

ISSN 1808678-0



COORDENAÇÃO DE PUBLICAÇÕES
RUA ROCHA, 233 - 11º ANDAR
01330-000 SÃO PAULO SP
www.fgv.br/direitogv
publicacoes.direitogv@fgv.br

v.7 n.6 : novembro 2010

Cadernos DIREITOGV

INSIDER TRADING: DADOS E REFLEXÕES

Viviane Muller Prado (coord.)
Ary Oswaldo Mattos Filho,
Antonio Ignácio Angarita Ferreira da Silva,
Eli Loria, Ilene Patrícia de Noronha Najjarian,
José Marcelo Martins Proença, Rodrigo de Grandis

SEMINÁRIO **38**
v.7 n.6 : novembro 2010

CADERNOS DIREITO GV

v.7 n.6 : novembro 2010

PUBLICAÇÃO DA **DIREITO GV**
ESCOLA DE DIREITO DE SÃO PAULO
DA FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS

ISSN 1808-6780

OS CADERNOS DIREITO GV TÊM COMO OBJETIVO PUBLICAR RELATÓRIOS DE PESQUISA E TEXTOS DEBATIDOS NA ESCOLA DE DIREITO DE SÃO PAULO. A SELEÇÃO DOS TEXTOS É DE RESPONSABILIDADE DA COORDENADORIA DE PUBLICAÇÕES DA DIREITO GV.

EDITOR

DESDE 2004, **JOSÉ RODRIGO RODRIGUEZ**

DIREITO – PERIÓDICOS. I. São Paulo. DIREITO GV
Todos os direitos desta edição são reservados à **DIREITO GV**

DISTRIBUIÇÃO
COMUNIDADE CIENTÍFICA

ASSISTENTE EDITORIAL
FABIO LUIZ LUCAS DE CARVALHO

PROJETO GRÁFICO
ULTRAVIOLETA DESIGN

TRANSCRIÇÃO DE ÁUDIO
TECNOTEXTO - TRANSCRIÇÕES EDITORIAIS

PREPARAÇÃO DE TEXTO
ELVIRA CESÁRIO CASTANON

IMPRESSÃO E ACABAMENTO
XXX

DATA DA IMPRESSÃO **NOVEMBRO/2010**

TIRAGEM **500**

PERIODICIDADE **BIMESTRAL**

CORRESPONDÊNCIA
PUBLICAÇÕES DIREITO GV
RUA ROCHA, 233 - 11º ANDAR
01330-000 SÃO PAULO SP
WWW.FGV.BR/DIREITOGV
PUBLICACOES.DIREITOGV@FGV.BR

CADERNOS DIREITO GV

v.7 n.6 : novembro 2010

INSIDER TRADING: DADOS E REFLEXÕES

Viviane Muller Prado (coord.)

Ary Oswaldo Mattos Filho, Antonio Ignácio Angarita Ferreira da Silva,
Eli Loria, Ilene Patrícia de Noronha Najjarian,
José Marcelo Martins Proença, Rodrigo de Grandis



DIREITGV
ESCOLA DE DIREITO DE SÃO PAULO

SEMINÁRIO

v.7 n.6 : novembro 2010



APRESENTAÇÃO

O desenvolvimento do mercado de valores mobiliários brasileiro traz consigo importantes desafios na sua regulação. Se o mercado de valores mobiliários passa a negociar mais papéis, oferta novos produtos e participam dele mais agentes, a disciplina regulatória tende a se sofisticar em prol de um controle eficaz.

O regulador passa a contar com *novos instrumentos regulatórios* que embutem diferentes estratégias de fiscalização do mercado de capitais, a exemplo do termo de compromisso aperfeiçoado no âmbito dos processos administrativos sancionadores da CVM, que passou a ter previsão expressa na Lei 6.385/76 a partir de 1997. Trata-se de um mecanismo de regulação consensual que finaliza o processo administrativo sancionador sem confissão quanto à matéria de fato e nem reconhecimento de ilicitude, permitindo ao regulador fornecer uma resposta mais rápida ao mercado e aderente às particularidades envolvida no caso concreto.

O tema *insider trading* permite evidenciar claramente o atual estágio de aperfeiçoamento da disciplina do mercado de valores mobiliários brasileiro. Por um lado, verifica-se gradativo aumento da celebração de termos de compromisso pela CVM em processos administrativos de apuração do uso de informações privilegiadas por agentes de mercado. Por outro, em maio de 2009 o Ministério Público Federal ajuizou a primeira ação penal pública pela prática de *insider*, crime tipificado na legislação penal brasileira apenas em 2001. Dessa forma, o tema *insider trading* confere um plano concreto de análise de verdadeiros desafios que abrem à regulação do mercado de capitais.

Tendo em vista esses aspectos, a DIREITO GV desenvolveu estudo empírico sobre a regulação do *insider trading* pela CVM, sob a coordenação da Professora Viviane Muller Prado. A pesquisa foi realizada no site www.cvm.gov.br, entre os dias 26 de maio e 1º de junho de 2009, tanto em informações sobre Processos Administrativos Sancionadores quanto sobre Termos de Compromisso. Outra forma de busca dos dados foi utilizar o instrumento do *Google*, buscando pela palavra “informação privilegiada” apenas no material disponível no *site* da CVM. Os dados referem-se aos anos de 2000 a maio de 2009 (disponíveis nos Anexos I e II).

Os resultados desta pesquisa foram utilizados como subsídio para a realização da mesa redonda sobre o tema que ocorreu em 05 de maio de 2009. Este evento contou com a participação de Ary Oswaldo Mattos Filho, Antonio Ignácio Angarita Ferreira da Silva, Eli Loria, Ilene Patrícia de Noronha Najjarian, José Marcelo Proença, Rodrigo de Grandis, Máira Rocha Machado, Viviane Muller Prado, Juliana Bonacorsi de Palma, Carolina Cutrupi Ferreira e Flora Pinotti Sano.

O resultado desse diálogo institucional foi bastante positivo. Além da enumeração de diversas questões hábeis a constituir uma agenda de pesquisa em torno da regulação e funcionamento do *insider trading*, foi possível estabelecer efetiva mesa de diálogo com professores e profissionais que vivenciam a tema sob diferentes ângulos. O resultado desse encontro pode ser conferido na sequência, com a transcrição da mesa redonda *Insider Trading*.

A DIREITO GV agradece a todos os convidados, professores, pesquisadores e alunos que participaram dessa iniciativa de diálogo institucional no mercado de valores mobiliários. Esperamos que este seja apenas o começo de frutíferas discussões e que esta publicação motive pesquisas acadêmicas e práticas que promovam o aprimoramento do mercado de valores mobiliários brasileiro.

ÍNDICE

| | |
|--|----|
| MESA REDONDA: INSIDER TRADING | 7 |
| MATERIAL PRODUZIDO PARA A MESA REDONDA INSIDER TRADING | 51 |
| ANEXO I – LEGISLAÇÃO | 55 |
| ANEXO II – RESULTADOS EMPÍRICOS | 57 |

INSIDER TRADING: DADOS E REFLEXÕES

Viviane Muller Prado (coord.)

PARTICIPANTES DA MESA REDONDA - Ary Oswaldo Mattos Filho, Antonio Ignácio Angarita Ferreira da Silva, Eli Loria, Ilene Patrícia de Noronha Najjarian, José Marcelo Martins Proença, Rodrigo de Grandis

LEVANTAMENTO DE DADOS - NÚCLEO DE DIREITO DOS NEGÓCIOS E DESENVOLVIMENTO: Viviane Muller Prado (coordenadora), Juliana Bonacorsi de Palma (pesquisadora da DIREITO GV), Flora Pinotti Sano (graduada pela DIREITO GV)

NÚCLEO DE ESTUDOS SOBRE O CRIME E A PENA: Máira Rocha Machado (professora da DIREITO GV), Carolina Cutrupi Ferreira (mestranda da DIREITO GV)

MESA REDONDA: INSIDER TRADING

Viviane Muller Prado

Bom dia. Primeiro, gostaria de agradecer a presença de todos e falar, rapidamente, sobre o projeto de mesas redondas. Trata-se de uma tentativa de estabelecer um diálogo maior entre a academia, as pessoas que estão nos órgãos reguladores e decisórios do Estado, advogados e práticos do mercado. A proposta é sempre trazer algum dado novo para a discussão com o objetivo de estabelecer uma conversa genuína entre pessoas interessadas em estudar e as que trabalham com determinado tema de forma a elevar o debate sobre determinado instituto ou problema brasileiro. Esta primeira mesa redonda é sobre *insider trading*, sobre o uso indevido de informações privilegiadas, no Brasil. A ideia é estabelecer a troca de ideias e experiências entre todas as pessoas convidadas e que gentilmente aceitaram participar deste evento. Antes de mais nada, eu queria apresentar os componentes desta mesa. O doutor Eli Loria, diretor da CVM. Em quase todos os casos analisados no nosso levantamento na CVM, o doutor Eli Loria apareceu como relator ou participante de processos administrativos e, também, nos termos de compromisso. A doutora Ilene Patrícia de Noronha Najjarian, procuradora da CVM e também doutora pela USP e professora do GVlaw. O Professor Ary Oswaldo Mattos Filho, diretor da DIREITO GV e ex-presidente da CVM. O doutor Rodrigo de Grandis, procurador federal e autor da primeira denúncia penal no caso de *insider trading* no Brasil. O doutor José Marcelo Martins Proença, que é advogado, professor no GVlaw e na USP, e fez sua tese de doutorado sobre *insider trading*. Gostaria também de apresentar o professor Antonio Ignácio Angarita, vice-diretor da

DIREITO GV, que também vai colaborar conosco nesta mesa redonda. Estão presentes também a professora Maíra Rocha Machado, professora de direito penal com bastante interesse sobre os efeitos na esfera penal dos termos de compromisso e na perspectiva criminal da prática de *insider*; a pesquisadora Juliana Bonacorsi de Palma e a Flora Pinotti Sano, aluna da graduação da DIREITO GV; todas colaboradoras do levantamento de dados sobre uso de informações privilegiadas na CVM. Agora eu gostaria de iniciar os debates.

Eli Loria

Bom dia a todos. Agradeço imensamente o convite da DIREITO GV. A Escola está de parabéns pelo que tem feito ao longo destes anos. Aqui, a Ilene [Patrícia de Noronha Najjarian] tanto quanto eu nos pronunciarmos em nome próprio. Não estamos falando em nome da CVM. Só para esclarecer. Obrigado.

Ilene Patrícia de Noronha Najjarian

Bom dia a todos. É um prazer e uma honra o convite que me foi formulado pela professora Viviane [Muller Prado]. Agradeço, aqui, à professora e ao professor Ary Oswaldo Mattos Filho, um grande jurista, talvez um dos maiores nesta seara do mercado de capitais, ex-presidente da autarquia. Acho que, nesta mesa estão as pessoas que hoje enfrentam o instituto na visão empírica, e não só livresca. Acho que o encontro da visão livresca com a visão empírica é sempre muito interessante e esses debates tendem a ser muito ricos. Mas, então, trazendo à baila um desafio para o Procurador da República aqui presente, o doutor Rodrigo de Grandis, autor da primeira denúncia já dentro da Lei 6.385/76, na parte penal, na Lei da CVM. A CVM, criada lá em [19]76, à imagem e semelhança da *Securities and Exchange Commission*, a SEC, a “CVM estadunidense”, teve ao longo dos anos seus poderes ampliados. Só em 2001 alguns ilícitos administrativos ganharam a tutela do direito penal e foram tutelados por essa outra seara do direito, que não a seara do direito econômico, que até então vinha tutelando esse instituto da informação e o mau uso da informação no bojo do direito administrativo. Então, a CVM tem esse histórico todo, de anos, apurando os crimes de

insider. Na minha visão empírica – falando como Ilene Patrícia [de Noronha Najarian], não como CVM, até porque não posso fazê-lo, eu atuei em vários inquéritos de *insider* e estou na CVM já há 14 anos. Desde o começo, 1995/1996, pude perceber uma evolução das próprias comissões de inquérito, na visão de como tratar o uso da informação. É aí é que vai o desafio que eu disse anteriormente, a prova, a colheita de prova. É muito árdua a prova, porque o bem tutelado é intangível, imaterial, inacessível de pronto, que é a informação. Nós temos casos pitorescos de depoentes declararem: “Mas eu escutei uma musiquinha em um bar.” E vêm aquelas histórias: “Eu estava no salão de cabeleireiro.” Sempre tem umas históricas assim. Aí, você não consegue na seara administrativa, vai para outra seara, às vezes cível. Nós íamos, com as cautelares satisfativas de exibição de rastreamento telefônico. Eu mesma ainda tenho duas em andamento no [Fórum] Pedro Lessa, na Justiça Federal, na esfera cível. Não é bem quebra de sigilo telefônico. Você busca o quê? As ligações. Então, de que hora a que hora este ligou para aquele. E você “linca” o telefone do CEO ou o número que ele usava com o telefone do operador da mesa, com o telefone do primo do CEO e, aí, você vai traçando. Mesmo sem quebrar o sigilo do teor das conversas, apenas pelo mapa das ligações já é uma prova bem robusta. Mas demora. O Judiciário demora. Vai para a companhia telefônica e a companhia telefônica manda uma lista trocada. Vai para a Vivo e vai para a Oi (antiga Telemar). E, agora, com essa nova parceria entre PFE, CVM e o Ministério Público Federal, eu penso que a esfera cível na busca de provas pode até ser deixada de lado quando a conduta dos jurisdicionados, dos investigados, se subsumirem, se tipificarem nos ilícitos do art. 27 e seguintes da Lei 6.385/76. Acho que já poderia, tendo uma suspeita, um encaminhamento administrativo instaurado, buscar de pronto o *parquet* para que ele então busque a prova mais facilmente. O *parquet* tem mecanismos de obtenção de provas nessa seara, obviamente, por força constitucional, muito maiores do que a CVM, enquanto entidade autárquica que enfrenta o princípio da vinculação estrita no direito administrativo, ou seja, só pode fazer ou deixar de fazer aquilo que estiver na lei. E a lei não é muito clara com relação a essa obtenção de informações, até mesmo dentro do Banco Central, só para dar um exemplo.

Então, a CVM, às vezes, esbarra em um problema de sigilo bancário e ela não obtém informações do Banco Central. Ela obtém no Judiciário, quebrando sigilo bancário com cautelar satisfativa de exibição. Geralmente, não do BACEN autarquia, mas dos bancos privados que estão vinculados por ordem judicial. É o juiz que determina a entrega das informações para a CVM.

Então, surge esse desafio do campo probatório, doutor Rodrigo [de Grandis], que, depois, eu gostaria que Vossa Excelência explorasse com mais propriedade a questão da prova, do uso da informação, tendo em vista que a informação é intangível. Obrigada.

Rodrigo de Grandis

Bom dia a todos. Mais uma vez, obrigado pelo convite. É a segunda oportunidade em que eu venho aqui discutir aspectos que dizem respeito não só ao âmbito do direito penal, mas também ao âmbito do direito comercial e do direito administrativo. A convite da Maíra [Rocha Machado] eu participei de um debate muito interessante a respeito de uma pesquisa efetuada pela DIREITO GV em relação aos crimes contra o Sistema Financeiro Nacional. E, agora, volto aqui, de forma extremamente prazerosa, para discutir os delitos contra o mercado de capitais, em especial o crime do art. 27-D da Lei 6.385/76, o delito de *insider trading*. Eu venho, na verdade, com a perspectiva de aprender muito mais do que falar, quer dizer, ouvir muito mais do que discutir, porque a minha atuação é exclusivamente na área penal. A minha atuação é na área penal. Eu sou um Procurador da República que atua em uma vara especializada em crimes contra o Sistema Financeiro Nacional e lavagem de dinheiro e me surpreendi quando, alguns anos atrás, recebi uma representação da CVM dando conta de um delito que eu desconhecia, a despeito de gostar do tema, que era o delito do art. 27-D da Lei 6.385/76. A representação da CVM não veio a mim por conta da minha atuação na Vara Especializada em Crimes Contra o Sistema Financeiro Nacional e Lavagem. Foi uma distribuição livre. E isso gerou alguma repercussão no âmbito do Ministério Público Federal e eu vou explicar porque eu estou comentando isso. Há uma discussão sobre a natureza jurídica do delito. Alguns colegas do Ministério Público Federal — não são poucos — entendem que esse crime seria de competência da

Justiça Estadual. E, a partir do momento em que eu recebi isso, eu falei: “Não é possível.” Eu fui atrás do tema *insider* e tive dificuldade, como eu estava discutindo com o doutor Marcelo, em achar bibliografia específica sobre o tema no Brasil, mormente na área de direito penal, ou seja, os aspectos criminais do direito e *insider*, e descobri a obra dele. Estudei a obra e cheguei à conclusão de que o delito é de competência da Justiça Federal, a despeito de ter havido uma omissão importante na Lei 6.385/76, assinalando a competência da Justiça Federal. E o fundamento que eu encontrei para isso é o art. 109, inciso IV, da Constituição, no sentido de que o crime viola, de alguma forma, serviço ou interesse da autarquia federal, a CVM. Então, o fundamento constitucional da competência, na minha opinião, neste caso, é o art. 109, IV. O primeiro desafio foi esse. O segundo desafio foi saber o que é o crime de *insider trading*. Aí, discutindo, tanto no âmbito da CVM como com outros colegas e indo atrás da bibliografia, eu vim a descobrir o que é esse delito.

O caso gerou uma investigação no âmbito do próprio Ministério Público Federal, através de um procedimento investigatório criminal. O processo administrativo da CVM veio muito bem instruído, até porque houve uma comunicação extremamente profícua entre a CVM e a SEC. Quer dizer, nós conseguimos documentos norte-americanos porque a negociação de papéis — e isso já é público, então, aqui, não há qualquer inconfidência — por parte de pessoas vinculadas à Sadia, papéis da Perdigão, foi realizada na Bolsa de Nova Iorque. A SEC encaminhou documentação que comprovou materialmente a prática, pelo menos na perspectiva do Ministério Público Federal, de utilização de informação privilegiada. Eu, de posse dessas informações, instaurei um procedimento investigatório criminal e ouvi diversas testemunhas e pessoas vinculadas ao processo de aquisição. E me convenci de que houve, de fato, a utilização criminosa de informação privilegiada no âmbito do mercado de capitais e formulei a denúncia. A primeira questão, justamente, que o juiz teve que enfrentar, foi a competência da Justiça Federal ou não. E quase que esse processo foi para a Justiça Estadual. Eu não consigo entender. Eu acho que não há nada de competência da Justiça Estadual que ensejasse o processamento desse feito no Estado. O juiz se convenceu com a argumentação

que eu acabei de formular, com fundamento no art. 109, inciso IV, e recebeu a denúncia. Agora, os réus serão notificados para oferecer a defesa preliminar e responder à ação nos termos do devido processo legal.

Eu espero que, na verdade, essa ação motive efetivamente, além do debate como acontece no caso presente, também outras perspectivas, porque o tratamento da conduta de *insider* no direito penal é ainda extremamente superficial.

No âmbito do Ministério Público Federal, eu acho que é interessante que se diga, existe um convênio, que foi extremamente salutar para que a denúncia fosse oferecida, entre a Comissão de Valores Mobiliários e o Ministério Público Federal. Esse convênio foi assinado pelo Procurador Geral da República há cerca de dois anos e pela presidente, parece-me, da CVM. E isso [celebração do convênio] tem propiciado um debate, uma comunicação muito mais efetiva e rápida entre a CVM e o Ministério Público Federal. Esse convênio foi fundamental para que a denúncia pudesse ter sido formulada nos termos em que efetivamente o foi. Então, a título, enfim, de manifestação preliminar, eu gostaria só de colocar essas questões. Eu tenho diversos pontos que eu gostaria de ouvir aqui dos senhores em relação à conduta, em especial, o bem jurídico. Por que é que o *insider* existe? É isso que eu gostaria de ouvir dos senhores. Por que, do ponto de vista do direito comercial, se cria a conduta e se penaliza a conduta daquele que se utiliza de informação privilegiada de forma indevida?

Aí, uma segunda questão que se impõe, que também nós estávamos discutindo no intervalo: quem é que é *insider*? Só aquele que é membro da companhia? Eu sei que a CVM possui, através, se não me engano, da [Instrução n.º] 358/02, uma regulamentação. Mas, no âmbito penal, é possível estender a condição de *insider* àqueles que não pertencem propriamente à companhia, mas que, de alguma maneira, auxiliaram no processo e tiveram, justamente no exercício de uma atividade profissional, acesso a uma informação privilegiada? Então, repito, eu vim muito mais para aprender, muito mais para ouvir do que para falar. E me coloco, evidentemente, à disposição para debatermos esses pontos. Muito obrigado.

Viviane Muller Prado

É um diálogo bastante aberto, sem muita formalidade. Quem tiver alguma colocação, pode fazê-la.

Eli Loria

Obrigado. A base legal da regulação baseia-se, principalmente, no princípio da transparência, na teoria da apropriação indevida de informações obtidas em razão do cargo, na vantagem indevida que o *insider* possui frente à contraparte e o próprio efeito adverso que o *insider* produz na estabilidade do mercado, em termos de transparência e eficiência. Baseia-se, de um lado, no dever de prestar informações da administração, do outro, o direito daquele que aporta recursos e os deixa na mão de um terceiro, um gestor, de ter esse direito à informação. Porque não é possível imaginar que alguém vai deixar o seu dinheiro na mão de um terceiro e não vai quer ter informações. Está tudo voltado à confiança que o investidor deve depositar nesse mercado. Sem a confiança, não existe mercado de capitais. Esse é um bem que nós temos que preservar. Sem a confiança, o investidor não vai aportar seus recursos, a Economia não anda e perdemos eficiência na alocação de recursos. Curiosamente, o primeiro caso da CVM foi de *insider*, lá em [19]78, não é, professor? E, nesse caso da Sadia, vários temas foram abordados. Primeiro, o fato de a operação ter se dado no exterior. Então, foi discutida a competência que a Comissão de Valores Mobiliários teria. E, no caso, entendeu-se que os mercados se comunicam e qualquer alteração de preços ou de volume do mercado de Nova Iorque afeta o mercado de São Paulo e afeta o investidor nacional. Segundo, as ordens foram transmitidas do território brasileiro. Então, com isso, teve-se outro elemento da competência da CVM.

Outro aspecto interessante desse caso foi o fato de o administrador da Sadia ter comprado ações de uma segunda empresa, uma outra empresa, a Perdigão. E, ali, houve a discussão se o *insider* só poderia se dar com as ações da própria companhia. Entendeu-se que não e se ampliou o conceito. No caso, também tivemos um terceiro acusado, que assinou um termo de compromisso, que era o diretor do Banco ABN, o [Banco] Real. E também temos a discussão se somente o administrador pode ser tipificado, pode ser

enquadrado, ou se terceiros também. Neste caso, são terceiros da confiança da administração. Então, a administração também deveria zelar para que esse terceiro não se utilizasse indevidamente da informação. Aliás, há três semanas fiquei até com ciúmes do nosso [Rodrigo] de Grandis, porque o [Ricardo] Boechat queria fechar a CVM, que não fazia nada no caso Sadia, que já estava na esfera penal. E nós já tínhamos julgado o caso em fevereiro do ano passado — até entramos em contato com o [Ricardo] Boechat, para tentar minimizar esse dano que ele fez ao mercado. Na realidade, quando ele fala mal da CVM, ele está minando a própria confiança do investidor no nosso mercado pela “BandNews”. É um caso bem interessante. Nós inabilitamos, por cinco anos, o diretor. Outro aspecto interessante foi uma troca de informações com a SEC, que nós temos inúmeros memorandos de entendimento. No nosso *site* [<http://www.cvm.gov.br>], que eu pedi para colocarem na tela, eu sempre comento que é um *site* complicado de mexer, mas, depois que você pega o jeitinho dele, vai. Eu só ia comentar que, por exemplo, estão ali as pautas dos futuros julgamentos e dos processos acionadores julgados. Aqui há uma pequena diferenciação dentro do procedimento administrativo da CVM em ritos ordinários e ritos sumários. Ritos sumários são aqueles julgados pelo superintendente da área e têm um limite de multa de R\$ 100 mil. E o rito ordinário é aquele julgado diretamente pelo colegiado. O rito sumário vai a recurso ao colegiado. E vamos chegar lá, em fevereiro de 2008, dia 26 de fevereiro. Estão separado em dois casos, o Romano [Ancelmo Fontana Filho], que era do Conselho da Administração e o [Luiz Gonzaga] Murat, que era o diretor financeiro. Clicando no número do processo, vamos encontrar a ementa e, depois, relatório e votos. Estávamos comentando com a professora Viviane [Muller Prado] que, na CVM, os membros do colegiado são independentes. São escolhidos pelo presidente da República, passam pelo Senado e têm mandato de cinco anos. Com isso, as opiniões são bastante diversas e cada um faz questão de dar o seu posicionamento. E, também, comentamos que, mesmo quando a decisão é unânime, os fundamentos podem ser diferentes. Então, embaixo, podem encontrar o voto do relator, o voto do diretor, o voto da presidente. É uma pesquisa bem interessante pelos votos. Esse é

um caso que é rico em várias teses de defesa, que nós rechaçamos, ou seja, é bem interessante.

Ilene Patrícia de Noronha Najjarian

Só para complementar, quanto à questão do doutor Rodrigo de Grandis, sobre o bem jurídico tutelado e o porquê que o *insider* teria sido penalizado, saiu da esfera do direito econômico do mercado de capitais e passou para a UTI, como diz o professor José Marcelo [Proença]. Você falou, naquela última banca, que o penal seria a UTI dos institutos jurídicos. Então, por que ele [*insider trading*] chegou nessa UTI, não é? É uma frase dele.

José Marcelo Martins Proença

Eu vou explicar.

Ilene Patrícia de Noronha Najjarian

A meu ver — e acho que o professor Ary Oswaldo [Mattos Filho] talvez fosse a pessoa mais indicada para essa colocação que eu vou fazer agora — o mercado de capitais vem evoluindo no Brasil. Nós somos um país jovem, ainda, em mercado de capitais. Nos Estados Unidos, [o mercado de capitais] começou depois da quebra de 1929, e a SEC surgiu em 1933. No Brasil, a CVM é de 1976. Ela começou a funcionar mesmo em 1978 até implementar e instaurar os primeiros inquéritos. Então, nós temos uma CVM mais nova do que eu, com 30 anos de existência. Eu acho que essas três décadas não é tempo suficiente para amadurecer todos os bens jurídicos que ela tutela. Mas o que eu acho que mais contribuiu foi na valoração da informação. Hoje, a informação é estudada nas academias. Estamos na sociedade da informação. Eu mesma leciono em uma casa que cuida desse direito como um direito na sociedade da informação. Então, a informação tem um valor e, no mercado de capitais, esse valor é nítido, mais do que nos outros mercados, porque tudo é precificado. Cada papel, tudo o que as companhias abertas colocam tem o seu preço, tudo o que os *players*, os que os intermediários lidam é precificado. E tem vários, como diz o professor John Coffee, naquela obra que eu gosto muito sobre “Gatekeepers”, que saiu pela Oxford. Cada *gatekeeper*, na verdade, em uma negociação, tem as obrigações dele. Sem dúvida, a corretora de valores é um

gatekeeper. O auditor independente daquela companhia aberta também. De certa maneira, ele [*gatekeeper*] está lidando com aquelas posições, ele vai ter que por as ressalvas no balanço e tudo. Mais do que isso — e, aí, falo de uma brincadeira que eu sempre faço com os meus alunos ao interpretar a Instrução CVM 358, que cuida do fato relevante e do uso da informação dentro da companhia aberta — o rol da [instrução CVM] 358 não é taxativo, não é *numerus clausus*, é exemplificativo. Como saber quando eu devo guardar sigilo e quando eu devo informar? Isso é uma linha tênue e é difícil para o empresário, os *players* e todos os que estão em uma operação raciocinar assim. Eu sempre falo que é um exercício de meditação do ser humano. O ser humano tem que meditar. É pensar: essa decisão, essa operação que está ocorrendo, influenciaria no meu íntimo, na minha decisão de comprar ou vender esse papel? Se, lá no seu íntimo, vier sim, influenciaria na minha decisão de comprar ou vender esse papel, aí você tem um dever de divulgar, de consultar a autarquia, de verificar melhor. Principalmente o DRI, o Diretor de Relações com Investidores, que é o maior dos *gatekeepers* dentro de uma companhia aberta acerca do fluxo de informação, é o primeiro porque ele está ali para isso. A função não é só atender ao investidor, mas cuidar para que a informação não vaze, de cá ou de lá. Então, eu acho que é por isso que ele [*insider trading*] chegou na UTI, como diz o professor José Marcelo [Proença], porque o direito administrativo não conseguiu educar, nestes 30 anos, o papel da CVM. Todo o esforço da CVM foi um esforço hercúleo, é um esforço hercúleo, é uma luta ciclópica. Não tem como só na esfera administrativa as pessoas serem educadas. Não houve essa conscientização. Aí, já pela penas mais severas, uma constrição a mais — não é? Então, a gente pretende o quê? A academia, os juristas, aqui? Que a informação seja realmente enxergada como um valor e isso é tirar riqueza de uns e passar riqueza para outros, facilmente. Às vezes, as pessoas nem chegam a perceber essa movimentação e, aí, cabe não só à CVM, mas a todos, volto a dizer, corretores, distribuidores, *underwriters*, advogados, todos que estão envolvidos naquela operação, que é um fato relevante, de não deixar as informações das operações saírem da linha. Eu vou passar, agora, para o doutor José Marcelo [Proença], para ele explicar a minha colocação sobre a UTI.

José Marcelo Martins Proença

Bom dia a todos. É um prazer estar aqui. Eu quero agradecer à Viviane [Muller Prado], o convite por estar aqui e saudar toda a mesa, nas pessoas dos professores [Antonio Ignácio] Angarita [Ferreira da Silva] e Ary Oswaldo [Mattos Filho], duas pessoas, as grandes e as verdadeiras responsáveis pelo Direito na GV e as responsáveis por podermos estar aqui, hoje, em um encontro tão prazeroso. Há um tempo atrás, parecia uma utopia ou algo não possível de ser estruturado no país. E, hoje, nós temos a prova real de que a Direito na GV pode ser estruturada da forma como está sendo. Parabéns a vocês e, na pessoa de vocês, eu agradeço e saúdo a toda a banca.

Muito bem, senhores. Já que estamos aqui em um universo bastante grande, não só nós, na mesa, como todos que estão assistindo, eu queria que todos relembassem alguns pontos para entendemos bem a figura do *insider trading*. O *insider trading* é o uso de informações privilegiadas do mercado de capitais. A base, portanto, é evitar uma assimetria informacional no mercado de capitais. E porque esse *insider* tem que ser uma figura ilícita? Porque, se nós entendermos que o mercado de capitais pode ser um dos pilares para o nosso tão sonhado desenvolvimento econômico e também desenvolvimento social, precisa dar credibilidade a esse mercado, para permitir o seu desenvolvimento. E, se eu, investidor em potencial do mercado de capitais, posso imaginar que é possível alguém chegar com assimetria informacional e me “passar a rasteira”, ou seja, já que ele tem informação privilegiada que eu não detenho e, lá, ele vai fazer uma compra ou uma venda que vai me prejudicar e vai beneficiá-lo, eu não vou investir nesse determinado mercado. Então, vejam, justamente para dar credibilidade ao mercado de capitais e, portanto, permitir o seu desenvolvimento e, daí, sendo o mercado de capitais um dos pilares para o nosso desenvolvimento econômico social, repudiar a conduta de *insider trading* me parece uma coisa claríssima e incontestável.

A primeira questão que nós temos é a seguinte: as normas de *insider* não podem ser apenas repressivas, como é o tipo penal e o ilícito administrativo e civil de *insider trading*. Há necessidade de normas preventivas. E todo o sistema normativo brasileiro traz normas preventivas e repressivas de *insider trading*. As preventivas

são do dever de informar. É o princípio da informação, o dever de informar imposto aos administradores. Então, se eu tenho a obrigação de informar, eu devo informar de acordo com o que a regulação manda para atingir a todo universo de investidores atuais e potenciais, para a manutenção de uma suposta simetria informacional. Então, nós devemos entender o dever de informar como uma norma preventiva de *insider trading*. E, se nós pensarmos assim, quanto ao dever de informar, aí sim, nós temos mais base para criticar ou não o que se manda que se informe e o que ainda não se manda que se informe, que seria importante que se mandasse informar.

Tirada essa norma preventiva, dever de informar, que tem base no art. 157 da Lei das Sociedades Anônimas, nós temos, então, a norma repressiva. E nós tivemos a repressão efetiva ao *insider trading* só a partir da nossa Lei 6.404/76, que teve como exposição de motivos a possibilidade de desenvolvimento da macro-empresa em nosso país, o desenvolvimento de um mercado de capitais e assim por diante. Então, pensou-se, desde 1976 — tardiamente, talvez — a necessidade de viabilizar o desenvolvimento do mercado de capitais. Como? Dando por ilícita a conduta do *insider trading*. Isso se encontra, repito, de forma organizada na nossa legislação só a partir de 1976, com a Lei 6.404, no art. 155, que trata do dever de lealdade do administrador. Só que, aí, nós tínhamos uma falha muito grande, senhores. Por quê? Porque nós tínhamos um dever de lealdade, pela Lei 6.404, onde se incluía o *insider trading* apenas imposta ao administrador. Então, era proibido o administrador, ou seja, conselheiros de administração e diretores, se utilizarem de informações privilegiadas no mercado de capitais. Informações, portanto, ainda não divulgadas.

Havia a Instrução Normativa 13, da CVM, que ampliava isso. Mas também era restrita, no tocante de quem poderia ser *insider*. Até porque, vejam, eu tenho a informação privilegiada, mas eu não sou administrador. Eu sou um advogado que atua naquela empresa. Ou eu era a secretária do diretor e, por isso, fiquei sabendo. Ou eu era um outro cliente daquela empresa ou daquele escritório de advocacia que, na sala de espera, ouvi informações ou conversa de telefone entre um advogado e um administrador. Então, eu não tenho nada com a administração, mas não poderia

ser considerado *insider trading*. Notem a restrição subjetiva da norma até então.

Além disso, a punição à conduta também ficava dificultada, porque, agindo espertamente, eu não usava a informação privilegiada. Eu vendia para a Viviane [Muller Prado] a informação que eu detinha. Ela não é administradora, o administrador sou eu. Já que ela que comprou a informação e dela se utilizou e não é administradora, não havia nenhum tipo de irregularidade da conduta de se utilizar da informação privilegiada. Só que eu vendo caro porque a gente vai dividir o lucro.

Com isso, senhores, em 2001, a Lei 10.303 ampliou em termos subjetivos, amplamente, quem pode ser considerado *insider*. E foi colocado o parágrafo 4º ao art. 155, dizendo: é proibido a qualquer pessoa o uso de informações privilegiadas. Então, nós tivemos, aí, uma ampliação grande, em termos subjetivos, de quem pode ser considerado *insider*. Só que isso está na Lei 6.404. E depois, com a revogação da Instrução Normativa 13, e com as Instruções 358 e 369, também a CVM ampliou a possibilidade subjetiva de configuração de *insider*. Isso foi ótimo. Só que — e, agora, chegando “na questão da UTI” — em 2001, junto com a Lei 10.303, o *insider trading* também foi tratado em nível criminal, em termos criminais. Ou seja, passou também a, de forma regular ou sistemática, ser tratado como crime, no direito brasileiro. E, aqui, eu tenho, na minha opinião, o primeiro problema. Porque o art. 27-D da Lei 6.385, diz o seguinte: “Utilizar informação relevante, ainda não divulgada ao mercado, de que tenha conhecimento e da qual se deva manter sigilo, capaz de propiciar para si ou para outro vantagem indevidamente mediante negociação”. Nota-se na redação legal a preposição ‘e’ no tipo penal, incluindo, como requisito para a configuração do crime, a obrigação de manter sigilo. E eu pergunto: a Viviane [Muller Prado], no exemplo hipotético traçado, que não tem nenhum tipo de vinculação com a empresa, está obrigada a manter sigilo de alguma informação que eu passei a ela? Eu tenho obrigação de manter sigilo, porque eu sou administrador. Ela, não. Então, da mesma forma que a Lei 6.404 ampliou subjetivamente o ilícito, em termos subjetivos, na esfera civil e administrativa, a Lei Penal vacilou drasticamente, pois deixou uma porta, uma porteira aberta para

passar um monte de *insider* livre da condenação criminal, infelizmente. Mas isso é um problema de técnica legislativa.

A última coisa que eu queria dizer diz respeito à motivação da criminalização do *insider trading*. Nós temos, hoje, todo um movimento de descriminalização de condutas. Absolve-se ou solta-se 50 mil presos, porque não tem lugar — isso é um outro problema. A questão é que, seguindo aí os ensinamentos de Nelson Hungria, tenho, para mim, que quando o ilícito civil ou a sanção civil de reparar o dano ou a sanção administrativa de multa ou outras penalidades acessórias não forem suficientes para desestimular a conduta, há necessidade de chamar algo mais duro: a UTI. Se um antibiótico não resolveu, se um simples Anador não resolveu, precisa colocar o paciente na UTI. E eu tenho, para mim, que o desvalor da ação do *insider* é muito grande, porque está ligado com a proibição do nosso tão sonhado desenvolvimento econômico e social. Pena civil e pena administrativa não desestimula conduta em um país complexo como nós temos, em um mundo complexo como nós temos hoje, onde a antiética parece que mais *status* dá do que a conduta ética. E, além disso, senhores, tenho para mim que, hoje, muitos conseguem chegar em casa e explicar à esposa, ao pai, à mãe, aos filhos, ao padre, ao padrinho, que têm um processo civil nas costas, ou que têm, até, um auto de infração por sonegação fiscal. O duro é explicar que foi para a delegacia, prestar depoimento. O duro é explicar que tem processo penal e que é réu de um processo penal. Então, sanção penal estigmatiza. E uma conduta sem valor ou com tanto desvalor, como é a do *insider*, só o direito penal para tentar colocar alguma rédea na ânsia lucrativa daquela determinada pessoa. É isso que eu queria dizer.

Eli Loria

Só complementando, em 1978, a doutora Norma Parente desenvolveu uma tese, que o *insider* se assemelharia ao estelionato. Então, talvez fosse um caminho para os demais *insiders*, não cobertos pelo art. 27-D da Lei 6.385/76.

Ary Oswaldo Mattos Filho

Eu queria cumprimentar a professora Viviane [Muller Prado], pelo trabalho que ela está desenvolvendo aqui, conosco. E esse é um

foro livre. Ninguém fala, aqui, em nome de pessoa jurídica. Todos nós falamos como pessoas físicas e creio que o melhor foro é um foro neutro. E o meio acadêmico é um foro neutro. Eu acho que esse tema é um tema que precisa ser muito pesquisado e fundamentalmente pensado. Ele nasceu como cópia do direito americano, mas a minha sensação é que, depois, com as transformações, com as inserções ocorridas na lei brasileira, principalmente na Lei 6.385, ele [o tema *insider trading*] adquiriu um foro próprio e uma amplitude que eu ainda não consegui mensurar. Todos nós temos, por tradição, vinculado o *insider* à Lei 6.404, à lei societária. Entretanto, quando ocorrem duas modificações fundamentais na Lei da CVM, eu creio que o campo ainda ficou extremamente amplo e não mapeado. Porque ocorreram duas mudanças extremamente importantes. A primeira é que passou para a competência da Comissão de Valores Mobiliários a normatização, a fiscalização e punição sobre todos os contratos de investimento. E o que significa isso? Significa — eu estou pensando — que o modelo brasileiro se descola do modelo americano. No modelo americano, a SEC tem um campo de atuação que é fundamentalmente voltado para alguns poucos tipos de valores mobiliários e a CFTC pega os mercados futuros de *commodities* agrícolas, financeiros etc. No Brasil, felizmente, nós não tivemos essa bipartição. Então, tudo aquilo que é contrato de investimento, que venha a isso abranger — que, também, é outro ponto de interrogação — passou para o âmbito da competência da Comissão de Valores Mobiliários. Em que momento isso descola? Porque, na CFTC, que são as *commodities*, não há *insider*. E, para nós, agora, passou a ter *insider* em todos os contratos negociados na BM&F ou outras bolsas similares. Ou seja, a figura do *insider* se descola pela abrangência da competência da Comissão de Valores Mobiliários, à medida em que passou ela. Na realidade, o contrato de investimento abrange todos os ativos que estão elencados no artigo 2º. da Lei 6.385 e mais outros, que a gente não conseguiu inventar ainda. Pois bem, isso, de um lado. De outro lado, a definição do art. 27-D [da Lei 6.385/76] abrange a definição da [Lei] 6.404 e amplia muito mais. Ou seja, a definição da [Lei] 6.404 foi engolida, metabolizada e sumiu dentro do art. 27-D [da Lei 6.385/76]. E por que isso? Qual é o verbo? Utilizar, ou

seja, pressupõe um ato de vontade. Do quê? De informação não disponível ao mercado, que tenha conhecimento e deva manter sigilo, ou seja, eu acho que o doutor Rodrigo [de Grandis] vai ter um trabalho árduo de interpretação, porque o campo ficou extremamente amplo. Essa informação que seja capaz de propiciar — não é que tenha propiciado, que possa vir a propiciar e não tenha propiciado — vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio e de terceiro, com valores mobiliários. Quais valores mobiliários? Contratos de investimento? Então, o seu trabalho pioneiro, doutor Rodrigo [de Grandis], eu acho que, agora, vai merecer estímulo para vários de seus colegas ou do professor que esteja querendo assuntos para tese de mestrado e doutoramento. Isso aí, essa junção que não existia antes, de forma tão forte, no direito brasileiro, entre o direito dos valores mobiliários e o direito penal. Então, eu acho que o trabalho da academia e o trabalho da autarquia, o trabalho do Ministério Público, não é mais o que está na [Lei] 6.404, é o que está dentro do 27-D [da Lei 6.385/76], junto com a inclusão dos contratos de investimento como valor mobiliário. Então, enfim, eu não tenho solução, mas é uma socialização de angústias.

Eli Loria

Professor, nós também, porque, além dos contratos derivativos e os investimentos coletivos, vieram também os fundos de investimentos. Então, nós nos deparamos com um caso que, supostamente, é de *insider* em fundos de investimentos. E é um caso, também, que nós estamos na dúvida do enquadramento, na área de investigação — estivemos conversando informalmente. É um caso inusitado em que havia uma decisão do investidor e do gestor. O investidor soube da decisão do gestor e saiu antes do fundo. Então, como é que vamos enquadrar isso nas nossas normas e tudo o mais? Ampliou bastante a competência e os problemas, junto.

Antonio Ignácio Angarita Ferreira da Silva

Antes que se tente dar respostas a essas questões suscitadas desde o procurador, doutor Rodrigo [de Grandis], eu queria ter a pretensão de colocar a discussão que até agora houve dentro de uma

linha de perímetro. O que nós estamos discutindo? E os riscos emanantes de ampliar muito essas questões de fiscalização e esses conceitos. Nada pessoal, mas eu acho que a sociedade brasileira não está preparada para viver uma exação policial como nós estamos vivendo. Sobretudo, que essa exação policial pode, no limite, confundir alhos e bugalhos. Isso é um risco muito grande que a sociedade brasileira está correndo. Então, o que eu ouvi da pesquisa coordenada pela Viviane [Muller Prado] — cumprimentos ao grupo dela — é que há uma extensão dos termos de conduta, os compromissos, e o encolhimento das ações competentes, advindas da CVM. Isso, para mim, é um sintoma que eu gostaria de ver discutido, por que é que está se privilegiando o termo de compromisso? Seria algo semelhante ao TAC do Ministério Público? Ou a natureza é outra? Porque, se for, há uma questão subjacente intrigante. Qual é a linha divisória que, de um lado, fica o ilícito não negociável e, do outro lado, o ilícito que se pode compor em um termo de ajuste de conduta? Não sei. Eu acho que essas questões são questões, independentemente dos técnicos aqui presentes, subjacentes à questão técnica que, estas, talvez, sejam questões jurídicas. Essa é a minha contribuição.

Rodrigo de Grandis

Eu acho que a gente poderia tentar, dentro da sua pergunta, estabelecer aqui um âmbito de análise, como o senhor bem colocou. Só se fala em Termo de Ajustamento de Conduta no âmbito não penal. O Ministério Público Federal, nos termos da Lei de Ação Civil pública, realiza Termos de Ajustamento de Conduta e a CVM também, dentro da sua regulamentação. Mas, no âmbito do direito penal — e nós estamos trabalhando aqui, também, em uma perspectiva penal, em face do art. 27-D [Lei 6.835/76] — não existe, por força do princípio da obrigatoriedade da ação penal pública, a possibilidade de ajuste. Uma vez promovida a denúncia, uma vez promovida a ação penal, o Poder Judiciário vai ter que se manifestar sobre aquilo que, de fato, foi veiculado pelo Ministério Público. O que existe, evidentemente, são alguns instrumentos de diversificação penal, como a suspensão condicional do processo, desde que o fato, a conduta se enquadre nos termos do Art. 89 da Lei 9.099.

Então, objetivamente, tentando responder à sua pergunta, não há possibilidade de TAC. Eu tive conhecimento de que houve, neste caso concreto da Sadia e o Luiz Gonzaga Murat, que eu vejo lá, ele era diretor de relações com investidores, quer dizer, ele era o *insider*, não é? Eu não sei se fez TAC, mas a gente vai entrar em outra seara que é, justamente, saber se aquilo que foi estabelecido do ponto de vista administrativo vai ganhar relevância no âmbito penal, quer dizer, se as instâncias se comunicarão. E, certamente, eu tenho certeza disso, porque conheço os advogados do caso, eles vão colocar a tese de que houve uma especificação, no âmbito administrativo, que ganhará efeitos jurídicos no âmbito do direito penal. Eu sou partidário da tese da independência de instâncias. Eu acho que aquilo que se estabeleceu do ponto de vista administrativo, em relação à questão da imputação e, enfim, descobrimento da verdade real, não ganha relevância automática.

Agora, vieram aqui uma série de perguntas que eu vou tentar responder. Primeiro, em relação à pergunta inicial da investigação. Na dúvida, mande para o Ministério Público Federal. E, enfim, eu acredito que, dentro do direito penal econômico, da persecução dos crimes financeiros, a experiência que eu tenho, é de que, no âmbito penal, na investigação criminal, a quebra do sigilo bancário, a quebra do sigilo telefônico — enfim, as medidas cautelares destinadas à apuração do fato — tramitam mais rapidamente no âmbito processual penal. É desnecessária, por exemplo, uma ação de exibição de documentos, como acontece no plano cível. Então, a simples representação pode motivar a instauração de um procedimento investigatório criminal, por parte do Ministério Público Federal, ou a instauração de um inquérito policial, no âmbito da Polícia Federal. Eu estou tentando responder àquela sua primeira pergunta, eu acho que esses meios são mais expeditos, sem a menor sombra de dúvida. Agora, estamos trabalhando com um tipo penal que tem características de crime contra o Sistema Financeiro Nacional e isso gera repercussões importantes. A primeira é que, dentro do direito penal econômico, esse tipo penal tem natureza, na minha perspectiva, de norma penal em branco. O que significa dizer que alguns elementos desse tipo penal deverão ser complementados através de outras normas, em especial normas administrativas provenientes da Comissão de

Valores Mobiliários. E por que eu digo isso? Porque o espectro, em relação ao sujeito ativo, como colocou o professor José Marcelo [Proença], fica limitado para aquele que tem o acesso à informação e que deva manter sigilo. E a questão é: quem é que deve manter o sigilo? Quem é que vai especificar? Porque o direito penal, a Lei 6.385/76 não disse — como é costumeiro — quem é que tem que manter o sigilo. E isso, me parece, foi regulamentado, ainda que de forma um pouco genérica, na Instrução 358 [da CVM].

No caso concreto Sadia-Perdigão, o Ministério Público Federal ofereceu denúncia contra dois membros da Sadia e, enfim, me parece que, lá, existe uma especificação. Agora, aquele funcionário do banco que teve acesso, no exercício da função - e, pela leitura que eu fiz da instrução, eu não o consegui enquadrar especificamente. Mas o processo, a investigação demonstrou que era tal o grau de necessidade de manutenção do sigilo no âmbito do Banco Real, que foram dados apelidados - apelidaram a operação justamente por questões de sigilo. Quer dizer, a operação não era tratada livremente no âmbito da instituição financeira. Era o projeto Panther, como vocês bem sabem. Cada empresa foi apelidada com um nome e todos os funcionários do banco que tiveram acesso a informações ou documentos envolvendo a operação, a proposta de aquisição pública, assinaram termos de confidencialidade, no âmbito da instituição financeira. Me parece que a questão, aqui, ficou suprida, justamente por conta desse caso concreto. Eu não tenho a menor sombra de dúvida de que o funcionário do banco que teve acesso, no exercício de sua atividade, é e se enquadra na figura do art. 27-D da [Lei] 6.385/76.

O professor colocou um ponto importante, em relação também ao tipo penal, que é o que me preocupa, até porque o nosso legislador não tem características que devem ser elogiadas, no mais das vezes, no que tange à redação de tipos penais, mormente nos tipos penais que possuem características de crimes financeiros, dentro do âmbito do direito penal econômico, portanto. O senhor colocou: capaz de propiciar para si ou para outrem — e esse é um ponto importante, dentro da análise do tipo penal, porque nós sabemos que o direito penal brasileiro define tipos, crimes, no que tange à conduta e resultado, como sendo

crimes materiais, formais ou de mera conduta. Isso tem uma relevância enorme, porque a leitura que eu faço desse tipo penal é que ele seria um crime formal. Bastaria, tão somente, para a configuração do delito, a utilização da informação privilegiada, independentemente do benefício auferido no futuro. Em princípio, a gente pode até trabalhar com a hipótese do sujeito ativo do *insider* que utilizou a informação privilegiada e teve prejuízo. Isso descaracterizaria o delito ou o tipo penal? Na minha perspectiva, não, justamente porque ele é um crime formal, ele não depende do resultado benefício patrimonial. E eu lembro, me chamou a atenção na obra do professor José Marcelo [Proença], que ele sustenta essa tese e, a meu ver, absolutamente correta, na perspectiva penal. A despeito de o senhor ter falado que não tem atuação ou não é a sua área de especialidade, o direito penal, a análise, na minha perspectiva, foi precisa. E já há uma outra obra, de um advogado, a que eu tive acesso recentemente — aliás, é advogado de um dos acusados, excelente advogado do Rio de Janeiro —, sustentando exatamente que o crime tem natureza de crime material. Dependeria da obtenção da vantagem econômica. No caso concreto, por exemplo, da Sadia-Perdigão, me parece que um deles, aliás, não teve benefício patrimonial, a despeito de ter utilizado a informação privilegiada e se encaixar na condição de *insider*.

Um outro aspecto que eu gostaria de chamar a atenção aqui e que me passou, gostaria de ouvir a opinião dos senhores, é que a mim me parece que o tipo penal do art. 27-D [da Lei 6.385/76], por tutelar o mercado de capitais, tem a natureza de crime contra o Sistema Financeiro Nacional. Porque o mercado de capitais é um segmento do Sistema Financeiro Nacional. E porque eu estou dizendo isso, embora possa parecer um truísmo? Porque a Lei 9.613/98, a lei que regulamenta o crime de lavagem no Brasil, diz que é crime antecedente de lavagem os crimes contra o Sistema Financeiro Nacional. E ela não especifica, em nenhum momento, que os crimes contra o Sistema Financeiro Nacional dizem respeito tão somente à Lei 7.492/86. Daí, a minha questão. Uma vez considerado o *insider* como crime contra o Sistema Financeiro Nacional, poderia ser ele enquadrado como crime antecedente do delito de lavagem de dinheiro? Se, em um primeiro momento, o sujeito obtém a vantagem econômica e, em um

segundo momento, ele passa a ocultar ou dissimular valores provenientes de crime antecedente, ele estaria incorrendo em dois delitos. O *insider*, enquanto crime antecedente à lavagem de dinheiro. E isso, eu discuti com — inclusive, que é professor desta Casa — o professor Celso Vilardi, no meio das audiências do mensalão. Entre uma testemunha e outra, ficamos discutindo a questão do *insider*. Mas me parece, sem a menor sombra de dúvida, que não são apenas os delitos definidos na Lei 7.492/86. A natureza e a interpretação teleológica que não fere, a meu ver, o princípio da reserva legal, determinaria o crime de *insider*, enquanto antecedente de lavagem de dinheiro. Mas é uma questão que, certamente, vai ser debatida e a ideia, portanto, acredito, é instigar o debate. E eu tive respostas, aqui, que, para o meu caso concreto, para as minhas preocupações, satisfizeram enormemente. Eu consegui angariar elementos aqui para sustentar e sopesar os valores que envolvem essa forma de delito. Enfim, seriam essas as considerações que eu teria a fazer neste momento. Ah, faltou um aspecto importante: a aplicação da lei brasileira. Certamente os advogados já avisaram para mim que vão falar. Eles falaram: “Doutor, eu vou impetrar *habeas corpus*, para dizer que a lei brasileira não se aplicaria ao caso.” E, aí, eu concordo com os senhores e me utilizo do argumento que está contido no Código Penal. Ambos os réus — hoje, réus — estavam no Brasil, no território brasileiro, quando se utilizaram da informação privilegiada. As ordens de compras de papéis foram realizadas por Internet, no Brasil, e por telefone. E, aqui, me parece que aplicaria o princípio, tranquilamente, da ubiquidade. O art. 6º do Código Penal determina que, para a aplicação da lei penal brasileira, em matéria de território, é o local da conduta ou do resultado. E a conduta foi praticada em território brasileiro. E o Nelson Hungria, que foi citado pelo professor [José] Marcelo [Proença], dizia que basta que a conduta tenha sido praticada ou uma parcela dela praticada no território brasileiro para a incidência da lei brasileira. Parece, sinceramente, que esse argumento cai em face daquilo que dispõe no art. 6º do Código Penal. Mas, eu espero que, na verdade, o Poder Judiciário tenha condições de deliberar sobre esses pontos, inclusive, para esclarecer aqui as nossas várias angústias, as nossas várias dúvidas sobre essa nova modalidade criminosa.

Ilene Patrícia de Noronha Najarian

Com relação à competência, a extraterritorialidade, eu, lá dentro da CVM, tive a chance de me envolver com um parecerista, antes de virar inquérito, antes de instaurar [processo administrativo], sobre essa competência da autarquia, tendo em vista a atuação da SEC, porque a SEC já tinha agido lá fora e tinha já enviado a documentação para a gente, tinha detectado ali os recibos, a oscilação com os ADRs. O que é que ocorre? Tem um dispositivo na Lei 6.386/76, que é exatamente o art. 9º, que é a espinha dorsal da CVM, que define a competência da autarquia. E foi acrescentado pelo Decreto-Lei 3.995/2001, que foi objeto de uma ADIN, umas medidas. Aí, os acadêmicos, alguns juristas tentaram rechaçar esse Decreto, mas ele não foi rechaçado e foi inserido o parágrafo 6º no art. 9º, que fala o seguinte: A CVM será competente para apurar e punir condutas fraudulentas no mercado de valores mobiliários sempre que: Inciso I – seus efeitos ocasionem danos a pessoas residentes no território nacional, independentemente do local em que tenham ocorrido. Então, eu me firmei porque esse tráfico da informação, o mau uso da informação, na operação Sadia-Perdigão — quer dizer, na tentativa de operação, porque a operação acabou nem ocorrendo — no intuito de realizar aquele ato de concentração. A CVM, claro que, de pronto, obteve da SEC toda a negociação com recibos. Mas ela já tinha, no bojo da sua lei, esse dispositivo. Digamos, se o caso tivesse acontecido em 2000, talvez ficasse difícil trazer. Nós tentaríamos, por força dessa argumentação, de lesar investidores aqui, no território nacional. Mas precisaria de uma ginástica, uma arquitetura legal para fulcrar a competência da CVM. Agora, por força desse parágrafo 6º, doutor Rodrigo [de Grandis], me parece que não há dúvidas. A autarquia tinha competência, sim, e, a autarquia tendo competência, acho que a competência do *parquet* fica nítida porque, se a autarquia agiu aqui no Brasil, instaurou processo administrativo, que lesaram investidores aqui, acionistas antigos das duas companhias que não tinham aquela informação, então eu acho que, aí, fica tranquilo.

Quanto ao termo de compromisso, a questão do nosso professor, a CVM não pode fazer o termo de compromisso sempre que a hipótese em análise do ilícito se subsumir na Lei ou na Instru-

ção CVM 301, que é a nossa instrução de lavagem. Agora, nos crimes antecedentes, o senhor, mais do que ninguém sabe, são muito debatidos na academia do penal econômico. Questões desse jaez têm pareceres para todos os lados agora sobre o que seria antecedente. Por exemplo, você fala em manipulação. Todo *insider* gera manipulação? A meu ver, sim. Então, não seria nem o antecedente, seria o crime posterior, porque você, ao praticar o *insider*, manipula o mercado, está indo com uma informação que ninguém tem, provoca uma oscilação de preço pela sua negociação. E, se isso cair no fundo de pensão, aí, então, não tem dúvida. Porque as ordens de fundos de pensão — dos institucionais, em geral — já entram e já alavancam o mercado, pois são ordens grandes. Então, sobre essa questão do crime antecedente, me parece que a academia ainda tem que estudar muito mais para, realmente, com segurança, colocar o *insider* como antecedente de lavagem. E não parece tão fácil assim. Eu ainda acho que teria que ser casuisticamente, professor Ary [Oswaldo Mattos Filho]. Não é todo *insider* que teria esse condão, doutor Rodrigo [de Grandis], até pelo alcance da manipulação que viria na sequência do *insider*, para que tivesse o condão de se lavar. Por exemplo, o esquentas-fria. O esquentas-fria é lavagem de dinheiro, mas, a meu ver, é mais fácil subsumir um esquentas-fria da Instrução CVM 8, que você ganha na sua atividade empresarial e eu perco, mas, na verdade, o seu lucro, o seu ganho é uma atividade empresarial não muito lícita, não registrada, e você precisa registrar. Você entra ganhando e eu entro perdendo e nós combinamos a negociação. A gente brinca que a [Instrução CVM] 8 seria o nosso Código Penal, a 8/79, aquelas alíneas — ela está até sorrindo, não é, professor? A [Instrução CVM] 8 é muito debatida, a 8/79. Então, me parece que o *insider* não pode assim, de pronto, ser um crime antecedente. Me parece que a análise terá que ser, sempre, casuística, até por força da ressalva do nosso vice-diretor, de que existe, hoje, uma exacerbação mesmo, policialesca, não é? E tudo é denunciado para depois se provar, no bojo de uma ação penal. A gente precisa ter um cuidado muito grande com isso porque uma ação penal é realmente colocar o instituto na UTI. Isso fere muito o ser humano e acho que tem que se pensar muito antes de mover, mesmo, uma ação penal.

Rodrigo de Grandis

Na verdade, só uma ponderação que, enfim, é pontual, em relação à questão da lavagem, porque não seria propriamente a conduta do *insider*. O benefício econômico auferido pela prática da utilização de informação privilegiada que, em momento posterior, foi objeto de ocultação é fundamental para estipular a conduta relacionada à lavagem. Nós temos, aqui, questões, por exemplo, em que a lei diz que são crimes contra a administração pública, são crimes antecedentes à lavagem. E a Lei 8.137/90, a lei que regulamenta os crimes contra a ordem tributária, prevê, no art. 3º, Inciso II, um crime funcional em que o auditor fiscal solicita a vantagem devida, ou exige vantagem devida para deixar de lavrar ou lavrar a menor, auto de infração. Aí, a pergunta que eu faço é: esse crime é tributário ou é um crime contra a Administração Pública? Qual é o bem jurídico protegido? Evidentemente, é a relação de lealdade que tem aquele funcionário público com a sua administração. O crime não tem viés tributário. É um crime contra a Administração Pública que, por uma questão desconhecida, o legislador embutiu na Lei 8.137/90. Pergunto: será que esse crime, a despeito de estar previsto na Lei 8.137/90, não poderia ser crime de antecedente de lavagem? Qual é a natureza jurídica? Ele é um crime contra a Administração Pública. O raciocínio é o mesmo que eu faço em relação ao *insider* porque, no direito penal, todos sabemos, vigora o princípio da reserva legal. Daí, a questão da interpretação. O que, na verdade, eu fiz, foi uma provocação, porque isso, eu já venho pensando há algum tempo. Na conduta concreta, não houve qualquer indício, qualquer prática de que os investigados praticaram ocultação ou dissimulação de valores. Daí, ter se afastado, de plano, qualquer atividade ou percepção penal em relação à lavagem de dinheiro. Os crimes, na minha percepção, ficaram restritos à questão da utilização de informação privilegiada. Mas é algo que a gente, certamente, enfim, vai debater a partir do plano acadêmico e, depois, naturalmente, no âmbito do Poder Judiciário e da jurisprudência, que inexistente. E essa é uma outra dificuldade. Só essas ponderações que eu queria colocar.

Eli Loria

Eu só queria fazer uma observação a respeito do *insider*. Realmente, nós punimos, também, na esfera administrativa, o “*insider* português”.

É verdade. A 358 também nos traz o *insider* formal, que é aquela vedação à negociação naquele período anterior à divulgação de DRs e transações financeiras, em que nós temos tido vários casos e que, muitas vezes, não existe a má-fé ou se comprova que é um equívoco e são valores, às vezes, irrisórios e, às vezes, merecem uma advertência. Então, também temos que distinguir, dentro dos *insiders*, essas categorias, formal e material.

José Marcelo Martins Proença

Então, acho que, para isso, serve o termo de compromisso. Duas observações, só. Quanto à questão dessa obrigação de guardar sigilo, Rodrigo [de Grandis], parece que aí vai gerar problemas, no futuro. Mas começamos a imaginar como atravessar esse problema. Quando se pensa que o dever de guardar sigilo, que está na Lei 6.385/76, que tem íntima ligação com a Lei Societária, seria algo só para os administradores, então podemos pensar que não. Como sabemos, os Códigos de Ética e Disciplina de determinada profissões, ou mesmo os seus respectivos Estatutos (Ex. Código de Ética e Estatuto da Advocacia) obrigam ao sigilo. O advogado está obrigado ao sigilo. O advogado, mesmo não sendo administrador, deveria guardar sigilo e não se utilizar [da informação]. Com essa interpretação, penso, dá para se ter uma ampliação das pessoas sujeitas ao dispositivo legal que prescreve o crime de *insider trading*. Além disso, pode-se ainda pensar nas regras de conduta internas das empresas, obrigando seus funcionários e terceiros a guardarem sigilo. Esses exemplos permitem-nos afirmar que não será possível “pegar” todo mundo, como ocorre com o parágrafo quarto do art. 155, mas amplia um pouco, facilita a aplicação do tipo penal. Agora, o Professor [Antonio Ignácio] Angarita [Ferreira da Silva] levantou a questão dos termos de compromisso. A pesquisa feita pela GV mostrou — e eu já conhecia isso — que há um aumento muito grande do termo de compromisso, inclusive, em investigações de *insider trading*. Então, a pergunta é — e, talvez, essa pesquisa tenha que ser ampliada — será que não há um aumento de termos de compromisso para todas as investigações da CVM? Não por pesquisa acadêmica, mas pela minha prática profissional, houve um aumento imenso de termos de compromisso em todo e qualquer tipo de investigação da CVM, hoje. Então,

não é só para *insider*. Agora, como a administração pública pode balizar o que deve ser objeto de termos de compromisso ou não? Eu acho que é justamente o juízo de conveniência e oportunidade da administração. O risco de anulação de uma decisão da CVM no Poder Judiciário é muito grande. O risco da própria absolvição, dentro da CVM, por falta de prova — muitas vezes obtida, ou não obtida, porque diabólica — é muito grande. Então, para aquele *insider* que não teve benefício nenhum, que foi naquele período prévio de 90 dias, para aquele *insider* que teve um benefício pequeno, logo desfez, por que não o termo de compromisso, ao invés da pena de advertência? O termo de compromisso na esfera de mercado de capitais, na esfera societária, em concorrência, ou seja, nas matérias de direito comercial, vejo sempre com muito bons olhos. Agora, não para todos, justamente com a emissão de um juízo de conveniência e oportunidade da administração pública, pode sempre ser fiscalizada e revista pelo Poder Judiciário. E sem nenhuma influência nos outros sistemas normativos que cuidam da matéria. Sem nenhuma influência no penal e sem nenhuma influência no civil. Se é um termo de compromisso na CVM, paga-se multa e assim por diante. Só que aquela conduta gerou um prejuízo para um particular. Eu sou vítima de um *insider*, houve um termo de compromisso com a CVM, é evidente que eu tenho o direito de ser ressarcido pelos prejuízos que me foram causados. E se há um dano social que mereça a interferência do direito penal, é evidente que, mesmo com o termo de compromisso, desde que, com o respeito ao devido processo legal e o contraditório, haverá a possibilidade da condenação penal. Mas não vejo nenhuma sinalização de que há um aumento de termos de compromisso para *insider* e que isso tenha que gerar alguma preocupação. Eu vejo aumento de termos de compromisso em toda a Administração Pública brasileira, inclusive na CVM.

Eli Loria

Só um aparte. Realmente, temos um aumento de compromisso. Podemos comprovar se paginar, aqui, no site. Mas eu acho que isso também é função do aumento do número de processos que a CVM instaurou, de modificações na estrutura de investigação, na estrutura da CVM e na organização da CVM para possibilitar melhor

condição de investigação, ampliação de quadros e tudo mais. Então, o número de processos aumentou muito. No caso em que se identifique o prejudicado, o termo de compromisso é aceito, caso o prejudicado também participe do termo de compromisso. Então, ele dá a aceitação dele ou ele é indenizado. E tem casos curiosos — fugindo um pouquinho só do *insider* — tivemos um caso de acusação de má gestão tarifária na MRS [Logística S/A], julgado mês passado, em que o clube de funcionários que tinha ações da MRS [Logística S/A] questionava a administração, se a tarifa cobrada privilegiava os controladores. Esse era o tema da denúncia, que foi investigada e a comissão de inquérito concluiu que sim. E seguiu e chegaram até a formular uma proposta e termos de compromisso que envolviam, acho, dois ou quatro milhões de reais de pagamentos. Mas o clube que foi o denunciante não aceitou — e [o valor] ia ser dividido ao clube, mas ele não aceitou. Foi a julgamento e foram todos absolvidos. Então, são coisas que acontecem, também, nesses termos de compromisso. Depois, ainda passam por uma verificação de atendimento, eles têm um prazo para pagamento daqueles valores.

Viviane Muller Prado

Essa foi uma questão que surpreendeu quando começamos a pesquisa. Um limite da pesquisa é ela ter levantado um dado meramente quantitativo. Mas chamou a atenção que estava aumentando a utilização desse instrumento jurídico [termo de compromisso]. Notamos logo ao abrir a parte de termo de compromisso. E, daí, pensamos: vamos ver se há questões de *insider* sendo gerenciadas neste instrumento jurídico consensual. E uma surpresa, para quem não está no dia a dia da instituição ou do lado dos empresários e investidores, é que, em 2008, o número de termos de compromisso sobre *insider* é até maior o número de processos administrativos sancionadores finalizados. A dúvida ou curiosidade que ficou foi a seguinte: quais são os critérios para firmar um termo de compromisso ou não? É bom se pensar em critérios ou não? Como é que isso é visto dentro da instituição que está decidindo por fazer ou não o termo de compromisso? E a outra pergunta que surgia era se na esfera penal, já que há independência das esferas — eu acho que não se questiona — ao não ser decidida a questão na esfera administrativa, não vai

um prejuízo técnico? Foram questões que apareceram. Como não fizemos uma pesquisa em todos os termos de compromisso, talvez a nossa impressão seja parcial.

Maíra Rocha Machado

Posso aproveitar — que a Viviane [Muller Prado] mencionou o penal, assim, mais explicitamente — para colocar a questão da seguinte forma: na fala do senhor, senhor [José] Marcelo [Proença], o senhor mencionou que consideraria os termos de compromisso adequados ou interessantes nessa esfera, em duas situações, sobretudo: se houvesse uma situação de ausência de prova, ou seja, a CVM não estava com força suficiente para conseguir uma condenação e, também, na situação de insignificância, ou seja, algo que fosse pouco interessante. Nessas duas situações, a sensação que eu tenho é que nós temos o penal reforçando, o penal ajudando, de diferentes formas. Em uma, a primeira, que foi mencionado pela doutora Ilene [Patrícia de Noronha Najarian], seria absolutamente operacional. O penal pode fazer provas que nem o civil nem o administrativo podem e, como disse o doutor Rodrigo [de Grandis], em uma velocidade que as demais esferas não podem fazer. Então, essa seria uma contribuição do penal.

A outra, foi uma que o senhor mencionou também, que é esse caráter simbólico. Responder perante a sociedade, a família, o mercado etc. um processo penal, é diferente de responder a um processo civil. Então, o senhor mencionou tanto o processo quanto a sanção penal como fenômenos que têm um *status* diferente em relação ao sujeito e poderia trazer um impacto na conduta dele, em diante, não é?

Rodrigo de Grandis

Desestimulando a conduta.

Maíra Rocha Machado

Desestimulando a conduta, exatamente. Então, a minha questão, em relação a situações em que a CVM considera conveniente e oportuno fazer o termo de compromisso e permitir, ainda assim — que foi a fala do senhor, se eu entendi bem — que isso não teria qualquer tipo de vínculo na esfera penal, eu gostaria de perguntar ao

senhor, e para todos, se, talvez, não fosse o caso de pensarmos essas duas situações diferentes. Então, uma coisa é a CVM dizer: “Olha, eu não consigo fazer prova disso sozinho. Então, eu vou lavar o termo de compromisso porque não poderia chegar até uma condenação na esfera administrativa.” Aí, eu consigo ver o penal fazendo sentido, porque o que a CVM não pôde fazer, o Penal, eventualmente, poderia. Na segunda situação, eu vejo uma situação diferente, que é que se a CVM considera que aquilo, de alguma forma, não lesionou a credibilidade do mercado de capitais ou não é suficientemente importante para que haja um processo punitivo. Aí, o reforço que o penal poderia trazer, no sentido de desestímulo de condutas, me parece menos consistente, ou, de alguma forma, prejudicar a racionalidade do sistema. O senhor compreende?

Juliana Bonacorsi de Palma

Eu gostaria de aproveitar esse diálogo agora em torno de termos de compromisso para, na verdade, escutar um pouquinho mais dos senhores sobre o porquê que a CVM se interessa pelos termos de compromisso. Se nós olharmos o tema da consensualidade – e isso é bastante trabalhado no direito administrativo em forma de terminação consensual, em que há acordos regulatórios – a Lei de Processo Administrativo italiana, por exemplo, a Lei de Processo Administrativo espanhola, prevêm, em sentido genérico, um permissivo para estes acordos regulatórios. Nós não temos a mesma semelhança, no caso brasileiro. A Lei 9.784/99, nossa Lei Federal de Processo Administrativo, não tem esse permissivo. Então, nós temos bastante particularidades dentro de cada subsistema. O CADE tem um tipo de preocupação, o CADE tem uma sistemática própria; a Anatel e a ANEEL idem. E a CVM, por óbvio, também. Então, eu gostaria de escutar dos senhores o que a CVM vê, como é que ela encara esse instrumento, por que ele é utilizado, quais são as finalidades, o que se busca com esse termo de compromisso? Suprir uma burocracia estatal? Ou, ainda, conseguir decisões mais consentâneas, de acordo com o caso concreto, com as partes envolvidas? Quais as preocupações e de que forma o termo de compromisso pode, no âmbito da CVM, suprir essas preocupações.

Eli Loria

Só esclarecendo o proceder, existe, dentro da CVM, o Comitê de Termo de Compromisso, que é formado por alguns superintendentes, liderados pelo superintendente geral que, todos sabem, os superintendentes são a ponta do CVM. O colegiado não interfere na atuação dos superintendentes e existe o superintendente geral, que centraliza a atuação e coordena. Só vai ao colegiado em grau de recurso, julgamentos e regulação. Esse comitê é que negocia o termo. A visão primeira é a indenização. Existe um prejudicado? Então, há que haver indenização, para que se possa firmar o termo de compromisso. O outro aspecto, até egoístico da autarquia, é porque nós não conseguimos dar conta de todos os processos que existem lá dentro, além de todos os fatos da vida que acontecem. Inclusive, nós, agora, também implantamos — o Conselho Monetário Nacional autorizou — a supervisão baseada em risco, também, em que se faz uma escala de fatores e as fiscalizações, a atuação da CVM é sempre baseada no impacto daquele ilícito no próprio mercado de capitais, na credibilidade do mercado. Porque, antigamente, o funcionário, o servidor público tem muito receio de se expor a uma atuação do Ministério Público, por exemplo. Então, eles queriam apurar tudo. Tudo. Então, tem casos que vão contra pessoas que ganharam 500 reais, mil reais e tal, que não têm nada a ver com a história, mas eles vão, colocam tudo no inquérito e é um abacaxi porque, nós temos que destrinchar todo aquele processo, separar quem é quem ali. E acaba absolvendo muita gente, porque a maioria dos funcionários fica com receio. Então, isso também ajuda a limpar um pouco a pauta. E também entendemos que desestimula condutas, não é? É o meio mais rápido porque, hoje, o processo está muito demorado. Agora, por exemplo, no Conselhinho, piorou porque vão aumentando as competências e não vão dando estrutura nos órgãos. Aqui, no Brasil, é assim: tem um problema, aumenta a competência daquele órgão, mas não fornece a estrutura. Então, a CVM teve ampliada a sua competência. Conseguimos fazer um concurso, estamos realizando alguns outros, ainda não estamos em velocidade de cruzeiro, mas estamos indo bem, eu acho. Já o Conselhinho, ampliaram competência, colocaram câmbio, consórcio, outras coisas e não deram estrutura ao Conselhinho. Então, tem mais

de dois mil processos lá. Casos que eu julguei em 2004 foram ao Conselhinho no ano passado e alguns ainda não foram. Então, com tudo isso, há um incentivo grande da autarquia no termo de compromisso. Acho que é uma resposta rápida para a sociedade. E por mais que se diga que o termo de compromisso não reconhece a culpa, sempre fica aquele ranço ali, uma marca na reputação, não é? O problema reputacional é o que mais importa à pessoa, a um profissional de mercado e tudo, é aquela marca que fica. Não é pagar 100 mil, 200 mil, porque isso aí tem seguro, o seguro paga e não é o problema. O problema é reputacional.

Viviane Muller Prado

Mas existem — retomando a pergunta — critérios objetivos pelos quais o grupo que negocia o termo de compromisso deve seguir ou é alguma coisa ainda em construção?

Eli Loria

Realmente, em construção. Mas nós percebemos que nos últimos casos houve um balizamento, dependendo do caso, da gravidade. Isso não entra no mérito da acusação, ele não entra no mérito se está certo ou está errado. Eles vêem aquela acusação e, para eles, aquilo é a verdade. Não entram no mérito da defesa. A defesa fica para o julgamento. Então, dependendo da gravidade da acusação, eles têm as balizas deles e estão subindo gradativamente a régua, por conta do desestímulo das condutas semelhantes. O mercado também sabe quanto custa, ele faz a conta. Então, se eu não publicar um fato relevante, eu pago 50 mil, eu economizo 50 mil do jornal e está tudo certo, não é? Então, isso aí, vai subindo aos poucos, o aprendizado. Teve uma experiência da Comissão de Valores Mobiliários, que foi interessantíssima. Eu conheci uma, que foi chamar o Ministério Público e a CVM. Um fez o termo de compromisso e o MP fez o termo de ajustamento de conduta. E, aí, com isso, os dois representantes do Estado andaram juntos. Foi um caso acho que o Rio de Janeiro, que o MP estava junto e fez o TAC.

Antonio Ignácio Angarita Ferreira da Silva

Professor Rodrigo [de Grandis], antes de o senhor falar — eu tenho outro compromisso e vou sair daqui a pouco, mas eu queria

deixar outro tipo de contribuição, desde que uma das questões colocadas no grupo é saber o que, na verdade, é o *insider trading* e essa figura fugidia está aumentando a sua prática e o meu receio é que, um dia, ele seja punido com a pena de morte. A história que eu vou contar é o seguinte — acho que os mais velhos, aqui, eu sou três vezes mais velho do que o mais velho, mas os mais velhos aqui devem lembrar — corria nos escritórios que havia uma empresa muito próspera no Rio de Janeiro, cujos titulares eram dois irmãos. Uma empresa industrial de médio para grande porte, mas de muito sucesso. E, naquela época, ainda era quase clandestina a aquisição de empresas nacionais por empresas estrangeiras. Não havia nenhum estímulo para isso. Havia uma certa obscuridade. E os dois irmãos chegaram aos 50 anos, olharam cada um para si e falaram: “Olha, nós estamos cansados de trabalhar e ganhar dinheiro. vamos vender essa porcaria”. E, discretamente, colocaram o seu negócio à venda. Baixou aqui um grupo de auditores americanos, falando em nome de uma grande empresa que queria comprar o negócio. E houve reuniões, uma atrás da outra, e *due diligence*, acordos, minutas. O professor Ary [Oswaldo Mattos Filho], especialista nisso, sabe do que eu estou falando. E chegou-se ao preço. O preço, eventualmente, foi cinco milhões de dólares, o que, naquela época, era muito dinheiro. Então, na véspera do fechamento do negócio, chegaram na sala dos dois irmãos dois japoneses com o japonês que servia café. Aí, disseram assim: “Olha, não vende para os americanos. Nós pagamos o dobro.” E o japonês que servia café era um poderoso *insider trading*. Isso, muito antes de tudo isso, mas essa coisa é tão antiga quanto o estelionato. Até logo.

Rodrigo de Grandis

A questão do termo de conduta, enfim, é aquela questão grave, preocupante, do direito penal econômico, que envolve a imbricação de esferas. Isso não acontece só no âmbito dos crimes contra o mercado de capitais, mas há muito tempo, com os crimes contra o Sistema Financeiro Nacional, por conta dos processos administrativos do Banco Central, nos crimes contra a ordem tributária, por conta dos procedimentos administrativos de fiscalização da Receita Federal. E, me parece, essa é a discussão de hoje, que é

marginal ao nosso assunto mas que, de qualquer maneira, ganha relevância. As esferas foram um pouco aproximadas a partir do julgamento do famigerado *habeas corpus* 81.611 pelo Supremo Tribunal Federal, quando o Supremo Tribunal Federal condicionou a configuração do crime contra a ordem tributária do art. 1º da Lei 8.137, crime de sonegação fiscal, à preclusão do procedimento fiscal no âmbito dos crimes contra a ordem tributária. E esse *habeas corpus*, esse julgado deu fôlego para novas teses, imbricações sobre relevância da esfera do que foi decidido na esfera administrativa em relação à esfera penal. No que tange especificamente ao termo de conduta, como não há assunção de culpa, não gera qualquer tipo de relevância para a persecução penal, para a configuração do delito. Mas me parece que uma absolvição, do ponto de vista administrativo, ainda que nós trabalhemos com independência de estâncias, vai gerar uma repercussão, ainda que psicológica na cabeça do magistrado. O sujeito foi absolvido pelo órgão técnico. É uma prova relevante do ponto de vista jurídico, embora, do ponto de vista dogmático, o crime permaneça lá, íntegro. É possível até de ser condenado, pelo princípio de independência das instâncias. Mas eu acho que, no direito penal econômico, as esferas realmente se aproximam. Daí, a necessidade de cuidado. A questão da participação do Ministério Público divide-se, como eu acrescentei no início, entre a atuação, do ponto de vista cível e do ponto de vista penal. O Ministério Público Federal existe, por exemplo, no âmbito aqui, da Procuradoria da República de São Paulo, uma atuação de procuradores da República na tutela coletiva, ou seja, no plano cível, em relação à ordem econômica. E esses colegas, no âmbito e no exercício de suas funções, podem realizar termos de ajustamento de conduta. E a participação do Ministério Público é relevante porque torna mais seguro para a parte que faz o acordo. Só que, no âmbito penal, nós temos a limitação do princípio da obrigatoriedade. Nós não temos a condição de fazer acordo. Muito embora, me pareça, no tipo penal do art. 27 o legislador tenha sido aí um pouco sábio ao colocar a pena no patamar de um ano, a permitir, se praticada uma única conduta, a suspensão condicional do processo, que não deixa de ser um certo acordo. A pessoa não é processada e cumpre as condições que foram colocadas pelo Ministério Público Federal.

Mas uma questão que não diz respeito ao *insider* – mas que é pertinente ao assunto, ao debate, eu não sei se o senhor tem conhecimento – nós temos participado, o Ministério Público Federal tem participado de termos de ajustamento, mais precisamente de acordos de leniência no âmbito dos crimes contra a ordem econômica, os crimes de cartel. E, aí, a parte que faz o acordo de leniência quer se resguardar e quer se resguardar, evidentemente, tanto do ponto de vista cível quando do ponto de vista penal. Me parece que até é mais importante do ponto de vista penal, dentro do caráter dissuasório que você mencionou da pena, que eu concordo plenamente. Aliás, é inerente ao direito penal econômico.

E, aí, a questão é: o crime de cartel é de competência da Justiça Federal ou de competência da Justiça Estadual? Essa é uma outra discussão que o Superior Tribunal de Justiça e o Supremo Tribunal Federal ainda não debateram, e isso guarda relevância. Qual é o Ministério Público que atuará no acordo de leniência? O federal ou o estadual? E, em matéria de competência processual penal, não existe possibilidade de sobreposição de instituições? Ou é o Ministério Público Estadual ou é o Ministério Público Federal. E, aí, a Secretaria de direito econômico vem com o seguinte: “doutor, o acordo de leniência é importante”. Eu estou convencido disso. Mas quem atua? O Ministério Público Estadual tem atuado e o Ministério Público Federal, em alguns casos, também tem atuado. E a parte só faz o acordo se ambos participarem. Essa é a grande questão porque, isso, no direito penal econômico é a discussão: quem é? O Ministério Público Federal ou Ministério Público Estadual? Eu acredito que o crime de cartel é um crime de competência da Justiça Federal, mas existem diversos julgados do Superior Tribunal de Justiça dizendo que o crime é de competência da Justiça Estadual. E a Secretaria de direito econômico, para se resguardar, chama os dois. Tem colega do Ministério Público Federal que, em face de sua autonomia, fala assim: Não acho que tenha que participar o Ministério Público Federal, por competência do Estado. Não existe possibilidade de sobreposição. O argumento, tecnicamente, é correto e a SDE fica sem fazer o acordo de leniência que, na perspectiva deles, é importante. Neste caso, o que nos impede é o princípio da obrigatoriedade. Se houvesse

uma flexibilização do princípio da obrigatoriedade, seria possível ao Ministério Público Federal, junto com a CVM, realizar o termo de ajustamento de conduta. E é importante isso, porque esses órgãos de fiscalização, Banco Central, CVM, Receita Federal, hoje, têm que ter perspectivas penais também. Porque o que vocês fazem no âmbito administrativo vai ganhar relevância para nós. E aí, a questão é: quando se representa ao Ministério Público Federal a prática de crime contra o mercado de capitais? Quais são os critérios utilizados? E isso me chamou muito a atenção porque, antes de ingressar no Ministério Público Federal — eu estava contando para o doutor José Marcelo [Proença] —, eu fui promotor de Justiça. E os casos de competência da Justiça Estadual são crimes de roubo, homicídio. Normalmente, são investigados através de um inquérito policial ou de uma prisão em flagrante. Eu chego no Ministério Público Federal e percebo que grande parte dos casos são motivados através de representações dos órgãos de fiscalização. Isso gera um efeito importante porque a *opinio delicti* que a Constituição determina que fique nas mãos do Ministério Público, passa a ser do órgão de fiscalização, porque o órgão de fiscalização é que vai ter que, dentro de critérios, no mais das vezes objetivos, mas, também, subjetivos, dizer se houve ou não houve crime. Uma vez eu perguntei para um auditor fiscal: Qual o critério para você representar para o Ministério Público Federal a prática de crime? Ele falou: “olha, doutor, cada um tem o seu. Mas o meu é o seguinte: quando eu dou multa qualificada, a multa de 150%, eu represento.” “E os demais?” “Ah, os demais a gente não representa.” A *opinio delicti* deixa de ser do Ministério Público e passa a ser do órgão de fiscalização. Aí, um colega disse: “Ah, então, vamos fazer o seguinte, vamos requisitar todos os procedimentos de fiscalização, antes o HC, 81.611”. Baixaram dois caminhões na frente do Ministério Público Federal e despejam, lá, todos os procedimentos de fiscalização. Evidentemente, por vaidade, ninguém iria devolver o procedimento. Ninguém recusou. Mas estão lá, circulando pelo Ministério Público até hoje. Então, quer dizer, isso me preocupa. A união dos órgãos, o memorando, é importante. Eu acho que, quando o órgão de fiscalização realiza uma investigação, um processo administrativo, que guarda semelhança, que guarda relevância do ponto de

vista penal, é importante travar esse contato com o Ministério Público. Daí, o convênio do Ministério Público e a CVM. Olha, isso aqui, do ponto de vista penal, como é que vai ficar? Desde o início. No caso Sadia-Perdigão, foi interessante que, no momento em que eu recebi a representação, eu entrei em contato com a CVM e falei: “Olha, o que é isto aqui?” E me aprofundei, tentei me aprofundar, tanto do ponto de vista dogmático, mas, também, do ponto de vista prático, fazendo reunião com a CVM etc. Eu acho que a aproximação dos órgãos na persecução penal do direito penal econômico é essencial. Eu acho que a gente está partindo para isso, tem avançado muito, pelo menos em relação à CVM.

Eli Loria

Como é que, no nosso âmbito, funciona, na prática? Então, com essa nova sistemática em que nós temos a investigação de processos administrativos sancionadores atuando em conjunto com a procuradoria federal especializada, na própria formulação da acusação — isso, objetivando sempre melhorar o enquadramento e tudo — ao término das investigações e concluindo pelo ilícito, da existência do ilícito, autoria e materialidade, nesse momento em que vai ser expedida a intimação também vai a comunicação ao Ministério Público. E vai para o federal, mesmo que haja estadual, porque, como nós não somos especialistas na matéria, e nem podemos ser, a nossa procuradoria encaminha para o Ministério Público Federal e, aí, o Ministério Público Federal é que analisa se aquele crime, em tese, é de competência federal ou estadual e encaminha para o órgão competente. Porque já houve época na CVM em que no início da investigação se comunicava. Era inconveniente porque, ao final, você concluía pela não acusação e já estava correndo o processo penal, com aqueles inconvenientes para as pessoas envolvidas. Por outro lado, era pós-julgamento, o que também era inconveniente porque levava muito tempo e já chegava prescrito. Tem esse problema da prescrição, também. Então, hoje, se faz dessa forma: ao formar convicção da existência do ilícito e da autoria, sai a intimação para a defesa e sai um comunicado ao Ministério Público, à Receita, ao Banco Central e a outros órgãos. E, inclusive, outro dia, eu mandei até para a OAB [o comunicado] também, por conta da conduta de um advogado no processo.

Ilene Patricia de Noronha Najarian

Eu gostaria de complementar, doutor Rodrigo [de Grandis]. Como a CVM não tem jurídico próprio, nenhum dos órgãos do Sistema Financeiro Nacional mais o tem, porque, agora, a Advocacia Geral da União é que, por meio da Procuradoria Federal especializada, atua no âmbito da autarquia, inclusive no termo de compromisso. Tem um *check-list* da Procuradoria Federal, porque a Procuradoria Federal, dá uma opinião e olha os aspectos legais. Ela não entra no mérito administrativo, ela não fala para a autarquia se é conveniente ou oportuna aquela formulação. Mas a Procuradoria olha o quê? Se as pessoas estão qualificadas da devida maneira. Qual o teor da proposta, se é monetária, o que é? Se chegou a lesar, se alcançou interesses difusos ou coletivos, por exemplo. Você não tem como delimitar quantos investidores foram lesados. E, sobretudo, se aquilo seria uma lavagem, se cairia na Instrução CVM 301 ou na Lei 9.603, porque, aí, não tem como formular mesmo o termo de compromisso, por impeditivo legal. Agora, a Procuradoria analisa e remete para esse comitê, que vai fazer julgamento. Aí, o processo administrativo fica suspenso para que a pessoa cumpra aquele termo de compromisso. E, caso ela não cumpra, o processo administrativo volta a andar. Foi o que aconteceu no caso do Bombril, por exemplo. Depois de um tempo, não houve cumprimento e o processo retomou o seu andamento. O que eu vejo na esfera penal lá na Delegacia de Ilícitos Financeiros? A gente chega lá Delegacia de Ilícitos Financeiros, aqui em São Paulo, e os delegados falam: “Olha, a CVM fez o termo de compromisso. O advogado trouxe aqui. E agora, doutora?” Aí, eles sempre ficam assim: “Agora, eu estou preso, vai vir um *habeas corpus*, eu não vou poder agir, porque a CVM fez o acordo.” Eu digo: “Em primeiro lugar, não é um acordo propriamente dito. É um termo para cessar aquela conduta. Vamos ver se ele vai cumprir.” E eu sempre falo da independência das esferas, que ele pode continuar, enfim, deve continuar o inquérito. Mas é claro que enfraquece, isso é nítido. E a prescrição ainda é um problema, muito embora a CVM, agora, já olhou, tem indícios de materialidade e autoria. Nunca falamos para o *parquet*, “foi este crime.” Mas a gente tenta delimitar a lei, por exemplo. A gente não subsume na hipótese concreta, mas delimita. Assim, há indícios da

Lei 7.492 e dá, assim, digamos, que a fumaça do direito, porque, aí, cabe ao *parquet* analisar o *persecutio crime*, só.

Rodrigo de Grandis

Eu só queria tirar uma dúvida, na verdade. Primeiro, pelo que eu entendi, existe uma normatização, no âmbito da CVM, no sentido de que, quando há indícios da prática de crime de lavagem, isso impede a realização do termo de conduta. A minha pergunta é: por que só lavagem? Qual é a ideia? Porque isso surgiu? Segundo, será que — não é minha opinião, é uma provocação — a questão do impedimento da lavagem também não deveria ser estendida para os crimes financeiros e os crimes contra o mercado de capitais? E a minha terceira provocação é: então, no termo de compromisso, seria interessante, nesses casos, estabelecer de forma expressa — sinceramente, não lembro de qual é a redação de um termo de compromisso, embora tenha visto no âmbito lá do processo, nos autos do processo — que aquilo, evidentemente, não traz qualquer tipo de influência para a persecução penal? Porque eu me lembro muito bem, é um fato curioso. Quando eu estava realizando a investigação do *insider*, eu notifiquei os investigados para serem ouvidos no Ministério Público Federal. E o fiz por telefone. Liguei para a advogada do Luiz Gonzaga Murat e disse: “Olha, doutora, tem um procedimento tal e tal e preciso notificar para comparecer. Eu faço por telefone e acho que é informal.” Aí, eu liguei para o Luiz Gonzaga Murat. Eu falei isso para o advogado dele, estes dias. Aí, com o Luiz Gonzaga Murat, eu falei: “O meu nome é Rodrigo de Grandis, sou procurador da República, o senhor tem um procedimento investigatório criminal sobre a prática do *insider*.” Aí, a resposta dele: “Puxa vida, mas eu pensei que eu tinha resolvido isso.” Por conta, me parece, do termo de compromisso, da questão. Quer dizer, faltou, talvez, o conhecimento de que aquele fato não se esgotava a questão. Então, eu acho que, talvez, a gente poderia evitar ou tornar mais claro, justamente em face dessa imbricação de atividades.

Ilene Patricia de Noronha Najjarian

Eu acho que gerou um pouco de confusão, professor Ary [Oswaldo Mattos Filho], foi que esse caso do Rio de Janeiro, o caso da

Ipiranga, o termo de ajustamento de conduta foi para a ação civil pública, não para ação penal. Então, a CVM fez o termo de compromisso para cessar o processo administrativo e o *parquet* federal fez para cessar a Lei 7.913, que é a Lei da Ação Civil Pública no mercado de capitais. Não na esfera penal porque isso, como colocou o doutor Rodrigo [de Grandis], não poderia ser feito. Mas, como a mídia divulgou, alguns integrantes do mercado, que não conhecem essa diferenciação da atuação do *parquet* no cível e no penal, os *players* do mercado entenderam que isso poderia ser feito trazendo o termo de compromisso para a esfera penal. E, aí, confundiram o termo de ajustamento de conduta da 7.913, com o termo de ajustamento de conduta penal.

Um pequeno esclarecimento, porque, quando foi introduzido, em 1997, o legislador colocou: para apuração de infrações da legislação do mercado de valores mobiliários. Ele colocou isso dentro da Lei 6.385/76. Então, a interpretação que se deu aqui é que, como a Lei 9.613 tem penas próprias e, quando nós apuramos o ilícito da nossa Instrução 301, que reflete a Lei 9.613, nós aplicamos as penas da Lei 9.613, e não da Lei 6.385. Inclusive, o recurso lá é ao ministro da Fazenda, não é ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. Daí seria inaplicável o termo de compromisso naquela esfera. É por isso. Agora, a lei é totalmente aberta, a critério da CVM, exclusivo critério do interesse público. Então, ainda estamos em aprendizado e, talvez, quem sabe, no futuro, a gente chegue a esse aspecto.

Viviane Muller Prado

Alguém tem alguma pergunta a fazer, alguma questão a colocar para as pessoas que aqui estão?

Graziela Valenti

Primeiro, eu vou me identificar. Eu sou jornalista, então, eu não tenho o conhecimento técnico que vocês têm, então, muitas coisas eu posso ter perdido no meio do caminho, da argumentação. Mas eu queria entender um pouquinho mais essa questão do termo de compromisso, se ele enfraquece de fato a ação penal e entender como é que é o procedimento. Apesar de ver diversos processos ou termos de compromisso relacionados a *insider*, por que é que a

gente só vê um caso até agora, no Ministério Público, ir para a esfera penal, essa discussão? Então, eu queria entender como é esse processo, como isso se dá e em que velocidade o Ministério Público tem que agir, se existe algo regulando essa velocidade de ação ou não, se cada um tem o seu tempo.

José Marcelo Martins Proença

Deixe-me responder primeiro, pois, pedindo desculpas, informo-lhes que terei que me retirar em breve, mas eu queria fazer alguns comentários à sua manifestação. Nem sempre, na minha opinião, o termo de compromisso enfraquece a ação penal. Constando no termo de compromisso, quer na esfera de mercado de capitais, quer em outras esferas, constando que aquilo não tem influência nos outros ramos de perseguição ou de investigação da conduta, o termo de compromisso, principalmente quando vinculado com quantias consideráveis em dinheiro, para pagamento, mais configuram um indício de confissão — confissão não tem indício — mas mais configura um reconhecimento da conduta, do que um desconforto ou uma insegurança da própria Administração Pública de conseguir a condenação ou do risco de o Poder Judiciário rever a decisão da Administração Pública. Então, acho que, ao invés, a todo momento se fala assim: “Não, se fez o compromisso de empenho, agora a perseguição penal está comprometida e fragilizada, porque não tem a própria administração pública reconhecendo a condenação.” Não. Dependendo de como o compromisso é assinado e, muitas vezes, acompanhado de uma contribuição em dinheiro, que aquele investigado paga para ter a suspensão do processo, aquilo configura mesmo um indício de reconhecimento de culpa — é melhor falar, do que reconhecimento ou indício de confissão. Eu peço desculpas, mas eu tenho outro compromisso e preciso me retirar. Obrigado, mais uma vez, Viviane [Muller Prado] e professor, pelo convite.

Rodrigo de Grandis

Vou tentar responder à sua pergunta, já que, enfim, falou da questão. Eu também concordo com o professor José Marcelo [Proença], quer dizer, o efeito é psicológico, se for psicológico. Quer dizer, do ponto de vista técnico, não há qualquer tipo de relevância.

Até porque, o termo de compromisso é justamente esse ajuste para não brigar e falar: “Não quero mais saber do processo, vou me render às condições da CVM.” Mas não há qualquer tipo de culpa. Embora não haja uma assunção explícita de culpa, há sempre essa questão de que, implicitamente, ele estaria confessando. Na minha perspectiva, ou, no caso concreto houve o termo de compromisso e isso não influenciou em nada a formulação da minha denúncia porque, enfim, analisei sob o aspecto penal. Agora, é diferente, por exemplo, de uma absolvição do âmbito administrativo, final do processo administrativo. Porque, aí, a CVM se manifesta concretamente sobre as provas obtidas, sobre a conduta. O termo de compromisso, na verdade, não delibera sobre o fato praticado, em si. Agora, me parece que, enfim, a prova do delito de *insider* é uma prova complexa, como é complexa a prova de qualquer crime contra o Sistema Financeiro Nacional. É um crime que apresenta escassa visibilidade, as pessoas não praticam os delitos no meio da rua. Então, no mais das vezes, não existem nem testemunhas do fato. São raros os casos em que o Ministério Público Federal formula a denúncia com testemunha. A análise é documental, é circunstancial, é indiciária, justamente como o colega mencionou, do cruzamento de ligações telefônicas. Neste caso concreto, primeiro que eles nunca negaram terem adquirido papéis lá fora. Quer dizer, todos confessaram a conduta de compra e venda. Mas cada qual deu uma conotação específica em relação à forma como foi feito isso. Um, por exemplo, diz que o fato de comprar no Exterior, para ele, afastaria o *insider*. Ele sabia que não poderia comprar papéis no Brasil, mas para ele, lá fora ele podia. Foi a alegação não só para mim, mas na CVM, foi a versão também. Ele vai sustentar isso no interrogatório, me parece. Mas, nesse caso, houve uma atuação, enfim, conseguiu-se um conjunto probatório bom, na minha perspectiva. A CVM trabalhou muito bem com a SEC, encaminhou isso ao Ministério Público Federal e, aí, eu realizei algumas outras diligências, do ponto de vista penal e formulou-se [a ação penal]. Eu acho que é o primeiro passo. Agora, a demora é natural, e eles têm que ter, também, me parece, elementos que sejam mínimos para não realizar uma representação descabida, frágil e, ao mesmo tempo, o prazo prescricional, que

é o nosso grande problema, no âmbito penal. A prescrição corre a partir da consumação do fato. E a prescrição, no Brasil, possui marcos, ela é extremamente benévola, na minha perspectiva, para o acusado, na questão da prescrição retroativa. Enfim, a prescrição penal é, realmente, muito boazinha com o acusado. Nos Estados Unidos, por exemplo, não tem isso. É a prescrição da ação e só. Mas eu acho que, de qualquer maneira, isso vai motivar o trabalho mais próximo do Ministério Público Federal com a CVM. A partir do momento em que ofereci a denúncia, eu recebi e-mails, por exemplo, anônimos, dizendo de fatos que poderiam se traduzir em *insiders*. Quer dizer, as pessoas começam a pensar: “Isso foi objeto de uma denúncia, vamos comunicar, vamos denunciar.” E aconteceu isso.

Não existem muitos casos de *insider* comprovados, porque eles utilizam mecanismos de barrar a identificação do autor. Então, é uma empresa do Uruguai, paraísos fiscais, não é? Então, nós não conseguimos visualizar o autor. Você sabe que existiu a conduta. Tivemos aquele caso em que a liquidação financeira foi barrada no Judiciário. E a empresa não se identificou, preferiu perder o dinheiro, deixar, e não se identificou. Era uma empresa uruguaia. Então, também tem esses problemas. Quem sabe, agora, com essa crise, com o receio mesmo do terrorismo, do financiamento de terrorismo, se consiga melhor integração entre os países, para melhor visibilidade de quem está por trás das ações.

Isso aí tem que passar pela nossa procuradoria federal especializada, como diz a Lei Complementar 105. E ela é que determina que tem que passar pelo Jurídico e, aí, sim, a gente faz essa avaliação. Porque, no Código Penal, também nós temos que pensar que existe a figura da denúncia caluniosa. Então, não podemos levemente levar alguém para a esfera penal pelo ônus que isso acarreta para a pessoa. Nós podemos também ser objeto de uma representação. Então, tem que tomar muito cuidado na formulação das representações.

Ary Oswaldo Mattos Filho

Eu acho que, como foi colocado, isso é extremamente novo. Se nós imaginarmos que o término dos títulos e valores mobiliários ao portador neste país tem 20 anos, se tanto e que a lei do *insider* nos

Estados Unidos é muito mais de construção jurisprudencial. Esse é outro problema que nós temos, de importação de modelos, essa pororoca legal entre a nossa cópia do direito continental europeu e, agora, para certos setores, a cópia do direito americano. A dificuldade que nós temos de lidar com o vocabulário porque muita coisa foi traduzida direto e muito mal traduzida. Inclusive, isso gera possibilidades de aplicação ou não da Lei de Lavagem, ou seja, o que é mercado de capitais, o que é mercado de valores mobiliários, o que é mercado financeiro? No Brasil, se usa mercado de capitais como sinônimo de mercado de valores mobiliários, quando não é. Se nós formos olhar a gênese, o mercado de capitais é onde o mercado financeiro e o mercado de valores mobiliários vão buscar recursos. O mercado de capitais é onde estão os capitais, independentemente de serem bancos, corretores, bolsas de valores ou pessoa física. Então, essa amarração fica confusa. Eu acho que o meio acadêmico, os representantes técnicos na área do Estado brasileiro têm um papel fundamental nisso porque, obviamente, não se pode imaginar que o Congresso Nacional seja o melhor lócus para essas discussões de sintonia extremamente fina. Então, eu acho que, aí, a Escola e os senhores todos têm um trabalho muito grande. E eu fico feliz, porque eu vou assistir, certo?

Viviane Muller Prado

Só complementando a fala do professor Ary [Oswaldo Mattos Filho], esperamos que os estudos que saiam daqui sejam realmente estudos importantes para o direito brasileiro, mais do que importar teorias estrangeiras ou mesmo fazer uma análise só da legislação. Que possa servir para ver como é que se faz e quais são os problemas que efetivamente se colocam em determinados institutos, para que os estudos tenham uma relevância para o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários. E esse tipo de evento e a contribuição de vocês, esse diálogo é um estímulo para nós, professores, para todos os alunos aqui presentes, que batem à nossa porta: “Ah, tem algum tema de TCC [trabalho de conclusão de curso]?” E existem mil temas, não é? Eu acho que, daqui, eles saíram, cada um, com várias possibilidades de estudo. E que os nossos estudos também sirvam a quem está no poder

decisório, que tem efetivamente a caneta na mão. Por fim, eu agradeço, ao doutor Rodrigo [de Grandis], doutora Ilene [Patrícia de Noronha Najjarian], doutor Eli Loria, ao professor José Marcelo [Proença] e ao professor Ary Oswaldo [Mattos Filho], por propiciar, nesta manhã um diálogo genuíno e relevante para se pensar e refletir melhor sobre o tema do *insider*. Eu ainda agradeço a todos que vieram assistir a esta mesa redonda.

MATERIAL PRODUZIDO PARA A MESA REDONDA

INSIDER TRADING

Informação é essencial para o funcionamento eficiente do mercado de valores mobiliários e a correta formação do preço dos ativos nele negociados. Para possibilitar a igualdade de oportunidades aos participantes deste mercado e impedir que a assimetria de informação entre *insiders* e os demais investidores beneficie aqueles que possuem informação privilegiada, há disciplina jurídica específica para coibir a prática de *insider trading*.

No Brasil, desde 1976, é vedado o uso de informações privilegiadas pelos administradores de companhias abertas (art. 155, § 4º, Lei 6.404/76) e pelos controladores, com aplicação da regra de abuso do poder de controle (art. 117, Lei 6.404/76). Na esfera administrativa, a Instrução CVM 31/84 reforçou a previsão legal de vedação aos administradores e controladores da utilização de informações privilegiadas para obtenção de vantagem com a negociação de valores mobiliários. O normativo da CVM estendeu esta proibição para quaisquer pessoas que, em virtude de seu cargo, função ou posição, tenham conhecimento de informações ainda não divulgadas ao mercado. Em 2002, a Instrução CVM 358/02 modificou a estrutura da norma para, de maneira objetiva, proibir a negociação de valores mobiliários de emissão da companhia, anteriormente à divulgação ao mercado de fatos relevantes, das demonstrações financeiras e operações societárias, por os controladores, administradores, membros do conselho fiscal e pessoas que participem em quaisquer outros órgãos com função técnica ou consultiva (art. 13). Ampliou-se esta proibição para os *insiders* externos à companhia, mas que mantém com esta relação comercial, profissional ou de confiança. Importante ainda mencionar que, em 2001, com a modificação da Lei de Mercado de Capitais (Lei 6.385/76), houve a criminalização da prática de *insider trading* (art. 27-D). Para a visualização da legislação em vigor no Brasil, ver Anexo I.

Tão importante quanto identificar as regras cujo objeto é coibir o uso de informação privilegiada vigentes na nossa legislação, é conhecer como se dá o *enforcement* desta disciplina jurídica. Elaboramos pesquisa empírica realizada no banco de dados da CVM e os principais resultados são apresentados no

Anexo II. Um primeiro ponto que merece ser ressaltado é a identificação que os casos de *insider information* são objeto tanto de Processos Administrativos Sancionadores quanto de Termos de Compromisso. Além disto, os dados levantados apontam os seguintes resultados:

1) *Processo Administrativo Sancionador versus Termo de Compromisso.* Identificou-se que aumentou a utilização de Termo de Compromisso para tratar de casos *insider trading* (Anexo II, 2.1 e 2.2). Estes dados sugerem que a solução consensual vem se mostrando como alternativa para gerenciar os casos de uso de informação privilegiada pela CVM.

2) *Punição PAS.* Na via administrativa, os dados indicam que é corrente a punição de uso de informação privilegiada. Em 65% dos casos analisados houve punição, sendo que em 30% houve punição de todos os indiciados e em 35% houve punição de alguns e absolvição de outros.

3) *Tipo de punição PAS.* Os dados indicam que a principal punição utilizada é a multa, mas há também punição por meio de advertência e inabilitação. Quanto ao valor das multas, constata-se que recentemente houve casos com valores expressivos

4) *Obrigação nos TCs.* Constata-se que, na maioria dos casos, a obrigação pecuniária é objeto do TC. Em 60% dos TCs firmados em casos de *insider* houve comprometimento ao pagamento de determinado montante e em 35% há previsão de obrigações pecuniárias e não pecuniárias.

Diante destes dados, o debate do regime jurídico existente no Brasil incluiria, dentre outras, as seguintes questões:

1) Quais são os principais desafios para aperfeiçoar o *enforcement* da disciplina de *insider information*, tanto na atividade fiscalizatória quanto punitiva da CVM e na esfera penal?

2) Constatou-se a considerável utilização de termos de compromissos para o gerenciamento desta questão dentro da CVM. Esta mudança no instrumento jurídico para tratar o ilícito – do punitivo para o consensual – tem algum significado que merece a nossa reflexão?

3) Quais os critérios devem ser utilizados para a aceitação ou não das propostas dos termos de compromisso em casos de *insider trading*?

4) Quais os critérios devem ser utilizados para estabelecer as penalidades na condenação de *insider* nos Processos Administrativos e as obrigações, em especial as pecuniárias, nos termos de compromisso?

No âmbito penal, dentro do debate sobre a utilização do direito penal na regulação de *insider trading* estão as seguintes perguntas:

1) Qual seria o objetivo precípua do processamento e sanção do *insider*? O que tornaria a CVM incapaz de alcançá-lo, de forma a ser necessário também o recurso à esfera penal?

2) Se considerarmos que a possibilidade de sanção penal tem efeitos sobre os participantes do mercado de valores mobiliários que as sanções administrativas não têm, justificariamos a duplicidade de sanções. Mas, nesse caso, tanto a esfera penal quanto a administrativa poderiam afirmar, de acordo com seus próprios critérios, a existência de uma infração à lei (materialidade) e a possibilidade de imputá-la a alguém (autoria)? A decisão de uma das esferas sobre esses elementos não vincularia ou influenciaria a decisão da outra? O modelo de regulação deveria contentar-se com as regras de coisa julgada previstas no Código de Processo Civil e no Código de Processo Penal? Em outras palavras, as regras referentes à interação entre as esferas penal e administrativa devem aguardar o momento da decisão de mérito ou devem ser estabelecidas para etapas anteriores dos procedimentos?

3) Qual o efeito, para a esfera penal, da utilização de termo de compromisso na esfera administrativa nos casos de *insider information*?

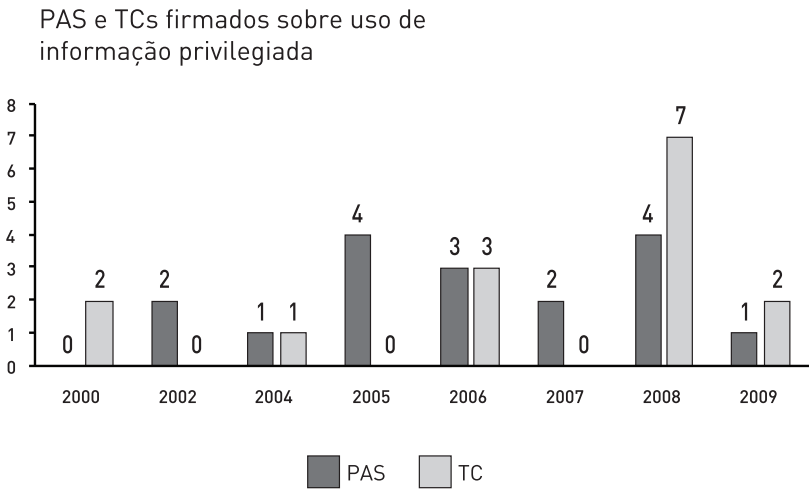
ANEXO I – LEGISLAÇÃO

| | INFRAÇÃO PENAL (Lei nº 6.385/76 – alterada por Lei nº 10.303/01 –, Art. 27-D.) | REGRA SOCIETÁRIA, Lei 6.404/76, art. 155, § 4o | REGRA ADMINISTRATIVA (Instrução 358/2002 e posteriores modificações – Instruções 369/02 e 449/07) |
|--|---|---|---|
| Norma de conduta | "Uso Indevido de Informação Privilegiada 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 no | "Art. 155. (...) § 4º. É vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários. | 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, dir |
| Norma de sanção | 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. | "Infração grave (art. 8 cc art. 18, Instrução 358/2002). | Infração grave (art. 8 cc art. 18, Instrução 358/2002) |
| Núcleo da infração | Utilizar | Utilizar | Negociar |
| Referência ao “meio” de prática de infração | “mediante negociação, em nome próprio ou de terceiro, com valores mobiliários” | “no mercado de valores mobiliários” | "com valores mobiliários de sua emissão, ou a eles referenciados" |
| Objeto da infração | "“Informação relevante” “ainda não divulgada ao mercado” “capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida” | “de informação relevante ainda não divulgada” “com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem” | negociar (...) "Antes da divulgação ao mercado de ato ou fato relevante ocorrido nos negócios da companhia" "no período de 15 (quinze) dias que anteceder a divulgação das informações trimestrais (ITR) e anuais (DFP) da companhia, ressalvado o disposto no |
| Características do sujeito ativo | “informação (...) de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo | “por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso [à informação relevante não divulgada]” | "própria companhia aberta, pelos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, ou por quem |
| Tipo subjetivo | Dolo | Dolo | Dolo |
| Elemento subjetivo do tipo | Não há | “com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem” | Não há |

| | | | |
|--|--------------------------------|--|---|
| Sanções que o legislador coloca à disposição do órgão sancionador | Privação de liberdade Multa | Suspensão do exercício do cargo Inabilitação temporária Suspensão da autorização ou registro para o exercício das atividades Proibição temporária de praticar determinadas atividades. Multa | Suspensão do exercício do cargo Inabilitação temporária Suspensão da autorização ou registro para o exercício das atividades Proibição temporária de praticar determinadas atividades. Multa |
| Critérios para o cálculo da sanção pecuniária | | § 1º do art. 11, é disposto que a multa não excederá o maior dos seguintes valores: I - R\$ 500.000,00; (redação dada pela Lei nº 9.457, de 5.5.1997); II - cinquenta por cento do valor da emissão ou operação irregular (redação dada pela Lei nº 9.457, de 5. | |
| Órgãos sancionadores competentes | MP | CVM e MP | CVM |
| Mecanismos utilizados | Ação penal | Processo Administrativo sancionador, termo de compromisso, ação judicial para reparação de danos, medidas cautelares | Processo Administrativo sancionador e termo de compromisso |

ANEXO II – RESULTADOS EMPÍRICOS

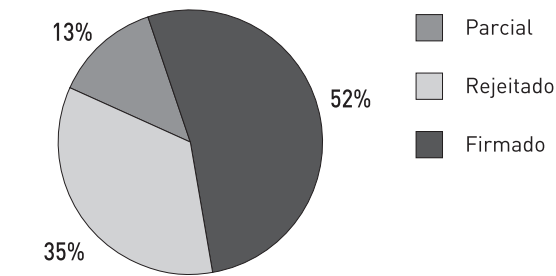
I NÚMERO DE PROCESSOS ADMINISTRATIVOS SANCIONADORES E TERMOS DE COMPROMISSO FIRMADOS SOBRE USO DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA



Nota: no total, foram analisados 17 PAS e 23 TCs, dos quais 15 foram aceitos.

2 NÚMERO DE TERMOS DE COMPROMISSO PROPOSTOS E FIRMADOS NOS CASOS DE USO DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA

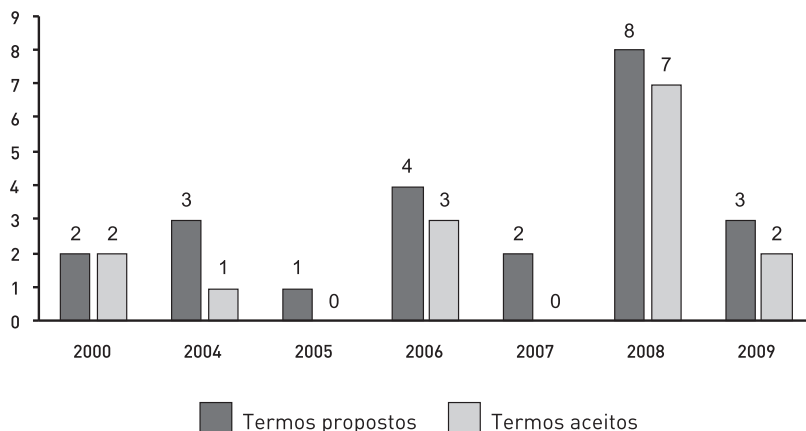
PAS e TCs propostos e firmados nos casos envolvendo uso de informação privilegiada



Nota: foram qualificados como *parcial* os termos de compromisso firmados por apenas um dos proponentes.

3 NÚMERO DE TERMOS DE COMPROMISSO PROPOSTOS E FIRMADOS NOS CASOS DE USO DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA POR ANO

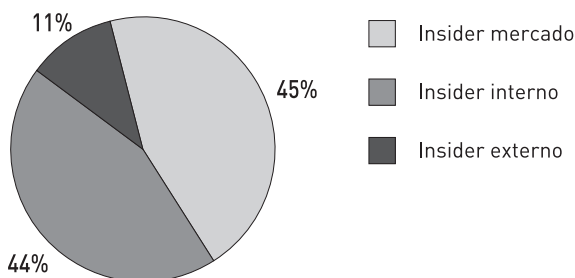
TCs firmados por ano



Nota: a categoria *termos aceitos* engloba os três termos parcialmente aceitos mencionados no gráfico anterior.

4 POSIÇÃO DAS PESSOAS CUJA CONDUTA FOI ANALISADA COMO *INSIDER* (TIPOS DE *INSIDER*) NOS PROCESSOS ADMINISTRATIVOS SANCIONADORES

Tipos de insider (PAS)



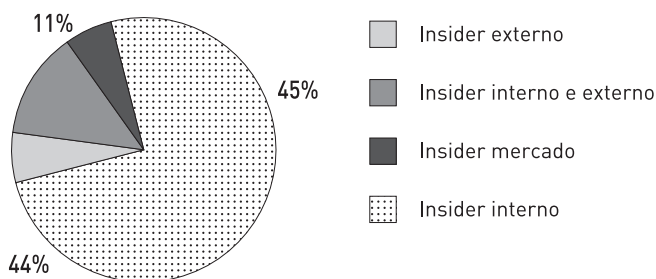
Nota: a categoria *insider mercado* corresponde aos investidores, fundos e administradores de fundos; a categoria *insider interno* corresponde aos acionistas controladores, membros do Conselho de Administração e membros do Conselho Fiscal; a categoria *insider externo* corresponde aos prestadores de serviços para a

companhia, advogados e instituições contratadas para assessorar em operações societárias.

Observação: em um dos casos analisados houve tanto *insider* de mercado quanto *insider* interno.

5 POSIÇÃO DAS PESSOAS CUJA CONDUTA FOI ANALISADA COMO *INSIDER* (TIPOS DE *INSIDER*) NOS TERMOS DE COMPROMISSO FIRMADOS

Tipos de insider (TCs)

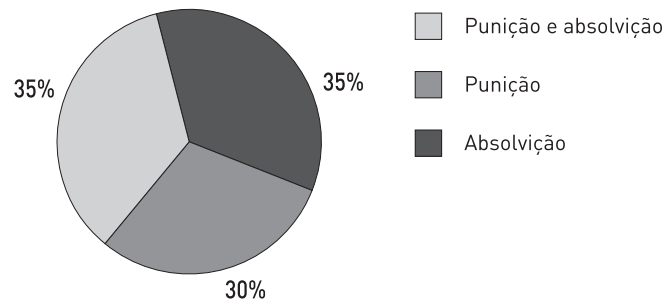


Nota: a categoria *insider mercado* corresponde aos investidores, fundos e administradores de fundos; a categoria *insider interno* corresponde aos acionistas controladores, membros do Conselho de Administração e membros do Conselho Fiscal; a categoria *insider externo* corresponde aos prestadores de serviços para a companhia, advogados e instituições contratadas para assessorar em operações societárias.

Observação: foram também considerados os termos de compromisso firmados parcialmente.

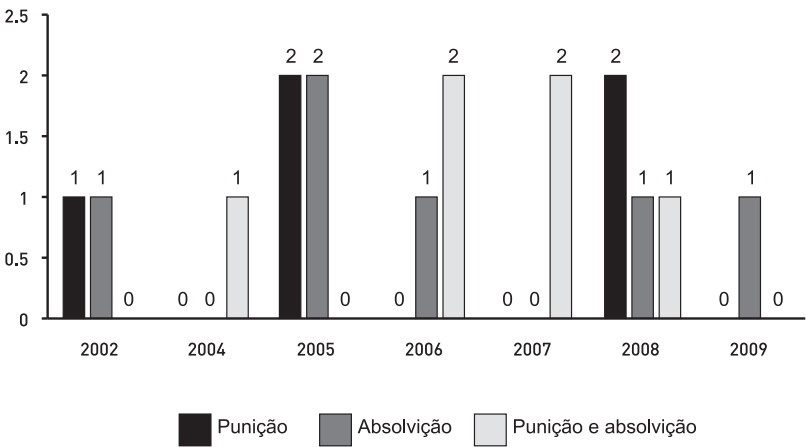
6 NÚMERO DE PUNIÇÕES E ABSOLVIÇÕES NOS PROCESSOS ADMINISTRATIVOS SANCIONADORES

Punições e absolvições em (PAS)

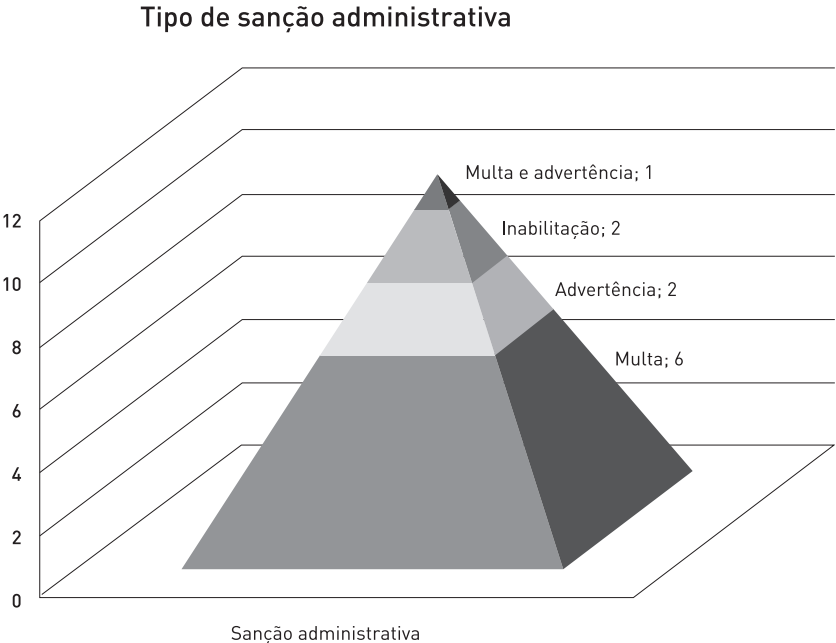


7 DADO DA ATIVIDADE PUNITIVA POR ANO

Punição por ano em PAS



8 TIPO DE PUNIÇÃO



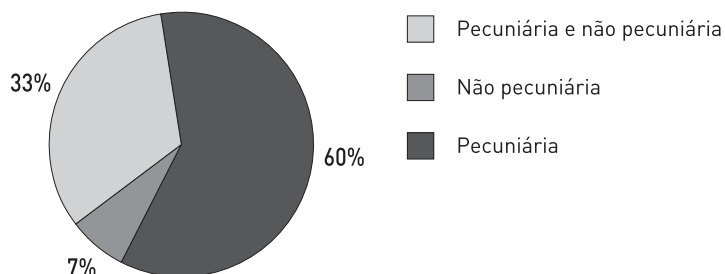
9 VALOR TOTAL DAS MULTAS APLICADAS POR ANO EM CADA PROCESSO ADMINISTRATIVO COM APLICAÇÃO DE SANÇÃO

| PROCESSO ADMINISTRATIVO | ANO | VALOR DA MULTA |
|-------------------------|------|---|
| PAS IA 33/00 | 2002 | R\$ 20.000,00 / R\$ 40.000,00 |
| PAS 18/01 | 2004 | R\$ 500.000,00 |
| PAS 17/02 | 2005 | R\$ 150.000,00 |
| PAS 2003/5669 | 2006 | R\$ 20.000,00 |
| PAS 04/04 | 2006 | R\$ 150.000,00 |
| PAS 22/04 | 2007 | R\$ 120.900,00 / R\$ 14.850,00 / R\$ 53.970,00 / R\$ 30.170,00 / R\$10.200,00 |
| PAS 24/05 | 2008 | R\$ 652.083,62 |

Observação: em alguns casos, os valores correspondem às multas aplicadas por uso de informação privilegiada e outras informações.

IO TIPO DE OBRIGAÇÃO COMINADA NOS TERMOS DE COMPROMISSO CELEBRADOS NOS CASOS ENVOLVENDO USO DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA

Obrigações cominadas nos termos de compromisso



II OBRIGAÇÕES PECUNIÁRIAS NOS TERMOS DE COMPROMISSO FIRMADOS NOS CASOS DE USO DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA

| PROCESSO ADMINISTRATIVO | ANO | VALOR DA OBRIGAÇÃO PECUNIÁRIA |
|-------------------------|------|--------------------------------|
| PAS 13/00 | 2000 | R\$ 300.000,00 |
| PAS 12/2004 | 2004 | R\$ 300.500,00 |
| PAS 10/2004 | 2006 | R\$ 150.000,00 |
| PAS 2006/4234 | 2006 | R\$ 50.000,00 |
| PAS 17/2003 | 2006 | R\$ 258.262,62 |
| PAS 2007/0119 | 2008 | R\$ 238.000,00 |
| PAS 26/2006 | 2008 | R\$ 25.000,00 |
| PAS 2007/12231 | 2008 | R\$ 2.200.000,00 |
| PAS 25/2005 | 2008 | R\$ 107.000,00 / R\$ 30.000,00 |
| PAS 22/2006 | 2008 | R\$ 100.000,00 |
| PAS 2007/10889 | 2008 | R\$ 75.000,00 |
| PAS 2007/1454 | 2008 | R\$ 553.054,00* |
| PAS 2009/0428 | 2009 | R\$ 200.000,00 |
| PAS 21/2005 | 2009 | R\$ 250.000,00 |

* acresceu-se à obrigação pecuniária o valor de 20% sobre o montante da indenização aos investidores.

CADERNOS DIREITO GV

APONTAMENTOS SOBRE A PESQUISA EM DIREITO NO BRASIL .1
Marcos Nobre

IMPACT OF THE WTO AGREEMENT ON TEXTILES & CLOTHING ON BRAZILIAN EXPORTS .2
OF TEXTILES AND CLOTHING TO THE UNITED STATES
Guido Fernando S. Soares,
Maria Lúcia Pádua Lima,
Maria Carolina M. de Barros,
Michelle Ratton Sanchez,
Sérgio Goldbaum,
Elaini C. Silva

REFORMA DO PODER JUDICIÁRIO, DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E DEMOCRACIA .3
Direito GV
e Valor Econômico

O SISTEMA DE JUSTIÇA BRASILEIRO, A PRODUÇÃO DE INFORMAÇÕES E SUA UTILIZAÇÃO .4
Luciana Gross Cunha,
Alexandre dos Santos Cunha,
Flávia Scabin,
Mariana Macário,
Marcelo Issa

REFLEXÕES SOBRE O ENSINO DO DIREITO .5
Flávia Portella Püschel,
José Rodrigo Rodriguez

I SIMPÓSIO OAB-SP E FGV-EDESP SOBRE DIREITO EMPRESARIAL E NOVO CÓDIGO CIVIL .6
OAB-SP e Direito GV

PREMISSAS DO PROJETO DA DIREITO GV PARA DESENVOLVIMENTO DO MATERIAL DIDÁTICO .7
PARA O CURSO DE DIREITO; DISCIPLINA: ORGANIZAÇÃO DAS RELAÇÕES PRIVADAS
Mauricio P. Ribeiro

MODELOS DE ADJUDICAÇÃO/ MODELS OF ADJUDICATION .8
Owen Fiss

RELATÓRIO DA PESQUISA DE JURISPRUDÊNCIA SOBRE DIREITO SOCIETÁRIO .9
E MERCADO DE CAPITAIS NO TRIBUNAL DE JUSTIÇA DE SÃO PAULO
Viviane Muller Prado,
Vinícius C. Buranelli

PODER CONCEDENTE E MARCO REGULATÓRIO NO SANEAMENTO BÁSICO .10
Alexandre dos Santos Cunha,
André V. Nahoum,
Conrado H. Mendes,
Diogo R. Coutinho,
Fernanda M. Ferreira,
Frederico de A. Turolla

CONTANDO A JUSTIÇA: A PRODUÇÃO DE INFORMAÇÃO NO SISTEMA DE JUSTIÇA BRASILEIRO .11
Luciana Gross Cunha (org)

FOCOS – CONTEXTO INTERNACIONAL E SOCIEDADE CIVIL .12

Michelle Ratton Sanchez (org),
Cassio Luiz de França (org),
Elaini C. G. da Silva (org)

PROGRAMAS DE CLÍNICAS NAS ESCOLAS DE DIREITO DE UNIVERSIDADES NORTE-AMERICANAS .13

Ana Mara F. Machado,
Rafael Francisco Alves

FOCOS – FÓRUM CONTEXTO INTERNACIONAL E SOCIEDADE CIVIL .14

Cassio Luiz de França (org),
Michelle Ratton Sanchez (org)

A COOPERAÇÃO PENAL INTERNACIONAL NO BRASIL .15

Maíra Rocha Machado,
Marco Aurélio C. Braga

O MÉTODO DE LEITURA ESTRUTURAL .16

Ronaldo Porto Macedo Júnior

PARTICIPAÇÃO DA SOCIEDADE CIVIL: COMÉRCIO, SAÚDE E MEIO AMBIENTE NA OMC .17
– COMUNIDADES EUROPÉIAS VS. BRASIL: O CASO DOS PNEUS

Juana Kweitel (org),
Michelle Ratton Sanchez (org)

EXPERIÊNCIAS E MATERIAIS SOBRE OS MÉTODOS DE ENSINO-APRENDIZADO DA DIREITO GV .18

Rafael Domingos F. Vanzella (org)

O NOVO DIREITO E DESENVOLVIMENTO: ENTREVISTA COM DAVID TRUBEK .19

José Rodrigo Rodriguez (coord),
Ana Mara Machado,
Luisa Ferreira,
Gisela Mation,
Rafael Andrade,
Bruno Pereira

A FORMAÇÃO DO DIREITO COMERCIAL BRASILEIRO .20
A CRIAÇÃO DOS TRIBUNAIS DE COMÉRCIO DO IMPÉRIO

José Reinaldo de Lima Lopes

TRIBUTAÇÃO, RESPONSABILIDADE FISCAL E DESENVOLVIMENTO: .21
DIREITO À TRANSPARÊNCIA ESTUDO SOBRE A DESTINAÇÃO DA CPMF E DA CIDE-COMBUSTÍVEIS

Eurico Marcos Diniz de Santi (coord)
Tathiane dos Santos Piscitelli,
Andréa Mascitto

O QUE É PESQUISA EM DIREITO E ECONOMIA .22

Bruno Meyerhof Salama

LIMITES DO DIREITO PENAL .23
PRINCÍPIOS E DESAFIOS DO NOVO PROGRAMA DE PESQUISA EM DIREITO PENAL NO INSTITUTO MAX-
PLANCK DE DIREITO PENAL ESTRANGEIRO E INTERNACIONAL
Prof. Dr. Dr. h.c. Ulrich Sieber, Freiburg i. Br.

UMA ETNOGRAFIA DE CARTÓRIOS JUDICIAIS .24
EFEITOS DA ORGANIZAÇÃO E FUNCIONAMENTO DE CARTÓRIOS JUDICIAIS SOBRE
A MOROSIDADE PROCESSUAL: ESTUDO DE CASOS EM CARTÓRIOS JUDICIAIS
DO ESTADO DE SÃO PAULO - *LEVANTAMENTO ETNOGRÁFICO*
Paulo Eduardo Alves da Silva (coord.)

PESQUISA EM DIREITO E DESENVOLVIMENTO .25
DIREITO GV

MESTRADO EM DIREITO E DESENVOLVIMENTO .26
APRESENTAÇÃO - Ary Oswaldo Mattos Filho
AULA INAUGURAL - José Eduardo Campos de Oliveira Faria
APRESENTAÇÃO DO PROGRAMA - Oscar Vilhena Vieira, Ronaldo Porto
Macedo Jr., Flavia Portella Püschel e Carlos Ari Vieira Sundfeld

DRUG COUNTERFEIT AND PENAL LAW IN BRAZIL .27
Coordinator: Marta Rodriguez de Assis Machado
Authors: Marta Rodriguez de Assis Machado, Ana Carolina Alfinito Vieira,
Carolina Cutrupi Ferreira, Vivian Cristina Schorscher

UMA CONVERSA SOBRE DIREITO SOCIETÁRIO COMPARADO COM O PROFESSOR KLAUS HOPT .28
Viviane Muller Prado (*coord.*), Rafael de Almeida Rosa Andrade,
Gisela Mation, Jessica Winge, Luiza Vasconcelos

INTERPRETAÇÃO, DESENVOLVIMENTO E INSTITUIÇÕES .29
INTERPRETAÇÃO E OBJETIVIDADE
USOS E ABUSOS NAS INTERPRETAÇÕES JUDICIAIS
INTERPRETAÇÃO, POLÍTICA E FUNÇÃO
coordenação: Catarina Barbieri e Ronaldo Porto Macedo Jr.
colaboração especial: Luciana Reis e Marcelo Shima Luize

CRISE NO SISTEMA FINANCEIRO INTERNACIONAL .30
Ary Oswaldo Mattos Filho
e Maria Lúcia Labate Mantovanini Pádua Lima (*coord.*)

METODOLOGIA DE ENSINO JURÍDICO NO BRASIL: .31
ESTADO DA ARTE E PERSPECTIVAS
EXPOSIÇÕES, DEBATES E RELATOS DO WORKSHOP NACIONAL
DE METODOLOGIA DE ENSINO
José Garcez Ghirardi (*coord.*)
Ieda Dias de Lima, Ligia Paula P. Pinto Sica, Luciana de Oliveira Ramos

ARBITRAGEM E PODER JUDICIÁRIO: .32
UMA RADIOGRAFIA DOS CASOS DE ARBITRAGEM QUE CHEGAM AO JUDICIÁRIO BRASILEIRO
Adriana Braghetta, Daniela Monteiro Gabbay, Eleonora Coelho Pitombo, Rafael Francisco
Alves, Selma Ferreira Lemes (*coord. geral*)

PESQUISA EM DEBATE: .33
A APLICAÇÃO DA LEI DE CRIMES CONTRA O SISTEMA FINANCEIRO PELOS TRIBUNAIS BRASILEIROS
Núcleo de Estudos sobre o Crime e a Pena
DIREITO GV

PARA ONDE VAI A ARBITRAGEM NO BRASIL? .34
Camila Villard Duran (coord.)

FORMALISMO, DOGMÁTICA JURÍDICA E ESTADO DE DIREITO: .35
UM DEBATE SOBRE O DIREITO CONTEMPORÂNEO A PARTIR DA OBRA DE TERCIO SAMPAIO FERRAZ JR.
José Rodrigo Rodriguez, Carlos Eduardo Batalha da Silva e Costa,
Samuel Rodrigues Barbosa (coord.)

CÂNDIDO RANGEL DINAMARCO E A INSTRUMENTALIDADE DO PROCESSO (UMA ENTREVISTA) .36
Daniela Monteiro Gabbay, José Rodrigo Rodriguez, Luis Guilherme Aidar Bondioli,
Paulo Eduardo Alves da Silva, Rafael Francisco Alves e Thomaz Henrique J. de Andrade Pereira

AValiação e Métodos de Ensino em Direito .37
José Garcez Ghirardi (coord.)
Ana Mara França Machado, Catarina Helena Cortada Barbieri,
Ieda Miyuki Koshi Dias de Lima, Juliana Bonacorsi de Palma, Ligia Paula Pires
Pinto Sica, Luciana de Oliveira Ramos e Vivian Cristina Schorscher

This image shows a single sheet of white paper with horizontal ruling lines. The lines are evenly spaced and run across the width of the page. There are no margins, text, or other markings on the paper.

