticada sem a sua intervenção e decisão de cometê-la”²⁴¹. Como relatam Bruno Queiroz Oliveira e Nestor Eduardo Araruna Santiago, esta teoria recebeu grande acolhida nos tribunais de diversos países em razão da grande dificuldade de delimitação da responsabilidade penal no âmbito de organizações criminosas, em que “existe uma estrutura verticalizada, na qual o emissor da ordem e o executor, na maioria dos casos, sequer se conhecem”²⁴².

A teoria do domínio do fato propõe-se a resolver o problema da distinção entre autor e partícipe²⁴³. Em geral, não se trata de determinar se o agente será ou não punido, e sim se o será como autor, ou como partícipe. Assim, de acordo com a teoria do domínio do fato, autor será aquele que, consciente, domina a realização do fato típico por meio do poder de determinar o seu modo e, inclusive, de interrompê-lo; é a figura central na realização do delito. Por outros termos, a autoria do crime não se limita àquele que realiza a conduta típica, mas engloba, também, aquele que se utiliza de uma pessoa (autoria mediata). Por outro lado, o

²⁴⁰ Apesar de desde 1915 a expressão “domínio do fato” ser utilizada e ter uma sucessão de referências esparsas e pouco lineares na doutrina, as linhas mestras da teoria foram traçadas por Claus Roxin em sua obra “Autoria e domínio do fato”, publicada originalmente em 1963, a qual delineou concretamente os contornos atuais da teoria.

²⁴¹ OLIVEIRA, Bruno Queiroz; SANTIAGO, Nestor Eduardo Araruna. *A aplicação da teoria do domínio do fato ao núcleo financeiro do caso “mensalão”*: análise à luz do princípio da presunção da inocência, [S.l],[s.n], p. 8, [2008?]. Disponível em: <<http://www.publicadireito.com.br/artigos/?cod=394473aaca21886f>>. Acesso em: 04 nov.2015.

²⁴² OLIVEIRA; SANTIAGO, *op. cit.*, p. 9.

²⁴³ Claus Roxin desenvolveu a teoria quando os crimes do nazismo começaram a ser julgados, com a intenção de evitar que aqueles que comandavam o partido fossem condenados como meros partícipes. Nas palavras do autor: “Esta figura jurídica foi desenvolvida por mim, pela primeira vez, no ano de 1963. Ela se baseia na tese de que em uma organização delitiva os homens de trás, que ordenam fatos puníveis com poder de mando autônomo, também podem ser responsabilizados como autores mediatos, se os executores diretos igualmente forem punidos como autores plenamente responsáveis. Estes homens de trás são caracterizados, na linguagem alemã corrente, como ‘autores de escritório’ (Schreibtischtäter). Minha ideia era a de transpor este conceito cotidiano às precisas categorias da dogmática jurídica. A razão imediata para este esforço era justamente o processo promovido em Jerusalém contra Adolf Eichmann, um dos principais responsáveis pelo assassinato de judeus no período nazista” (ROXIN, Claus. O domínio por organização como forma independente de autoria mediata. *Panóptica, Law E-Journal*, n. 04, p. 69-70, 2009. Disponível em: <www.panoptica.org>. Acesso em 04 nov.2015).

partícipe limita-se a colaborar com o fato, dominado pelo autor²⁴⁴. Nas palavras de Julio Fabbrini Mirabete:

Autor é quem realiza diretamente a ação típica, no todo ou em parte, colaborando na execução (autoria direta), ou quem realiza por meio de outrem que não é imputável ou não age com culpabilidade (autoria mediata). São autores, por exemplo, tantos que desfecham golpes contra a vítima como os que a imobilizam para ser golpeada (autoria direta) e quem induz um menor a praticar um furto (autoria mediata). São coautores os que conjuntamente realizam a conduta típica. Os demais, ou seja, aqueles que, não autores mediatos, colaboram na prática do delito sem realizar a conduta típica, sem participar da execução, são partícipes²⁴⁵.

Além de outros precedentes da jurisprudência brasileira em que a teoria do domínio do fato foi mencionada para fins de delimitação da autoria²⁴⁶, o “Caso Mensalão” ganhou destaque, tendo em vista as diversas críticas geradas pela aplicação da teoria pelo Supremo Tribunal Federal na condenação de alguns dos acusados. Como se sabe, o caso desenvolveu-se a partir de uma apuração de esquema de corrupção e desvio de dinheiro público em que se promoveu a acusação de diversos indivíduos em razão da prática dos crimes de quadrilha ou bando (atualmente denominado associação criminosa), peculato, corrupção passiva, corrupção ativa, lavagem de dinheiro, gestão fraudulenta de instituição financeira e evasão de divisas. Referidas acusações culminaram na Ação Penal n.º 470, julgada pelo Supremo Tribunal Federal em dezembro de 2012²⁴⁷.

No referido julgamento, considerou-se haver uma sofisticada organização criminosa²⁴⁸, dividida em setores de atuação (“núcleos”), estruturada para a prática de diversos crimes e fraudes. Diante dessa configuração, os Ministros se utilizaram da teoria do domínio do fato para condenar o ex-ministro da Casa Civil José Dirceu, *sob o fundamento de que ele teria ciência dos fatos criminosos devido ao alto cargo que detinha*, além do fato de que os crimes teriam sido aparentemente cometidos por subordinados diretos seus²⁴⁹. A teoria

²⁴⁴ TEOTÔNIO, Paulo José Freire; LEONI, Rafaela Aparecido Parizi. Breves esclarecimentos conceituais sobre a teoria do domínio do fato. *Revista Jurídica LEX*, São Paulo, v. 67, p. 396 397, jan./fev. 2014.

²⁴⁵ MIRABETE, *op. cit.*, p. 230 232.

²⁴⁶ Por exemplo, nos seguintes precedentes: BRASIL. Superior Tribunal Federal. Ação Penal n.º 481, Relator Min. Dias Toffoli, julgado em 08 set. 2011. Brasília: STF, 2011; BRASIL. Superior Tribunal Federal. Ação Penal n.º 465. Relator Min. Cármen Lúcia, julgado em 24 abr.2014. Brasília: STF, 2014.

²⁴⁷ BRASIL. Superior Tribunal Federal. *Ação Penal n.º 470*, Relator Min. Joaquim Barbosa, julgado em 17 dez.2012. Brasília: STF, 2012. Disponível em: <<http://s.conjur.com.br/dl/ap470.pdf>>. Acesso em: 04 nov.2015.

²⁴⁸ No caso do domínio do fato por organização criminosa, “Roxin classificou tal hipótese como terceira forma de modalidade de autoria mediata (...). Para Roxin, a circunstância de que o aparato da criminalidade organizada assegura, com modo próprio, o resultado criminoso, de maneira que para isso não dependa fundamentalmente do agente que de forma ocasional executa o último ato, de *per si*, já caracteriza a autoria mediata, porquanto, o verdadeiro instrumento para a execução delitiva é o próprio aparato” (OLIVEIRA; SANTIAGO, *op. cit.*, p. 9).

²⁴⁹ “José Dirceu detinha o domínio final dos fatos: Em razão do cargo elevadíssimo que exercia à época dos fatos, o acusado José Dirceu atuava em reuniões fechadas, jantares, encontros secretos, executando os atos de

também foi utilizada para condenar dirigentes do Banco Rural, alegando-se que, *pela posição de comando que detinham*, os dirigentes teriam criado as condições necessárias para a circulação clandestina de recursos financeiros entre os núcleos da organização. Nas palavras da Ministra Rosa Weber:

Quando há vários concorrentes, tem-se de esclarecer qual a carga de aporte de cada um deles para a cadeia causal do crime imputado. Caso contrário, será impossível aplicar a teoria monista contida no artigo 29 do Código Penal. Entretanto, diversa a situação quando se apontam comportamentos típicos praticados por uma pessoa jurídica. Aí, necessário apenas verificar pelo contrato social ou, na falta deste, pela realidade factual, quem detinha o poder de mando no sentido de direcionar as atividades da empresa.

Mal comparando, nos crimes de guerra punem-se, em geral, os generais estrategistas que, desde seus gabinetes, planejam os ataques, e não os simples soldados que os executam, sempre dominados pela subserviência da inerente subordinação. Do mesmo modo nos crimes empresariais a imputação, em regra, deve recair sobre os dirigentes, o órgão de controle, que traça os limites e a qualidade da ação que há de ser desenvolvida pelos demais.

(...)

Em verdade, a teoria do domínio do fato constitui uma decorrência da teoria finalista de Hans Welzel. O propósito da conduta criminosa é de quem exerce o controle, de quem tem poder sobre o resultado. Desse modo, no crime com utilização da empresa, autor é o dirigente ou dirigentes que pode evitar que o resultado ocorra. Domina o fato quem detém o poder de desistir e mudar a rota da ação criminosa. Uma ordem do responsável seria o suficiente para não existir o comportamento típico. Nisso está a ação final.

Assim, o que se há de verificar, no caso concreto, é quem detinha o poder de controle da organização para o efeito de decidir pela consumação do delito. Se a resposta for negativa haverá de concluir-se pela inexistência da autoria²⁵⁰.

Muitas críticas foram suscitadas relativamente à aplicação da teoria do domínio do fato no “Caso Mensalão”, sobretudo em razão da ausência de provas diretas do envolvimento dos acusados nos crimes referidos na denúncia. Havia apenas evidências indiretas que, no entendimento do Supremo Tribunal Federal, indicariam que os acusados tinham algum conhecimento do que estava ocorrendo. Além disso, as evidências indiretas baseavam-se, basicamente, no fato de os acusados ocuparem cargos importantes e de comando. Dessa forma, criticou-se o fato de o tribunal ter se baseado em meras presunções para determinar a condenação de alguns dos acusados, sem levar em consideração a necessidade de se provar que havia o real domínio dos fatos por eles. Nesse sentido:

comando, direção, controle e garantia do sucesso do esquema criminoso, executado mediante divisão de tarefas em que as funções de cada corréu encontrava nítida definição” (Trecho do voto do Ministro Joaquim Barbosa. BRASIL. Superior Tribunal Federal. *Ação Penal n.º 470*, Relator Min. Joaquim Barbosa, julgado em 17 dez.2012. Brasília: STF, 2012. p. 4676).

²⁵⁰ BRASIL. Superior Tribunal Federal. *Ação Penal n.º 470*, Relator Min. Joaquim Barbosa, julgado em 17 dez.2012. Brasília: STF, 2012. p. 1160 1161. Disponível em: <<http://s.conjur.com.br/dl/ap470.pdf>>. Acesso em: 04 nov.2015.

Houve claro equívoco da ministra Rosa Weber ao dimensionar a teoria do domínio do fato como indicativo de presunção da responsabilidade criminal dos dirigentes de instituição financeiras, pois, como já explicitado, o reconhecimento da teoria do domínio do fato por aparatos de poder depende do reconhecimento de circunstâncias concretas que possam comprovar a qualidade do sujeito senhor do fato. Disso decorre a conclusão de que não existe qualquer incompatibilidade entre a referida teoria e a presunção de inocência. O erro de interpretação da teoria do domínio do fato, no entanto, produz uma série de falsos entendimentos sobre a teoria, amplamente divulgados pela imprensa nacional²⁵¹.

Em julgado mais recente também do Supremo Tribunal Federal, acolhendo-se as muitas críticas que foram realizadas no julgamento do “Caso Mensalão”, a aplicação da teoria sofreu uma certa restrição, tendo-se ressaltado a necessidade de provar efetivamente o conhecimento dos fatos. Vide, nesse sentido, trecho do voto da Ministra Carmen Lúcia na Ação Penal n.º 465, que julgou crimes de peculato, corrupção passiva e falsidade ideológica:

Nos casos em que se possa eventualmente adotar essa teoria de domínio do fato só tem o domínio do fato quem tem o conhecimento do fato, portanto, é dever do Ministério Público acusador provar o conhecimento. Fora disso, não há que se cogitar de domínio do que não se conhece. Então, pelo menos prova disso tinha que ter se fosse o caso de aplicar²⁵².

Vê-se, assim, que “o fundamental é determinar quais circunstâncias concretas fazem do sujeito o senhor do fato”²⁵³. Logo, o fato de uma pessoa desfrutar de uma posição de comando com poder de decisão não é por si motivo suficiente para justificar a aplicação da teoria do domínio do fato, devendo-se assegurar a análise e a comprovação de que o acusado tinha efetivamente o domínio do fato.

Para além da questão probatória, outra crítica à teoria é relativa à sua utilização no julgamento de crimes empresariais. Isso porque na opinião do próprio “fundador” da teoria, Claus Roxin, não seria possível estender sua aplicação a fatos puníveis em “empresas econômicas”. Para o autor:

O domínio do fato em virtude de aparatos organizados de poder baseia-se concretamente em quatro dados: no poder de mando, na desvinculação do direito pelo aparato de poder, na fungibilidade e na disposição essencialmente elevada do executor ao fato. Como estes pressupostos existem apenas no injusto do sistema estatal, no «Estado criminoso dentro do Estado», assim como a Máfia e formas semelhantes de manifestação da criminalidade organizada, não se pode transferir esta figura jurídica aos fatos puníveis em empresas econômicas, ao contrário da opinião do Supremo Tribunal Federal alemão. Aqui é necessária uma

²⁵¹ OLIVEIRA; SANTIAGO, *op. cit.*, p. 16.

²⁵² BRASIL. Superior Tribunal Federal. *Ação Penal n.º 465*, Rel. Min. Carmen Lúcia, julgado em 24 abr.2014. Brasília: STF, 2014.

²⁵³ GRECO, Luís; LEITE, Alaor. O que é e o que não é a teoria do domínio do fato sobre a distinção entre autor e partícipe no direito penal. *Revista dos Tribunais*, São Paulo, v. 933, p. 86, jul. 2013.

regulamentação especial referente à responsabilidade do dirigente por fatos puníveis que foram cometidos na empresa. A responsabilidade penal das pessoas que controlam ou *decidem* é reduzida a um dever de garantidor que fundamenta uma forma independente de autoria²⁵⁴.

Desse modo, a teoria não poderia ser utilizada em crimes empresariais, mas, sim, apenas em casos excepcionais, que envolvessem uma máquina de poder, uma organização caracterizada pelo aparato de seu poder hierarquizado. Nesse sentido, o Ministro Ricardo Lewandowski, revisor da Ação Penal n.º 470, ao criticar a aplicação da teoria pelos seus colegas de Corte, salientou que:

Existem, ainda, aqueles que restringem a utilização da referida teoria a casos muito específicos, na linha, aliás, da formulação inicial de Roxin, tal como o fazem Zaffaroni e Pierangeli. Confira se:

“Esta forma de autoria mediata pressupõe uma ‘máquina de poder’, que pode ocorrer tanto num Estado em que se rompeu com toda a legalidade, como uma organização paraestatal (um Estado dentro do Estado), ou como uma máquina de poder autônoma ‘mafiosa’, por exemplo. Não se trata de qualquer associação para delinquir, e sim de uma organização caracterizada pelo aparato de seu poder hierarquizado, e pela fungibilidade de seus membros (se a pessoa determinada não cumpre a ordem, outro a cumprirá; o próprio determinador faz parte da organização). Serviria de exemplo a ‘SS’ no nacional socialismo alemão, ou um Estado totalitário que se vale de um agente para cometer um crime no exterior”.

O próprio Claus Roxin, autor que criou a citada teoria em 1963, ao proferir aula inaugural na Universidade de Lucerna, na Suíça, em 21 de junho de 2006, manifestou preocupação com o alcance indevido que alguns juristas e certas cortes de justiça, em especial o Supremo Tribunal Federal alemão, estariam dando a ela, especialmente ao estendê-la a delitos econômicos, sem observar que os pressupostos essenciais para sua aplicação dentre os quais a fungibilidade dos membros da organização delituosa “existem apenas no injusto do sistema estatal, no ‘Estado criminoso dentro do Estado’, assim como a Máfia e formas semelhantes de manifestação da criminalidade organizada”.

Feitas essas considerações, e analisados todos os elementos constantes dos autos, especialmente as condutas descritas na denúncia, chego à inelutável conclusão de que os fatos nela descritos não se revestem da excepcionalidade que o Parquet pretende lhes atribuir, razão pela qual tenho que a dita “teoria do domínio do fato” não comporta aplicação ao caso sob exame²⁵⁵.

Em síntese, no “Caso Mensalão”, o Supremo Tribunal Federal utilizou-se de uma interpretação “esticada” da teoria do domínio do fato, para, em razão da quantidade insuficiente de provas, responsabilizar penalmente os acusados, o que é no mínimo discutível.

Assim como a teoria da “mente corporativa”, a teoria do domínio do fato, da forma em que foi utilizada no julgamento do “Caso Mensalão” isto é, permitindo a condenação de

²⁵⁴ ROXIN, *op. cit.*, p. 93 94.

²⁵⁵ BRASIL. Superior Tribunal Federal. *Ação Penal n.º 470*, Relator Min. Joaquim Barbosa, julgado em 17 dez.2012. Brasília: STF, 2012. p. 4952 4953. Disponível em: <<http://s.conjur.com.br/dl/ap470.pdf>>. Acesso em: 04 nov.2015.

parte dos acusados diante de presunções também não deve ser utilizada na apuração da ocorrência do ilícito de *insider trading*.

Além da inaplicabilidade da teoria do domínio do fato aos crimes empresariais, o que restringe sua aplicação a casos de manifestação da criminalidade organizada, excluindo-se, portanto, os casos de *insider*, é muito criticável a utilização de presunções na condenação de acusados. O mero fato de alguém desempenhar uma função de importância ou de ter um cargo de comando não pode funcionar como uma presunção de que o acusado teve acesso a determinadas informações, ou de que deve ser responsabilizado pela prática de fraudes perpetradas pela entidade que comanda.

Da mesma forma que se critica a aplicação da teoria do domínio do fato realizada pelo Supremo Tribunal Federal, deve-se ter em mente que esse tipo de interpretação não deve prosperar nas hipóteses de *insider trading*, caso a teoria venha a ser desenvolvida com o objetivo de condenar acusados pela prática de *insider*. A ocorrência de *insider* requer essencialmente que se comprove tanto o acesso à informação privilegiada por parte de quem negociou, quanto que esse negociante, ao operar, teve por intuito utilizar-se de tal informação.

Como já salientado neste trabalho, a presunção absoluta levada a efeito com a aplicação da noção de “mente corporativa” é de toda inadequada, já que imputa, *sem provas*, o acesso à informação por parte de todos os integrantes de uma instituição. Igualmente, também não se devem admitir as presunções em eventual aplicação da teoria do domínio do fato em casos de *insider*.

Portanto, as severas críticas à aplicação da teoria do domínio do fato no “Caso Mensalão” servem para reforçar o entendimento aqui desenvolvido de que meras presunções não devem funcionar como provas. A teoria sob exame, na forma como aplicada pelo tribunal, não tem o condão de influenciar a apuração da ocorrência de *insider*, seja pelo fato de ser inaplicável aos crimes empresariais, seja pelo fato de que meras presunções não estão de acordo com a seriedade que se deve ter na análise da ocorrência do ilícito de *insider trading*.

5 CONCLUSÕES

Ao longo deste trabalho, buscou-se examinar de maneira crítica e atenta a conduta do uso desleal de informação privilegiada, lançando luzes sobre a evolução do tratamento legislativo que lhe é conferido, bem como sobre suas nuances, pressupostos e dificuldades de caracterização, até suas consequências e mecanismos estruturais de prevenção. Esse caminho, embora por vezes tortuoso, constitui percurso fundamental para a compreensão e mesmo o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro.

Como se disse inicialmente, e como ficou mais claro no desenrolar deste texto, o *insider trading*, que traduz abuso de uma situação de assimetria de informação, é ilícito de elevado potencial danoso. Isso porque tem, a rigor, impacto não apenas sobre a operação específica e as pessoas diretamente relacionadas, mas sobre a saúde do próprio mercado de capitais que repousa, sobretudo, na confiança dos investidores. Daí a importância e a severidade que se vem imprimindo ao tratamento do assunto por parte das entidades fiscalizadoras dos mercados ao redor do mundo e não apenas na esfera administrativa, mas também na civil e na penal.

Contudo, a despeito da relevância teórica e prática do assunto, nota-se, com preocupação, que a tentativa (bem intencionada) de coibir a prática e responsabilizar os *insiders* por vezes deixa de lado a necessidade de pautar-se em conjunto de provas (ainda que apenas indiciário) robusto. A análise de casos, tanto da experiência estrangeira, quanto da própria CVM, ilustra essa preocupação.

Assim, também se procurou pôr em evidência a necessidade de mirar com cautela redobrada as alegadas práticas de utilização desleal de informação privilegiada. Deve-se ter em mente os pressupostos caracterizadores da conduta, extraídos de uma interpretação sistemática da normativa aplicável, sem perder de vista, como não poderia deixar de ser, os elementos do caso concretamente considerado. Meras presunções ou ilações não são e nem podem bastar para a responsabilização, especialmente no atual cenário, em que o mercado de capitais revela-se cada vez mais complexo, diversificado, sofisticado, com fluxo de informações cada vez mais intenso e, por vezes, amplo.

Embora o recurso a uma muralha segregadora sirva para minimizar situações de conflito de interesses e evitar o acesso amplo a informações relevantes não divulgadas ao mercado, também é verdade que a tão só segregação física e tecnológica de atividades não é, por si, capaz de excluir responsabilidade por eventual *insider trading*. Como se viu, a mera adoção de estruturas de barreira como essa, apesar de sua utilidade preventiva, não torna a

utilização de informação privilegiada imune a questionamentos. A questão em que se insistiu, ao longo desta dissertação, e na qual ainda se insiste, é a de que é necessário avaliar detidamente o caso em questão, indo além de meras ilações. E, por outro lado, é importante também ter cuidado com construções teóricas, como a da “mente corporativa”, capazes de esvaziar completamente de utilidade barreiras como uma *Chinese Wall*, no sentido de que mesmo com a implementação de tal mecanismo não deve haver negociação e ponto.

Igualmente essencial é registrar a absoluta impossibilidade de transpor a teoria do domínio do fato à apuração de ilícitos de *insider trading*, de natureza empresarial, tanto mais da forma “elástica” em que foi aplicada pelo Supremo Tribunal Federal no julgamento do “Caso Mensalão” (como visto, aliás, o próprio tribunal já reviu sua posição em julgamento posterior).

O enfrentamento da questão, em suma, exige atenção e cuidado, pois seu impacto sobre o funcionamento e o desenvolvimento do mercado financeiro e de capitais parece mais que potencial; pode mesmo determinar o destino de parte da atividade das instituições financeiras. Nessa tarefa, é importante avaliar com a maior atenção os precedentes mais relevantes da CVM, tarefa que se tentou empreender neste trabalho. Também a experiência estrangeira é útil a esse propósito, mas deve-se chamar a atenção aos riscos de uma importação acrítica e descontextualizada de conceitos e (falsas) soluções.

Por fim, em caráter propositivo, e não apenas analítico (ainda que crítico), este trabalho buscou apontar sugestões para o aprimoramento da abordagem ao *insider trading* no Brasil, ao mesmo tempo em que se levantam problemas e questões controversas acerca do tema. Ainda que as propostas e perspectiva deste trabalho não encontrem abrigo, como disse o ex-ministro do Supremo Tribunal Federal José Carlos Moreira Alves (a propósito de seu estudo sobre a figura então nova da alienação fiduciária em garantia), “ainda assim o trabalho não terá sido inútil, pois, pelo menos, um mérito se lhe não poderá negar: o de levantar problemas, primeiro passo para encontrar-lhes a solução”²⁵⁶. E a preocupação fundamental, aqui, não é meramente teórica ou acadêmica, mas diz respeito à própria segurança do mercado brasileiro de valores mobiliários baseada, em essência, na confiança dos investidores.

²⁵⁶ ALVES, José Carlos Moreira. Prefácio. In: _____. *Da alienação fiduciária em garantia*. São Paulo: Saraiva, 1973.

REFERÊNCIAS

ALVEZ, José Carlos Moreira. Prefácio. In: _____. *Da alienação fiduciária em garantia*. São Paulo: Saraiva, 1973.

BARBOUTIS, George. Conflicts of interest: the challenge to courts and regulators. *Amicus Curiae*, Londres, v. 29, jul. 2000.

BACELLAR FILHO, Romeu Felipe. *Processo administrativo disciplinar*. 2. ed. São Paulo: Max Limonad, 2003.

CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. Deveres e responsabilidades. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coords.). *Direito das Companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009. v. 1.

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 6. ed. São Paulo: Saraiva, 2014. v. 3

CAVALIERI FILHO, Sérgio. *Programa de responsabilidade civil*. 9. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

COMPARATO, Fábio Konder. *Insider trading*: sugestões para uma moralização do nosso mercado de capitais. *Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*. São Paulo: Malheiros, 1971. p. 41-47.

COSTA, Angelo Augusto; MORAES, Renato José de. “Insider trading”. *Revista dos Tribunais*, São Paulo, v. 723, p. 695-702, jan. 1996.

CRUZ, Gisela Sampaio da. *O problema do nexo causal na responsabilidade civil*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005.

DAVIDOVICH, Marcos. A grande muralha e o conflito de interesses na *common law*. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, v. 61, p. 15-44, jul./set. 2013.

EIZIRIK, Nelson. A Instrução CVM 31/84 e a regulamentação do “insider trading”. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 55, p. 170-175, jul./set. 1984.

. *Lei das S/A comentada*. São Paulo: Quartier Latin, 2011. v. 2.

EIZIRIK, Nelson [et al]. *Mercado de capitais: regime jurídico*. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

FRIED, Jesse M. Insider Abstention. *Yale Law Journal*, Yale, v. 13, p. 455-492, 2003. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=330520>>. Acesso em 22 dez. 2015.

GRECO, Luís; LEITE, Alaor. O que é e o que não é a teoria do domínio do fato sobre a distinção entre autor e partícipe no direito penal. *Revista dos Tribunais*, São Paulo, v. 933, p. 61-92, jul. 2013.

GRECO FILHO, Vicente. *Manual de processo penal*. São Paulo: Saraiva, 1991.

GUEDES, Demian. *Processo administrativo e democracia: uma reavaliação da presunção de veracidade*. Belo Horizonte: Fórum, 2007.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. A adoção do *Chinese Wall* e a repressão ao *insider trading*. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, v. 47, p. 227-245, jan./mar. 2010.

LUCENA, José Waldecy. Da Comissão de Valores Mobiliários e alguns temas polêmicos. In: PERIN JUNIOR, Ecio [et. al.] (coords.). *Direito empresarial: aspectos atuais de direito empresarial brasileiro e comparado*. São Paulo: Método, 2005. p. 131-156.

. *Das sociedades anônimas: comentários à lei*. Rio de Janeiro: Renovar, 2009. v. 2.

MACIEL, Karina Teresa da Silva; MARTIN, Antônio. Efetividade da repressão ao *insider trading*. *Revista de Direito Empresarial*. São Paulo: Revista dos Tribunais, mai. 2014. p. 149-178. v. 3.

MELLO, Rafael Munhoz de. *Princípios constitucionais de direito administrativo sancionador: as sanções administrativas à luz da Constituição Federal de 1988*. São Paulo: Malheiros, 2007.

MIRABETE, Julio Fabbrini. *Código de Processo Penal interpretado*. São Paulo: Atlas, 2001.

. *Manual de Direito Penal: parte geral*. 17. ed. São Paulo: Atlas, 2001.

MOREIRA, Egon Bockmann. Conselho Monetário Nacional, Banco Central do Brasil e Comissão de Valores Mobiliários. *Revista de direito bancário e do mercado de capitais*, Rio de Janeiro, v. 6, p. 106-122, set./dez. 1999.

MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. A utilização desleal de informações privilegiadas “insider trading” no Brasil e nos Estados Unidos. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 34, p. 31-51, 1979.

OLIVEIRA, Bruno Queiroz; SANTIAGO, Nestor Eduardo Araruna. *A aplicação da teoria do domínio do fato ao núcleo financeiro do caso “mensalão”*: análise à luz do princípio da

presunção da inocência. Disponível em <<http://www.publicadireito.com.br/artigos/?cod=394473aaca21886f>>. Acesso em: 04 nov. 2015.

OSÓRIO, Fábio Meda. *Direito administrativo sancionador*. 2. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2005.

PARENTE, Norma Jonssen. *Aspectos jurídicos do “insider trading”*. Superintendência Jurídica da Comissão de Valores Mobiliários, jun. 1978. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/acesso_informacao/serieshist/estudos/anexos/Aspectos-Juridicos-do-insider-trading-NJP.pdf>. Acesso em: 05 nov. 2015.

PASCHOALINI, Ana Paula [et al]. Utilização de informação privilegiada: *insider trading*. *Revista de Direito Empresarial*, São Paulo, v. 4, p. 159-193, jul. 2014.

PROENÇA, José Marcelo Martins. *Insider trading: regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

REQUIÃO, Rubens. *Curso de direito comercial*. 27. ed. São Paulo: Saraiva, 2010. v. 2.

ROXIN, Claus. O domínio por organização como forma independente de autoria mediata. *Panóptica: direito, sociedade e cultura*, [S.l], n. 04, p. 69-94, 2009. Disponível em: <www.panoptica.org>. Acesso em: 04 nov. 2015.

SANTOS, Moacyr Amaral. *Prova judiciária no Cível e no Comercial*. São Paulo: Saraiva, 1952. v. 1.

. *Primeiras linhas de Direito Processual Civil*. 6. ed. São Paulo: Saraiva, 1981. v. 2.

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, v. 147, p. 42-54, jul./set. 2007.

SILVA, Maurício Botelho. “Insider trading” de acionista controlador. *Revista de Direito Público*, v. 67, p. 312-315, jul./set. 1983.

SILVA, Wilson Melo da. *Responsabilidade sem culpa*. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 1974.

TEOTÔNIO, Paulo José Freire; LEONI, Rafaela Aparecido Parizi. Breves esclarecimentos conceituais sobre a teoria do domínio do fato. *Revista Jurídica LEX*, São Paulo, v. 67, p. 391-402, jan./fev. 2014.

TRINDADE, Marcelo Fernandez. Vedações à negociação de valores mobiliários por norma regulamentar: interpretação e legalidade. In: VON ADAMEK, Marcelo Vieira (coord.).

Temas de direito societário e empresarial contemporâneos. São Paulo: Malheiros, 2011. p. 453-471.

ANEXO I

TABELA *INSIDER TRADING***CASOS JULGADOS PELA CVM²⁵⁷**

Processo	PAS nº RJ2013/5793	PAS nº 09/2012
Data do julgamento	27.01.2015	25.11.2014
Relator	Luciana Dias	Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes
Imputação	Responsabilidade pela negociação de ações de emissão da BHG S.A. Brazil Hospitality Group por seu Diretor-Presidente e Diretor de Relações com Investidores com eventual utilização indevida de informação relevante ainda não divulgada ao mercado, em violação ao art. 155, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976, e ao art. 13, caput, da Instrução CVM nº 358, de 2002.	Utilização, por conselheiro administrativo da Brasil Ecodiesel, de informações relevantes ainda não divulgadas ao mercado envolvendo ações de emissão da Brasil Ecodiesel (infração ao art. 155, §1º, da Lei nº 6.404/1976, c/c o art. 13 da Instrução CVM nº 358/2002).
Acusados por <i>insider</i>	Diretor-Presidente da BHG S.A.; Diretor de Relações com Investidores da BHG S.A.	Membro do Conselho de Administração da Brasil Ecodiesel.
Tipo de <i>insider</i>	<i>Insiders</i> primários	<i>Insider</i> primário

²⁵⁷ A tabela reflete apenas os posicionamentos da CVM, não incluindo, portanto, eventuais mudanças decorrentes de recursos julgados pelo Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional.

Discussões abordadas no caso	Caracterização de informação relevante; Possibilidade da Política de negociação da Companhia ou o aditamento dos Contratos de Outorga de Opções de Compra de Ações serem suficientes para amparar as negociações realizadas pelos Acusados nos termos do art. 13, parágrafos 6º e 7º da Instrução CVM nº 358, de 2002.	Requisitos da configuração do <i>insider</i> ; Irrelevância do aferimento de prejuízo com a operação realizada com informação privilegiada.
Pena para os acusados por insider	Absolvição por unanimidade. Colegiado considerou que não havia posse de informação privilegiada pelos acusados.	Condenação do acusado com aplicação de pena de multa no valor de R\$ 500.000,00.

Processo	PAS nº RJ2012/13047	PAS nº 23/2010
Data do julgamento	04.11.2014	04.11.2014
Relator	Roberto Tadeu Antunes Fernandes	Roberto Tadeu Antunes Fernandes
Imputação	Acusação formulada contra os controladores da Brasil Brokers, por negociarem com ações de emissão da Companhia entre os dias 09 e 13 de março de 2012, antes da divulgação das demonstrações financeiras, em 20 de março, em infração ao disposto no artigo 116, parágrafo único, da Lei nº 6.404/76 c.c. o artigo 13, § 4º, da Instrução CVM nº 358/02.	Apuração de possível uso de informação privilegiada em negociações com ações de emissão da Manasa Madeireira Nacional S.A. Infração ao artigo 13, §1º, da Instrução CVM nº 358/02 c.c. o § 4º, do artigo 155, da Lei nº 6.404/76.
Acusados por insider	Acionistas controladores da Brasil Brokers Participações S.A.	Terceiro não integrante ²⁵⁸ ; Membro do Conselho de Administração da Manasa Madeireira Nacional S.A.
Tipo de insider	<i>Insiders</i> primários	<i>Insiders</i> primários e secundários
Discussões abordadas no caso	Presunção relativa de uso de informação privilegiada por <i>insider</i> primário.	Prova indiciária.
Pena para os acusados por insider	Condenação de três acusados com aplicação de pena de multa individual no valor de R\$ 300.000,00 (voto vencido da Diretora Luciana Dias, que absolveu todos os acusados por considerar que havia contraindícios que impediam a presunção do ilícito por <i>insider</i> primário). Absolvição de dois acusados por não terem operado com o conhecimento da prévia das demonstrações financeiras da Companhia.	Absolvição de um dos acusados e condenação de outro com aplicação de pena de multa no valor de R\$ 200.000,00.

²⁵⁸ Ao longo da tabela, serão referidos como “terceiros não integrantes” os acusados que, não sendo administradores, acionistas nem empregados das companhias objeto das informações privilegiadas, tiveram acesso às informações por outras razões (ex.: filho de empregados das companhias).

Processo	PAS nº RJ2013/2714	PAS nº RJ2013/11654
Data do julgamento	07.10.2014	23.09.2014
Relator	Luciana Dias	Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes
Imputação	Apuração de eventual utilização de informação privilegiada, ainda não divulgada ao mercado, em operação realizada com ações de emissão da Contax Participações S.A.	Apuração de possível uso indevido de informação privilegiada em negociações com ações ordinárias de emissão da CCX Carvão Colômbia S.A., em infração ao disposto no art. 155, §4º, da Lei nº 6.404/1976, c/c o art. 13, §1º, da Instrução CVM nº. 358/02.
Acusados por insider	Terceiro não integrante	Banco BTG Pactual S.A.
Tipo de insider	<i>Insider</i> secundário	<i>Insider</i> secundário
Discussões abordadas no caso	Prova indiciária.	Mente corporativa e Chinese Wall.
Pena para os acusados por insider	Condenação do acusado com aplicação de multa de R\$ 200.000,00.	Absolvição.

Processo	PAS nº 29/2000	PAS nº RJ2012/7880
Data do julgamento	17.12.2013	19.11.2013
Relator	Otávio Yazbek	Roberto Tadeu Antunes Fernandes
Imputação	Apuração de responsabilidade por possível uso indevido de informação privilegiada. Infração ao parágrafo único do art. 11 da Instrução CVM nº. 31/1984.	Apuração de negociação com ações de emissão do Banco Panamericano S.A. por Rafael Palladino, com o uso da empresa Max Control Assessoria e Investimento Ltda., da qual era proprietário, nos dias 24 e 28.09.10 e 07.10.10, antes da publicação do Fato Relevante em 09.11.10, em infração ao artigo 13, <i>caput</i> , da Instrução CVM nº 358/02, combinado com o §1º do artigo 155 da Lei nº 6.404/76.
Acusados por insider	Indusval International Bank Ltd.; Safic Corretora de Valores e Câmbio Ltda.; Safic Fundo de Investimento Financeiro; Diretor responsável da Indusval International Bank; Diretor responsável da Safic CVC; Diretor responsável da Safic FIF; Terceiro não integrante.	Vice-Presidente do Conselho de Administração e Diretor Superintendente do Banco Panamericano
Tipo de insider	<i>Insiders</i> secundários	<i>Insider</i> primário
Discussões abordadas no caso	Prova indiciária.	-
Pena para os acusados por insider	Prescrição da ação punitiva no que se refere a dois acusados. Condenação de quatro acusados com aplicação de multas nos valores de: R\$772.909,50, correspondente a três vezes o valor do ganho auferido com as operações objeto deste processo; R\$ 772.909,50, correspondente a três vezes o valor do ganho auferido pela Safic CVC nas operações objeto deste processo; R\$113.568,00 correspondente a uma vez o valor do ganho auferido com as operações objeto deste processo; R\$4.169.454,00, correspondente a três vezes o valor do ganho auferido com as operações objeto deste processo. Absolvição de um dos acusados que só desempenhou a	Condenação dos acusados com aplicação de multa de R\$877.200,00, correspondente ao triplo da perda evitada, na forma do inciso II do artigo 11 da Lei nº 6.385/76, combinado com o inciso III do §1º do mesmo artigo.

	função de administrador de carteira da Safic CVC e do Safic FIF entre 28.8.2000 e 4.1.2001 as operações objeto do processo foram realizadas entre 10 e 16.12.1999.	
--	--	--

Processo	PAS nº 02/2010	PAS nº 11/08
Data do julgamento	09.07.2013	21.08.2012
Relator	Roberto Tadeu Antunes Fernandes	Luciana Dias
Imputação	Apuração de indevida negociação de ações de emissão da Cosan S.A Indústria e Comércio no período que antecedeu a divulgação do Fato Relevante de 25.06.07, por meio do qual foi anunciada a reestruturação societária do Grupo Cosan em infração ao disposto no artigo 13, <i>caput</i> , da Instrução CVM nº 358/02 e no §1º do art.155 da Lei nº 6404/76.	Apuração de eventual utilização de informação privilegiada em negócios com ações preferenciais de emissão da Suzano Petroquímica S.A. Tal informação privilegiada estaria relacionada à aquisição da Suzano pela Petróleo Brasileiro S.A. Petrobras.
Acusados por insider	Aguassanta Participações S.A. (controladora da Cosan); Administrador da Cosan.	Banco Prosper S.A.; Clube de Investimento Albatroz; Clube de Investimento Prosper Infinity; Clube de Investimento Prosper Invest; Equity CP FMIA; Equity Gestão de Recursos Ltda.; Prosper Adinvest FIA; Prosper Gestão de Recursos S.A.; Prosper Toscana FIM; Terceiros não integrantes; Gerente de Operações na Corretora Prosper; Operadora da Corretora Prosper; Coordenador da área de processos e novos produtos no Banco Prosper.
Tipo de insider	<i>Insiders</i> primários	<i>Insider</i> secundário
Discussões abordadas no caso	-	Prova indiciária (relações de amizade e parentesco ou a familiaridade com os assuntos e corpo de funcionários da companhia; <i>timing</i> das operações; padrão de negociação).
Pena para os acusados por insider	Absolvição de todos os acusados:	Absolvição de todos os Acusados os contraindícios apresentados pelos acusados foram suficientes para afastar a imputação.

Processo	PAS nº RJ2011/2789	PAS nº RJ2011/3665
Data do julgamento	20.08.2012	03.04.2012
Relator	Roberto Tadeu Antunes Fernandes	Luciana Dias
Imputação	Apuração de eventual utilização de informações relevantes ainda não divulgadas ao mercado em operações realizadas com ações de emissão do Banco PanAmericanoS/A no período que antecedeu a divulgação do Fato Relevante de 26.11.09 sobre a alienação, por seu acionista controlador, de aproximadamente 49% do capital social votante e 20% do capital não votante do Banco à Caixa Participações S.A., subsidiária integral da Caixa Econômica Federal. Infração ao art. 155, §4º, da Lei nº 6.404/76, e ao art. 13, §1º, da Instrução CVM nº 358/02.	Apuração de eventual utilização de informações ainda não divulgadas ao mercado em operações realizadas com ações de emissão da Aços Villares S.A. no período que antecedeu a divulgação do fato relevante anunciando que Gerdau S.A. estava estudando opções de reorganização societária envolvendo a sua controlada Aços Villares. Infração ao art. 155, §4º, da Lei n.º 6.404, de 1976, e ao art. 13, §1º, da Instrução CVM nº 358, de 2002.
Acusados por insider	Ex-funcionário do Grupo Panamericano, que também já fez parte de outras empresas que tiveram ligações com o Panamericano	Conselheiro Fiscal da Metalúrgica Gerdau e sua esposa
Tipo de insider	<i>Insider secundário</i>	<i>Insider secundário</i>
Discussões abordadas no caso	Prova indiciária.	Prova indiciária; Padrão de negociação.
Pena para os acusados por insider	Absolvição.	Condenação dos acusados com aplicação de multa de R\$132.000,00, equivalente a três vezes o montante da vantagem econômica obtida e multa de R\$45.000,00, equivalente a três vezes o montante da vantagem econômica obtida.

Processo	PAS nº 11/09	PAS nº RJ2010/1666
Data do julgamento	03.04.2012	03.04.2012
Relator	Luciana Dias	Luciana Dias
Imputação	Apuração de eventual utilização de informações relevantes ainda não divulgadas ao mercado em operações realizadas com ações de emissão da Estácio Participações S.A., agrupadas em <i>units</i> .	Apuração de eventual uso indevido de informação privilegiada em negociações de valores mobiliários realizadas por um funcionário da Renner que teve acesso a certas informações financeiras e contábeis não públicas porque participava de um processo de auditoria relativo a uma operação de aquisição já anunciada, mas cujo preço e conclusão dependiam de determinadas condições e dos resultados da auditoria em curso.
Acusados por insider	Hookipa Investments LLC	Gerente geral de produtos financeiros e um dos responsáveis pela auditoria na Leader
Tipo de insider	<i>Insider</i> secundário	<i>Insider</i> primário
Discussões abordadas no caso	Prova indiciária Análise de indícios.	Caracterização de informação relevante; Presunções.
Pena para os acusados por insider	Absolvição.	Absolvição.

Processo	PAS nº 13/09	PAS nº RJ2010/14407
Data do julgamento	13.12.2011	13.12.2011
Relator	Eli Loria (voto vencido);	Alexsandro Broedel Lopes
Imputação	Apuração de eventual utilização de informações relevantes em operações realizadas com ações preferenciais de emissão da SADIA, antes da divulgação, pela companhia, de Fato Relevante em 25.09.08. Infração ao disposto no §4º do art. 155 da Lei nº 6.404 e no art. 13 da Instrução CVM nº 358/02.	Apuração de eventual negociação com ações da Lupatech dentro do período vedado pela Instrução CVM nº 358/02, no seu artigo 13, parágrafo 4º, ou seja, durante os 15 dias que antecederam a divulgação do 1º ITR/09 da companhia.
Acusados por insider	Family Trust Clube de Investimentos; Clube Primoinvest de Investimentos; Octaviano Zandonai & Cia Ltda.; Ex-diretores da Sadia; Ex-superintendente da Sadia; Ex-fornecedor da Sadia; Gerente de Tesouraria da Sadia; Funcionário da Concórdia CVMCC e administrador e Diretor de Investimentos da Fundação Attilio Francisco Xavier Fontana; Filho de ex-diretor e ex-suplente do Conselho Fiscal da Octaviano Zandonai & Cia Ltda; Funcionária da Octaviano Zandonai & Cia Ltda); Ex-diretor e ex-suplente do Conselho Fiscal da Octaviano Zandonai & Cia Ltda.	Conselheiro Administrativo e Diretor da Lupatech S/A
Tipo de insider	<i>Insiders</i> secundário e primário	<i>Insider</i> primário
Discussões abordadas no caso	Provas indiciárias; Diferenciação de tipos de <i>insiders</i> .	Negociação indireta.

Pena para os acusados por <i>insider</i>	<p>Absolvição de um dos acusados e condenação de dez com aplicação de multas nos valores de R\$200.000,00, R\$1.163.360,00, R\$94.540,00, R\$720.656,00, R\$978.331,12, R\$280.960,00, R\$1.101.296,00, R\$300.000,00; R\$112.448,00, e R\$ 32.044,00, todas equivalentes a duas vezes o valor do prejuízo evitado.</p> <p>Voto vencido: Absolvição de todos os acusados.</p>	<p>Condenação do acusado com aplicação de pena de advertência, nos termos do art. 11, inciso I, da Lei nº 6.385/76.</p>
---	---	---

Processo	PAS nº RJ2010/4206	PAS nº 19/09
Data do julgamento	23.08.2011	07.06.2011
Relator	Alexsandro Broedel Lopes	Eli Loria
Imputação	Apuração de eventual irregularidade na negociação com <i>units</i> da Terna Participações S.A., em suposta infração ao artigo 13 da Instrução CVM nº 358/02.	Apuração de eventual utilização de informações ainda não divulgadas ao mercado, relativas à aquisição da VRG Linhas Aéreas S.A. pela Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A., em operações realizadas com ações de emissão destas, em possível antecipação à divulgação de Fato Relevante em 28.03.07.
Acusados por insider	Credit Suisse Securities (USA) LLC	Terceiro não integrante, mas sócio de escritório de advocacia contratado pela GOL em 2005
Tipo de insider	<i>Insider</i> primário	<i>Insider</i> secundário
Discussões abordadas no caso	Elemento subjetivo do art. 13 da Instrução CVM nº 358/02 (“obter vantagem”).	Prova indiciária.
Pena para os acusados por insider	Absolvição tendo em vista os contraindícios apresentados.	Condenação - Multa pecuniária no valor de R\$164.270,00, equivalente a duas vezes o montante da vantagem econômica obtida, por utilização de informação privilegiada em seus negócios no mercado de valores mobiliários.

Processo	PAS nº 19/06	PAS nº RJ2009/13459
Data do julgamento	30.11.2010	30.11.2010
Relator	Alexsandro Broedel Lopes	Alexsandro Broedel Lopes
Imputação	Apuração de eventual uso de informação privilegiada relacionada aos negócios com ações de emissão da Ripasa S/A Celulose e Papel, Suzano Bahia Sul Papel e Celulose S/A e Votorantim Celulose e Papel S/A, realizados no período que antecedeu o fato relevante por elas divulgado em 10 de novembro de 2004.	Apuração de eventual irregularidade na negociação com <i>units</i> da Terna Participações S.A., em suposta infração ao artigo 13 da Instrução CVM nº 358/02.
Acusados por insider	Goldman, Sachs & Co.	Credit Suisse International; Credit Suisse Próprio Fundo de Investimento em Ações.
Tipo de insider	<i>Insider</i> secundário	<i>Insider</i> secundário
Discussões abordadas no caso	Nenhuma relevante.	Chinese Wall.
Pena para os acusados por insider	Absolvição	Condenação dos acusados com aplicação de multas nos valores de R\$3.691.337,30 e de R\$22.720.113,90, equivalentes a três vezes a vantagem econômica obtida pelos acusados, conforme previsto no art. 11, §1º, inciso III, da Lei nº 6.385/76.

Processo	PAS nº 10/08	PAS nº 21/05
Data do julgamento	23.11.2010	26.10.2010
Relator	Eli Loria	Eli Loria
Imputação	Apurar eventuais irregularidades nos negócios com ações de emissão da Refinaria de Petróleo Ipiranga S/A, Distribuidora de Produtos de Petróleo Ipiranga S/A e Companhia Brasileira de Petróleo Ipiranga, especialmente em relação à possível antecipação à divulgação de fatos relevantes sobre a alienação de controle do grupo Ipiranga para a Petróleo Brasileiro S/A Petrobras, Ultrapar Participações S/A e Braskem S/A.	Apurar o eventual uso de informação privilegiada relacionada aos negócios com ações de emissão da Companhia de Bebidas das Américas AMBEV realizados no período de maio de 2003 a março de 2004, antes do fato relevante por ela divulgado em março de 2004.
Acusados por insider	Terceiros não integrantes.	Fundação Antonio e Helena Zerrenner Instituição Nacional de Beneficência.
Tipo de insider	<i>Insider</i> secundário	<i>Insider</i> secundário
Pena para os acusados por insider	Condenação dos acusados com aplicação de multas nos valores de R\$ 540.000,00 e R\$1.375.746,00, equivalentes a três vezes o montante da vantagem econômica obtida, por utilização de informação privilegiada em seus negócios no mercado de valores mobiliários, em infração ao disposto no art. 155, §4º, da Lei nº 6.404/76.	Absolvição

Processo	PAS n° 07/07	PAS n° RJ2008/9022
Data do julgamento	16.03.2010	09.02.2010
Relator	Marcos Barbosa Pinto	Eli Loria
Imputação	Apurar eventual uso indevido de informação privilegiada em negócios com ações de emissão de Sadia S.A e Perdigão S.A, ocorridos na Bolsa de Valores de São Paulo, nos dias anteriores ao lançamento, pela Sadia, de uma oferta pública de aquisição do controle acionário da Perdigão.	Apurar eventual uso indevido de informação privilegiada em negócios envolvendo ações da CYRELA antes da divulgação de diversos fatos relevantes, em desacordo com o art. 13 da Instrução CVM n° 358/02.
Acusados por insider	Gerente de relações com investidores da Sadia; Integrantes do bloco de controle da Sadia; Filho do 2° Vice-Presidente do conselho de administração da Sadia à época da Oferta.	Diretor de Relações com Investidores da Cyrela; Diretor-presidente e presidente do conselho de administração da Cyrela; Diretores da Cyrela.
Tipo de insider	<i>Insiders</i> primários e secundários	<i>Insiders</i> primários
Discussões abordadas no caso	-	Voto vencido condenou os acusados, pois interpretou a vedação do <i>insider</i> como absoluta. O voto vencedor (Diretor Marcos Barbosa Pinto) baseou-se no fato de que não houve oscilação atípica na cotação das ações após a divulgação de nenhum dos eventos. Ausência de oscilação atípica é um indicativo importante de que não houve infração.
Pena para os acusados por insider	Absolvição de dois acusados e condenação de um com aplicação de multa no valor de R\$500.000,00.	Absolvição de todos os acusados. Voto vencido: Condenação dos acusados a multas de R\$97.584,00, R\$6.272,60, R\$50.000,00, R\$745.761,20, R\$15.532,05, e R\$22.176,70, todas correspondentes a 10% das operações irregulares.

Processo	PAS nº 22/06	PAS nº 24/05
Data do julgamento	20.10.2009	07.10.2009
Relator	Eliseu Martins	Sergio Weguelin
Imputação	Apuração de suposto uso de informações privilegiadas relacionadas à divulgação, pela EMBRAER, de fatos relevantes divulgados em 13.01.2006, 16.01.2006 e 19.01.2006, que versavam sobre a nova formatação para a estrutura de capital da companhia, em infração ao disposto no §4º do art. 155 ¹ da Lei nº 6.404 e no §1º do art. 13 ² da Instrução CVM nº 358/2002.	Apuração de potencial uso indevido de informação privilegiada por pessoas tidas como direta ou indiretamente relacionadas a aquisições de ações de emissão da Bahema Equipamentos durante o curso de negociações, não divulgadas ao público em geral, envolvendo o controle da Companhia.
Acusados por insider	Gerente de Planejamento Econômico e Preços da EMBRAER; Gerente de Contas a Pagar da Embraer.	Empresa de Comunicação Calmaria Ltda.; Ex-Diretores da Bahema Equipamento; Ex-acionistas da Bahema Equipamento; Ex-membros do Conselho de Administração da Bahema Equipamento; “Pessoa autorizada a operar” em nome das sociedades Arbi Rio Incorporações Imobiliárias Ltda., Cemisa Participações Ltda. e Empresa de Comunicação Calmaria Ltda.; sócio majoritário da Calmaria que já integrou os quadros funcionais, como gerente de contabilidade, de outras sociedades cujo capital social era detido pela “pessoa autorizada a operar”; Ex-procurador da Bahema Equipamentos; Diretor Presidente da Bahema Participações; Ex-Diretor da Agenda Corretora de Títulos e Valores Ltda; Ex-Diretor da Gradual CCVM Ltda. e um dos principais negociadores de ações de emissão da Bahema Equipamentos (falecido);
Tipo de insider	<i>Insiders</i> secundários	<i>Insiders</i> primários e secundários
Discussões abordadas no caso	-	Interpretação do art. 13, <i>caput</i> da Instrução CVM nº 358/2002. Poder regulamentar da CVM. Comparações com o julgamento de casos de <i>insider</i> nos EUA. Indícios e presunções.
Pena para os acusados por insider	Absolvição acusação não comprovou o acesso dos acusados a informações privilegiadas.	Houve a absolvição de dois acusados e condenação de seis acusados com aplicação de advertência, e multas nos valores de R\$ 652.083,62 e R\$

		250.000,00
--	--	------------

Processo	PAS nº 25/04	PAS nº SP2007/0117
Data do julgamento	30.09.2008	26.02.2008
Relator	Marcos Barbosa Pinto	Eli Loria
Imputação	Apuração de potencial uso indevido de informação privilegiada em negócios realizados no segundo semestre de 2002 e início de 2003, quando estava em curso o processo de avaliação da Tele Centro Oeste para fins de alienação de seu controle e que não se referiam a rolagem e encerramento de operações de financiamento.	Apuração de eventual uso indevido de informações relevantes ainda não divulgadas ao mercado na negociação de valores mobiliários de emissão da Perdigão na Bolsa de Nova York, conduta vedada pelo art. 155, §1º, da Lei nº 6.404/76. Infração ao art. 155, § 1º, da Lei nº 6.404/76.
Acusados por insider	Banco Credibel S.A.; BID S.A.; Membros do Conselho de Administração da Tele Centro Oeste Celular Participações S.A.; Splice do Brasil Telecomunicações e Eletrônica S.A.; Tele Centro Oeste Celular Participações S.A.; Membros do Conselho de Administração da Splice do Brasil Telecomunicações e Eletrônica S.A.; Diretores do Banco Credibel S.A.; Superintendentes do Banco Credibel S.A.; terceiros não integrantes.	Administrador da Sadia.
Tipo de insider	<i>Insiders</i> primários e secundários	<i>Insider</i> primário
Discussões abordadas no caso	Interpretação do art. 13, <i>caput</i> da Instrução CVM nº 358/2002: vedação absoluta.	-
Pena para os acusados por insider	Condenação de um dos acusados com aplicação de multa de R\$100.000,00 por infração ao disposto art. 13, <i>caput</i> , da Instrução CVM nº 358/02 cc artigo 157, § 6º, da Lei nº 6.404/76. Absolvição de todos os outros acusados.	Condenação do acusado à pena de inabilitação temporária pelo prazo de cinco anos para o exercício do cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta.

Processo	PAS nº SP2007/0118	PAS nº SP2005/0155
Data do julgamento	26.02.2008	21.08.2007
Relator	Marcos Barbosa Pinto	Eli Loria
Imputação	Apuração de potencial uso indevido de informação privilegiada acerca da oferta pública de aquisição de controle da Perdigão pela Sadia em negócios realizados com American Depositary Receipts ADRs de emissão da Perdigão S.A. Infração ao art. 155, § 1º, da Lei das S/A.	Apuração de eventual utilização de informação privilegiada na negociação de ações da CAMBUCI, tendo em vista as tratativas da empresa para a negociação do alongamento de sua dívida com um banco estrangeiro. Aplicação do art. 11 da Instrução CVM nº 31/84, configurando uso de práticas não equitativas de mercado, previstas na alínea "d" da Instrução CVM nº 8/79, e vedadas pelo item II da mesma Instrução.
Acusados por insider	Diretor de finanças e de relações com investidores da Sadia S.A.	JGP S/A, seus Diretores e seu analista; Credit Suisse First Boston DTVM, Credit Suisse First Boston S/A CTVM e o Diretor destas instituições; JGP Nextar Fund e os Diretores da JGP S/A, responsáveis pela administração de sua carteira; Ventura Capital LLC e os Diretores da JGP S/A, responsáveis pela administração de sua carteira.
Tipo de insider	<i>Insider</i> primário	<i>Insiders</i> primários e secundários
Discussões abordadas no caso	-	Tipos de <i>insiders</i> ; Meios de prova da configuração do ilícito.

**Pena para os acusados por
*insider***

Condenação a pena de inabilitação para o exercício do cargo de administrador e conselheiro fiscal de companhia aberta pelo prazo de cinco anos.

Pena de advertência a três acusados e absolvição dos demais.

Voto vencido: condenação em duas multas de R\$ 50.000,00 e uma de R\$ 100.000,00 a três dos acusados; absolvição dos demais.

Processo	PAS nº 07/04	PAS nº 22/04
Data do julgamento	01.08.2007	20.06.2007
Relator	Eli Loria	Marcelo Trindade
Imputação	Apuração de eventual utilização de informação privilegiada, caracterizada como não equitativa, conforme conceituado na alínea "d" do inciso II da Instrução CVM nº 8, de 08/10/79, em contrariedade ao inciso I dessa mesma Instrução, e considerada falta grave, pelo inciso III, passível de aplicação das penalidades previstas no artigo 11, incisos I a VIII, da Lei nº 6.385, de 07/12/76, nos termos de seu § 3º por negociação de cotas de emissão do Clube de Investimento dos Empregados da Vale por parte de seus administradores detentores da informação de contratação da "PUT" com o BRADESPAR e, portanto, sabedores do potencial de valorização das cotas decorrente da venda da participação na VALEPAR que contabilizada a custo histórico apresentava enorme defasagem de seu valor real, em detrimento de cotistas não conhecedores da informação.	Apuração de eventual negociação de ações com base em informações privilegiadas, por diretores da Randon Participações S/A. e de sua subsidiária, Fras-Le S/A. e por terceiros de algum modo a eles ligados, no período que antecedeu a publicação de aviso de fato relevante em 15.08.2002. Tal fato relevante era uma associação da Randon com um grupo internacional, cujas negociações, segundo o aviso de fato relevante, estavam então em curso.
Acusados por insider	Presidente do Conselho de Administração e diretor-presidente do Clube de Investimento dos Empregados da Vale; Diretores do Clube de Investimento dos Empregados da Vale; Membros do Conselho de Administração do Clube de Investimento dos Empregados da Vale; Vice-presidente do Conselho de Administração do Clube de Investimento dos Empregados da Vale; Membro do Conselho Fiscal do Clube de Investimento dos Empregados da Vale.	Diretores da Randon; Dramd Participações e Administração LTDA (controladora direta da Randon); Diretor responsável por corretora que veio a se associar à corretora que executou os negócios realizados pelos administradores e familiares acusados; Esposa de diretor da Randon e sócia da Dramd Participações e Administração LTDA.; Filho de diretor Randon e sócio da Dramd Participações e Administração LTDA.
Tipo de insider	<i>Insiders</i> primários	<i>Insiders</i> primários e secundários

Discussões abordadas no caso	Forma de cálculo da pena de multa.	Presunção e indícios relacionados aos tipos de <i>insiders</i> .
Pena para os acusados por <i>insider</i>	Uma absolvição e doze condenações com multas de R\$ 712.260,00; R\$ 652.905,00; R\$ 178.065,00; R\$ 415.485,00; R\$ 237.420,00; R\$ 356.130,00; R\$ 189.936,00; R\$ 421.420,50; R\$ 237.420,00; e R\$ 29.677,50, equivalentes às vantagens indevidas obtidas.	Uma absolvição e sete condenações com aplicação de multas nos valores de R\$ 120.900,00; R\$ 14.850,00; R\$ 53.947,50; R\$ 30.170,00; R\$ 10.200,00; R\$ 1.340,00 e R\$ 37.950,00, todas fixadas com base no inciso II do § 1º do art. 11 da Lei 6.385/76.

Processo	PAS nº 04/04	PAS nº RJ2003/5669
Data do julgamento	28.06.2006	11.06.2006
Relator	Marcelo Trindade	Sergio Weguelin
Imputação	Apuração de eventual uso de informação privilegiada relacionada ao processo de reestruturação das dívidas do Grupo AES junto ao BNDES com a negociação de ações preferenciais da Eletropaulo. Infração do § 4º do art. 155 da Lei 6.404/76, e do art. 13, § 1º, da Instrução CVM 358/02.	Apuração de eventual uso de informação privilegiada na aquisição de ações preferenciais da Grazziotin S/A., empresa em que os acusados eram administradores, no período compreendido entre o conhecimento da informação e sua divulgação ao público, em infração ao art. 13 da Instrução CVM 358/02.
Acusados por insider	Advogado do escritório contratado por BNDES e BNDESPAR; Advogado do escritório contratado pelo Grupo AES.	Controlador, diretor e vice-presidente do conselho de administração da Grazziotin S/A; Membro do conselho de administração da Grazziotin S/A.
Tipo de insider	<i>Insider</i> primário	<i>Insiders</i> primários
Discussões abordadas no caso	<i>Insider</i> primário vs secundário; Interpretação do art. 13 da ICVM 358 em relação ao requisito subjetivo do <i>insider trading</i> : finalidade de obter vantagem.	-
Pena para os acusados por insider	Absolvição de um dos acusados e condenação do outro com aplicação de pena de multa pecuniária no valor de R\$ 150.000,00.	Absolvição de um dos acusados e condenação do outro com aplicação de pena de multa no valor de R\$ 20.000,00, com fundamento no art. 11, inciso II, da Lei 6.385/76.

Processo	PAS nº RJ2004/0852	PAS nº 11/04
Data do julgamento	30.05.2006	13.12.2005
Relator	Sergio Weguelin	Wladimir Castelo Branco Castro
Imputação	Apuração de eventual uso de informação privilegiada na negociação de ações da Geral de Concreto S.A. realizada por terceiros não vinculados à companhia. Violação ao art. 13, § 1º, da Instrução 358/02.	Apuração de eventual uso de informações privilegiadas em negociações com ações de emissão da CREMER S.A. no período que antecedeu a publicação do fato relevante divulgado pela Companhia em 12.05.03.
Acusados por insider	Procurador da MTC do Brasil Participações Ltda; MTC do Brasil Participações Ltda.	Diretores da Cremer S.A.; J. R. Fagundes & Associados Ltda. (controladora da CREMER); Sócios-quotistas da J.R. Fagundes & Associados Ltda.
Tipo de insider	<i>Insider</i> secundário	<i>Insider</i> primário e secundário
Discussões abordadas no caso	-	Nenhuma -
Pena para os acusados por insider	Absolvição por ausência de prova capaz de identificar a fonte da informação.	Absolvição.

Processo	PAS nº 17/02	PAS nº 06/2003
Data do julgamento	25.10.2005	14.09.2005
Relator	Wladimir Castelo Branco Castro	Norma Jonssen Parente
Imputação	Apuração de eventual utilização de prática não-eqüitativa envolvendo a Techold Participações S/A, referente à compra de ações ordinárias nominativas da Tele Centro Sul Participações S/A TCS nos pregões da BOVESPA de 13 e 14.12.99, anteriormente à divulgação de fato relevante pela TCS, em 16.12.99. Infração ao disposto no artigo 11 da Instrução CVM nº 31/84 e aos incisos I e II, alínea d, ambos da Instrução CVM nº 08/79.	Imputação de infração ao artigo 11 da Instrução CVM nº 31/84 por eventual uso de informação privilegiada na negociação de ações de emissão da Globo Cabo às vésperas da divulgação do fato relevante que noticiou uma operação de capitalização da empresa no valor de R\$ 1bilhão, operação esta que contou com a participação direta do Banco BBA.
Acusados por insider	Membro do Conselho de Administração da Tele Centro Sul Participações S.A; Diretores da Techold Participações S.A.; Techold Participações S/A.	Banco BBA Creditanstalt S.A. (atual Banco Itaú-BBA S/A); Diretor do Banco BBA.
Tipo de insider	<i>Insider</i> primário	<i>Insider</i> primário
Discussões abordadas no caso	Presunção absoluta; Requisito da intenção de obter lucro no art. 11 da ICVM 31.	Chinese Wall; Tipificação do <i>insider</i> (necessidade de existência de informação privilegiada).

Pena para os acusados por <i>insider</i>	Absolvição de três acusados e condenação de dois com aplicação de multas individuais no valor de R\$ 150.000,00.	Absolvição de todos os acusados considerou-se que a informação era de domínio público.
---	--	--

Processo	PAS nº RJ2003/5627	PAS nº 18/01
Data do julgamento	28.01.2005	04.11.2004
Relator	Norma Jonssen Parente	Eli Loria
Imputação	Infração ao parágrafo 3º, inciso II, do artigo 13 da Instrução CVM Nº 358/2002 por eventual uso de informação privilegiada na negociação com as ações ordinárias de emissão da Refinaria de Petróleo de Manguinhos S/A um dia antes da divulgação de fato relevante informando que, em reunião realizada no dia 14, da qual o acusado participou, o Conselho de Administração deliberaria adquirir 132.888 ações de sua própria emissão, sendo 60.138 ordinárias e 72.750 preferenciais, pelo preço correspondente ao valor patrimonial de cada ação em março de 2003 até o limite de R\$1,70 por ação.	Apuração de eventual infração ao parágrafo único, do art. 11, da Instrução CVM nº 31/84 por uso de informação privilegiada relacionada a fato relevante divulgado pela COPEL em 25/07/01, no qual se dava conta de que, em meio a determinadas providências com o objetivo de privatizar a Companhia, era possível que fosse realizada oferta pública de compra das ações ordinárias em circulação de sua emissão, com vistas a proporcionar aos titulares de tais ações as mesmas condições de negociação que viessem a ser praticadas pelo Estado do Paraná com o BNDESPAR.
Acusados por insider	Membro do conselho de administração da Refinaria de Petróleo de Manguinhos S/A.	Terceiros não integrantes; Diretor da Fator Doria Atherino S/A CV; Diretor da Far Asset Management Ltd e sócio da Fator Empreendimentos e Participações Ltda.; subordinado de Venilton Tadin; advogado do grupo Fator; diretor da Hedging-Griffo CV S/A; operador da corretora Intra; operadores - funcionários da Fator Corretora; Sócio e diretor da Fator Projetos e Assessoria Ltda.; Administrador das empresas Fator, Plural FIA, FMIA CL Plural Setor Energético, FMIA CL Plural Jaguar; Banco Fator S/A; FAR Asset Management Ltd.; FAR Fator Administrador de Recursos Ltda.; FAR S/A DTVM; Fator Brazil Fund Ltd.; Fator Feb FMIA CL; Fator Doria Atherino S/A CV (ex-Doria & Atherino S/A CCVM); Fator Projetos e Assessoria Ltda.; FMIA CL Plural Setor Energético FMIA CL Plural Jaguar; Hedging Griffo Asset Management S/C Ltda.; Hedging Griffo Brazil Fund; Hedging Griffo Carteira Administração Cambial FIF; Hedging Griffo Top FIF; Hedging Griffo Verde FIF; Utilities Emerging Markets Fund LLC; Valley Capital Holding LLC.

Tipo de <i>insider</i>	<i>Insider</i> primário	<i>Insider</i> primário e secundário
Discussões abordadas no caso	Objetividade do ilícito de <i>insider</i> .	Chinese Wall
Pena para os acusados por <i>insider</i>	Pena de advertência, prevista no artigo 11, inciso I, da Lei nº 6.385/76, por infração ao parágrafo 3º, inciso II, do artigo 13 da Instrução CVM Nº 358/2002 (a pena de advertência foi conferida tendo em vista que não houve benefício para o acusado, por isso a pena de advertência).	Condenação de dois acusados com aplicação individual de pena máxima de multa pecuniária no valor de R\$ 500.000,00 por infração ao parágrafo único do art. 11 da Instrução CVM nº 31/84 e absolvição do restante dos acusados.

Processo	PAS nº 33/00	PAS nº 13/00
Data do julgamento	20.12.2002	17.04.2002
Relator	Wladimir Castelo Branco Castro	Marcelo Trindade
Imputação	Apuração de eventual uso de informação privilegiada na negociação de ações de emissão da Elevadores Atlas S.A. em bolsa de valores.	Apuração de eventual uso de informações privilegiadas nas negociações realizadas no ano de 1999, com títulos e valores mobiliários de emissão da Companhia Cervejaria Brahma e da Companhia Antartica Paulista no período que antecedeu a divulgação ao mercado, por fato relevante publicado em 02 de julho, da associação entre as duas companhias, para criação da Companhia de Bebidas das Américas AMBEV.
Acusados por insider	Matrix S.A. DTVM; Membros do Conselho de Administração da Elevadores Atlas S.A.; Investidor Profissional Gestão de Recursos Ltda.; Administrador de carteira.	Gestor da JGP Nextar Fund; PróFinância Participações Ltda.; Sócios da PróFinância.
Tipo de insider	<i>Insider</i> primário	<i>Insider</i> primário e secundário
Discussões abordadas no caso	-	Diferença dos graus de presunções em caso de <i>insider</i> administrador e <i>insider</i> de mercado; Indícios como provas; Relação de parentesco como indício; Perfil de operações.

Pena para os acusados por <i>insider</i>	Condenação dos cinco acusados com aplicação de multas nos valores de R\$20.000,00, R\$ 40.000,00, R\$ 30.000,00 (2 multas) e R\$ 10.000,00.	Absolvição de todos os acusados.
---	---	----------------------------------

Processo	IA nº 31/93	IA nº 09/92
Data do julgamento	20.12.1996	28.09.1995
Relator	João Laudo de Camargo	Francisco Augusto da Costa e Silva
Imputação	Uso de prática não equitativa e de informação privilegiada em operação de aquisição, pela ZHM Assessoria e Participações Ltda., de ações de emissão da Cimento Cauê S.A., de propriedade da Auziliar S.A., pouco antes do fechamento de capital promovido pela Cimento Cauê S/A. Infração ao art. 10 da Instrução CVM nº 31/94 e ao Inciso I da Instrução CVM nº 08/79.	Apuração de <i>insider</i> por violação do dever de lealdade dos administradores da Aquatec Química S.A. ao deliberarem e concretizarem aquisições de ações de emissão da companhia, quando havia fato relevante não divulgado ao mercado. Infração ao art. 10 da Instrução CVM nº 31/94 e ao art. 155 da Lei nº 6.404/76.
Acusados por <i>insider</i>	Controladores da Cimento Cauê; Sócios cotistas da Polo Empreendimentos e Participações; Cotista majoritário da ZHM Assessoria e Participações Ltda.	Presidente do Conselho de Administração, Diretor-Presidente e integrante do grupo de controle da Aquatec Comercial e Industrial S/A; membro do Conselho de Administração da Aquatec Química S.A e integrante do grupo de controle da Aquatec Comercial e Industrial S/A; diretor de relações com o mercado da Aquatec Química S.A.
Tipo de <i>insider</i>	<i>Insider</i> primário	<i>Insider</i> primário
Discussões abordadas no caso	Atenuantes levadas em consideração: operações foram realizadas de forma privada, e envolveram uma companhia que já estava com seu capital fechado desde 1993, não exercendo importância significativa em termos de mercado.	-

Pena para os acusados por insider	Condenação com aplicação de pena de advertência prevista no art. 11, inc. I da Lei 6.385/76 a todos os acusados.	Absolvição de dois acusados e condenação dos outros dois com aplicação de multa de 20% sobre o valor total das operações de compra realizadas no mercado, no montante de Cr\$ 8.053.350,00 e de multa de 10% sobre o valor total das operações de compra realizadas no mercado no montante de Cr\$ 6.753.350,00.
Parecer CVM		Parecer CVM/SJU/Nº 019 07.06.94

Processo	IA nº 07/91	IA nº 14/88 e 34/88 (juntado ao 14/88)
Data do julgamento	06.06.1994	30.11.1993
Relator	Francisco Augusto da Costa e Silva	Hugo Rocha Braga
Imputação	Apuração de possível utilização de informações privilegiadas em operações com ações preferenciais de emissão da Café Solúvel Brasília S/A no período que antecedeu ao seu pedido de concordata preventiva.	Apuração de eventual utilização de informação privilegiada na venda de ações de emissão da Olical em Bolsa de Valores, pouco antes do pedido de concordata, em infração ao art. 11 da Instrução CVM nº 31/84.
Acusados por insider	Não consta	Presidente do Conselho de Administração, Diretor presidente e acionista controlador da Olical e Gerente financeiro da Controle Investimentos e Participações S/A.
Tipo de insider	Não consta	<i>Insider</i> primário
Pena para os acusados por insider	Absolvição de todos os acusados.	Condenação do acusado por infração ao art. 10 da ICVM nº 31/84, com aplicação de pena de multa de 30% do valor das vendas corrigido monetariamente.
Parecer CVM	Parecer CVM/SJU/Nº 012 05.02.82	Parecer CVM/SJU/Nº 012 13.12.91

Processo	IA nº 04/86	IA nº 02/85
Data do julgamento	21.09.1987	11.11.1988
Relator	Eliseu Martins	Nelson Eizirik
Imputação	Apuração de eventual utilização de informações privilegiadas por parte dos administradores da Farol S.A. Indústria Gaúcha de Farelos e Óleos.	Apuração de eventual utilização de informações privilegiadas na negociação com valores mobiliários da Acrinor Acrilonitrila do Nordeste S.A.
Acusados por insider	Administradores da Farol S.A. Indústria Gaúcha de Farelos e Óleos.	Administradores da Acrinor Acrilonitrila do Nordeste S.A.
Tipo de insider	<i>Insider</i> primário	<i>Insider</i> primário
Pena para os acusados por insider	Condenação de 2 acusados com aplicação de pena individual de 30% do valor corrigido monetariamente das operações de venda das ações da Farol S.A., a partir de 1º de maio de 1984 até a data do balanço especial para efeito da concordata.	Absolvição de 3 acusados e condenação de um com aplicação de pena de advertência.
Parecer CVM	Parecer CVM/SJU/Nº 014 12.06.87	Parecer CVM/SJU/Nº 020 - 04.06.1986

Processo	IA nº 04/85	IA nº 22/83
Data do julgamento	04.11.1986	07.10.1985
Relator	José Breno Bueno Salomão	Fernando Albino de Oliveira
Imputação	Utilização de informação privilegiada na negociação com ações de emissão da Eluma S.A. Indústria e Comércio, entre 01.09.81 e 31.10.81, na Bolsa de Valores de São Paulo.	Uso de informações privilegiadas por parte dos administradores da empresa na negociação de ações da Paranapanema S/A Mineração, Indústria e Construção na Bolsa de Valores de São Paulo, contrariando o disposto no art. 155, §1º da lei nº 6.404/76.
Acusados por insider	Administradores da Eluma.	Diretores da Paranapanema S/A Mineração, Indústria e Construção; Sócio controlador da Paranapanema S/A Mineração, Indústria e Construção.
Tipo de insider	Não consta	<i>Insider</i> primário
Pena para os acusados por insider	Absolvição de um dos acusados e condenação de outro com aplicação de multa de 3000 obrigações do tesouro nacional, nos termos do art. 11, §1º, inc. I da lei 6.385/76.	Absolvição de quatro acusados; os outros quatro foram excluídos do processo.
Parecer CVM	Parecer CVM/SJU/Nº 070 09.12.85	Parecer CVM/SJU/Nº 045 28.05.84

Processo	IA nº 24/83	IA nº 05/83
Data do julgamento	10.06.1985	08.03.1985
Relator	Fernando Albino de Oliveira	Nelson Nascimento Diz
Imputação	Uso de informações privilegiadas na negociação de ações da Costa Leste S/A- Crédito, Financiamento e Investimento, quando da transferência de seu controle acionário, em infringência ao disposto nos arts. 155, inc. I e §1º e 157, §4º da lei 6.404/76.	Uso de informações privilegiadas pelos ex-controladores e administradores da Cia. Alterosa de Cervejas na subscrição de ações em aumento de capital.
Acusados por <i>insider</i>	Controlador e Presidente do Conselho de Administração da Costa Leste S/A.	Ex-controladores da Cia. Alterosa de Cervejas; Administradores da Cia. Alterosa de Cervejas.
Tipo de <i>insider</i>	<i>Insider</i> primário	<i>Insider</i> primário
Pena para os acusados por <i>insider</i>	Absolvição do acusado.	Absolvição de todos os acusados.
Parecer CVM	Parecer CVM/SJU/Nº 024 28.02.84	Parecer CVM/SJU/Nº 122 28.11.83

Processo	IA nº 29/82	IA nº 07/81
Data do julgamento	11.12.1984	09.03.1982
Relator	Paulo de Tarso Medeiros	Sadi Assis Ribeiro Filho
Imputação	Uso de informações privilegiadas obtida em função do cargo de administrador da empresa S.A. White Martins, com o fim de auferir vantagem patrimonial com a compra de ações da própria empresa contrariando o disposto no art. 155, §1º da lei nº. 6.404/76.	Uso de informação privilegiada durante o período de negociação do controle acionário da Mato Grosso à Cimento Santa Rita S.A. para adquirirem ações dos minoritários, ainda não informados acerca das negociações.
Acusados por insider	Administradores da S.A. White Martins	Administradores da Cimento Portland Mato Grosso S.A.
Tipo de insider	<i>Insider</i> primário	<i>Insiders</i> primários
Discussões abordadas no caso	-	Necessidade da CVM baixar instrução disciplinando quais atos e fatos são relevantes devendo ser imediatamente divulgados, bem como, quais os usos pelos detentores da informação privilegiada são considerados indevidos. Os principais responsáveis e beneficiários não podem ser penalizados em virtude da inexistência de regulamentação específica da matéria. Por isso, há necessidade de a CVM baixar instrução disciplinando quais atos e fatos são relevantes, e que, portanto, devem ser imediatamente divulgados.
Pena pela prática de insider	Houve absolvição de um dos acusados e condenação de outro com pena de advertência nos termos do art. 11, inc. I da lei 6.385/76.	Houve condenação dos dois acusados com aplicação de multa de 500 vezes o valor de uma ORTN e multa de 300 vezes o valor de uma ORTN.

Parecer CVM	Parecer CVM/SJU/Nº 046 25.05.83	
--------------------	---------------------------------	--

Processo	IA nº 14/80	IA nº 03/79
Data do julgamento	13.04.1981	03.09.1979
Relator	Alberto Emílio Dumortout	Emanuel Sotelino Schifferle
Imputação	Utilização de informação ainda não divulgada, obtida em razão do cargo e capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários; para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários. O acusado teria comprado ativamente papéis da companhia, no período anterior a certa transação, vendendo-os após a operação ter sido divulgada no mercado (infração ao artigo 155, § 1º da Lei nº 6404/76).	Apuração de eventual uso de informações privilegiadas sobre a situação da companhia na venda de ações de emissão da “Companhia X” no período de jan.-maio de 1977.
Acusados por insider	Membro do Conselho de Administração da Supergasbrás Indústria e Comércio S.A.	Diretor financeiro da “Companhia X”.
Tipo de insider	<i>Insider</i> primário	<i>Insider</i> primário
Discussões abordadas no caso	Se a configuração do <i>insider</i> decorre de mera conduta do administrador ou de resultado danoso.	Elemento subjetivo para a caracterização do <i>insider</i> : obtenção de vantagem finalidade/motivação
Pena pela prática de insider	Multa no valor de 500 ORTNs, prevista no art. 11, inciso II da Lei 6385/76.	Absolvição pelo fato de não caracterização de fato relevante.

Processo	IA nº 02/79	IA nº 01/78
Data do julgamento	06.08.1979	02.02.1979
Relator	Emanuel Sotelino Schifferle	Jorge Hilário Gouvêa Vieira
Imputação	Apuração de eventual uso de informações privilegiadas no venda de ações de emissão da Indústria Metalúrgica pelo seu presidente no período que antecedeu a publicação das demonstrações financeiras trimestrais da companhia.	Apuração de uso de informação privilegiada na decisão de vender ações da Servix Engenharia S.A. em período crítico, quando o público investidor não estava a par das informações que o vendedor estava (de que a concorrência da construção da Hidrelétrica de Itaparica P.E. - que a Servix participava - havia sido anulada).
Acusados por insider	Presidente da Indústria Metalúrgica	Diretor-Presidente da Servix Engenharia S.A.
Tipo de insider	<i>Insider</i> primário	<i>Insider</i> primário
Discussões abordadas no caso	Elemento subjetivo do <i>insider</i> : obtenção de vantagem concreta pelo detentor da informação privilegiada, com prejuízo efetivo e real para o investidor não beneficiado com informação privilegiada; Configuração de fato relevante.	Dolo na configuração do <i>insider trading</i> ; Perdas e danos para os investidores que adquiriram as ações vendidas em período crítico.
Pena para os acusados por insider	Absolvição pelo fato de não caracterização de fato relevante.	Condenação com aplicação de penas de advertência e multa no valor de 300 vezes o valor nominal de uma ORTN, conforme previsto no art. 11, §2º da Lei 6.385/76.

