



UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ
FACULDADE DE DIREITO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM DIREITO

IVES NAHAMA GOMES DOS SANTOS

**O MERCADO, OS HOMENS E ALGUNS SEGREDOS: USO DA METODOLOGIA
MULTIMÉTODO PARA IDENTIFICAÇÃO DO CONCEITO DE FATO
RELEVANTE NO CRIME DE *INSIDER TRADING***

FORTALEZA

2023

IVES NAHAMA GOMES DOS SANTOS

O MERCADO, OS HOMENS E ALGUNS SEGREDOS: USO DA METODOLOGIA
MULTIMÉTODO PARA IDENTIFICAÇÃO DO CONCEITO DE FATO RELEVANTE NO
CRIME DE *INSIDER TRADING*

Dissertação apresentada ao Mestrado em
Direito da Universidade Federal do Ceará,
como requisito parcial à obtenção do título de
Mestre. Área de concentração: Ordem Jurídica
Constitucional.

Professor Orientador: Dr. William Paiva
Marques Júnior

Professora Coorientadora: Dra. Mariana
Dionísio de Andrade

FORTALEZA

2023

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação
Universidade Federal do Ceará
Sistema de Bibliotecas

Gerada automaticamente pelo módulo Catalog, mediante os dados fornecidos pelo(a) autor(a)

Santos, Ives Nahama Gomes.

O mercado, os homens e alguns segredos: : uso da metodologia multimétodo para identificação do conceito de fato relevante no crime de insider trading / Ives Nahama Gomes Santos. – 2023.
278 f. : il. color.

Dissertação (mestrado) – Universidade Federal do Ceará, Faculdade de Direito, Programa de Pós-Graduação em Direito, Fortaleza, 2023.

Orientação: Prof. Dr. William Paiva Marques Júnior.

Coorientação: Prof. Dr. Mariana Dionísio de Andrade .

1. Insider trading. 2. Fato relevante. 3. Direito Penal Econômico. 4. Método Misto. 5. Levantamento de dados. I. Título.

CDD 340

IVES NAHAMA GOMES DOS SANTOS

O MERCADO, OS HOMENS E ALGUNS SEGREDOS: USO DA METODOLOGIA
MULTIMÉTODO PARA IDENTIFICAÇÃO DO CONCEITO DE FATO RELEVANTE NO
CRIME DE *INSIDER TRADING*

Dissertação apresentada ao Mestrado em
Direito da Universidade Federal do Ceará,
como requisito parcial à obtenção do título de
Mestre. Área de concentração: Ordem Jurídica
Constitucional.

Aprovada em:

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. William Paiva Marques Júnior (Orientador)
Universidade Federal do Ceará (UFC)

Profa. Dra. Mariana Dionísio de Andrade (Coorientadora)
Universidade de Fortaleza (UNIFOR)

Prof. Dr. Sérgio Bruno Araújo Rebouças
Universidade Federal do Ceará (UFC) – Membro

Prof. Dr. Rodrigo de Grandis
Fundação Getúlio Vargas (FGV/SP) - Membro

Prof. Dr. Carlos Higinio Ribeiro de Alencar
Vinculado ao Ministério da Economia do Brasil - Membro

Here's to the fools who dream.

AGRADECIMENTOS

Segundo o Forest, 300 horas me conduziram até ora. Mas me recuso aceitar que números podem traduzir todo o esforço e escolhas que compõe o presente trabalho.

Confesso que planejei durante quase dois anos os agradecimentos de minha dissertação. Mas foi de maneira despreziosa, em uma quinta-feira à noite que escrevi, entre lágrimas e sorrisos, meus agradecimentos. Se sou verborrágica, foi a minha convivência com cada uns dos ora contemplados que me tornou assim.

A Deus, Pai com infinita Graça e misericórdia. Não há um segundo de minha existência que eu não seja grata ao seu Amor e cuidado. Se por minha tão grande culpa por vezes me vi longe de seus caminhos, por Vossa tão grande Graça retornei.

À minha mãe Maria, que me ensinou a beleza da leitura e quem comigo foi o primeiro clube do livro da vida. Ao meu pai Ivanês, por me ensinar o poder de um sorriso e da determinação. Se eu aprendi a ter um olhar mais demorado sobre cada fato de minha vida, foi após seus ensinamentos. Obrigada, mãe e pai, por me ensinarem a voar do modo mais difícil, mas também o melhor que eu poderia ter tido.

Ao Nahã, meu amor desde o nascimento. Meu querido irmão que é meu mais profundo e puro significado de família. Obrigada por ser tão diferente de mim e me ensinar a partir disso. Obrigada pelos sushis das segundas, pelos textões do Telegram e por falar comigo sobre assuntos que eu jamais entenderia se não fosse sua paciência. Obrigada por simplesmente existir e estar comigo nos últimos (tão delicados) anos. Eu não teria sobrevivido às tempestades sem você.

Ao Daniel, minha poesia mais doce. A quem devo os sorrisos dos últimos dois anos e quem por vezes se propôs a traduzir meus pensamentos tão confusos. São tantas as razões pelas quais eu deveria agradecê-lo que escolher as palavras se torna uma tarefa quase impossível. A sua pureza de coração, sua paciência e amor dedicados a mim tornaram meu olhar mais poético e minha escrita mais feliz. Obrigada por, exposto de tudo, me ensinar a enxergar quem eu sou (e quem eu verdadeiramente posso ser).

À Maria Tereza, minha maior apoiadora, seja qual for a minha ideia. Minha melhor amiga quase desde o dia que eu a conheci em 2014. Quem compartilha comigo pensamentos e aspirações e disse mais de uma vez que eu seria capaz mesmo quando o cansaço tomou conta de mim. Cada linha escrita tem um pouco de “Tt” nela.

À Ana Maria, Vivian, Carol, Daniela, Andressa, Ivinna, Ivina, Emily, Thais M. e Thaís B, pela torcida, as mensagens, as frases de apoio, as saídas em quintas ou domingos livres

e pelas fotos que me faziam rir de doer a barriga em terças de cansaço. Ao Sócrates, Lins e Gabriel pela pitada de calma que falta a mim.

À Lethicia Pinheiro, por segurar a minha mão e dizer que o mundo acadêmico pode ser feroz, mas não há nada que um banho de mar no começo do dia não ajude. Obrigada por ser tão forte, por ser referência de constância, por ser tão verdadeira. Obrigada por sempre ter um tempo para mandar áudios ou ir comigo ao “perímetro” para um bom *brownie*.

À Luciana, Larissa e Lislie pela inspiração de força e perseverança em dias turbulentos.

À Natália, minha psicóloga. Eu poderia escrever 10 páginas inteiras de agradecimentos, mas nenhuma palavra seria capaz de expressar minha gratidão ao seu acompanhamento semanal. Obrigada por me ajudar a me compreender enquanto humana e a ser mais gentil comigo. Obrigada por todas as palavras doces ou duras que me fizeram despertar e amadurecer. Obrigada por ser mansidão. Obrigada por ser a ajuda humana mais necessária, real e urgente que eu tive durante toda a vida. Obrigada.

Ao Centro Cultural Mar Alto, em nome de Ciça, Kate, P. Rodrigo e P. Milton. Obrigada por me ensinarem sobre o Amor ao trabalho, sobre o significado de virtudes e sobre o caminho que deve ser seguido. Obrigada por comigo traçar o caminho de encontro com Deus na vida diária.

À UFMG, em nome do Professor Túlio V., quem me acolheu como aluna especial na disciplina de Crimes Econômicos. Às colegas Paula B. e Débora M. que me ajudaram com bibliografia a qual eu jamais teria acesso.

Ao setor de arquivos da Justiça Federal que tive como casa durante 3 dias em São Paulo que, burlando as regras, me ofereceram um lugar reservado para tirar as 2.000 fotos de processo. Obrigada por entenderem o que é pesquisa e como é difícil pesquisar no Brasil.

Ao Mendes Bezerra Advogados, em especial, Sirlene, Tainá, Ademar Mendes e Romulo. À Sirlene pelo exemplo de liderança empática. À Tainá por ser minha companheira de almoço, de risadas e partilhas. Ao Ademar Mendes, por ser exemplo de dedicação, chefia e mentoria. Quem acreditou em mim enquanto profissional, pesquisadora e pessoa. Se todos os sócios de escritórios de advocacia entendessem o que é acreditar na pesquisa, tal qual Ademar Mendes, a escolha dicotômica não existiria. Ao Rômulo, quem me ensina sobre tranquilidade e postura profissional.

À Universidade Federal do Ceará, em nome do meu orientador Professor William M., pelo cuidado, companheirismo e força. Exemplo de dedicação à Universidade, William é quem nos ensina a beleza da docência e da importância do método para a pesquisa em Direito.

À Professora Mariana D., minha inspiração. Quem entendeu a pesquisa em Direito por seus vários espectros e embarcou comigo na viagem multimétodo. Obrigada por topar minhas ideias mais insanas.

Ao Professor Sérgio Rebouças, pelo aceite de participar da banca. Sérgio R. é a maior referência conterrânea em Direito Penal Econômico (e igualmente de vinis, vinhos, *drinks* e livros). Obrigada por ser um dos meus maiores exemplos de profissionais de excelência. Não há como ignorar suas contribuições para a pesquisa e para a advocacia cearense. Sem dúvidas, seguirei seus passos e seus ensinamentos. Obrigada por ser uma pessoa que inspira.

Ao Professor Rodrigo de Grandis, referência nas aplicações práticas e teóricas em matéria de *Insider trading*. Ao Professor Higino, quem me ensinou o poder do refinar e da revisões seja qual for o texto. Meu muito obrigada pelo aceite em compor minha banca de defesa.

À Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior – CAPES, pelo auxílio financeiro sem o qual eu não teria conseguido atravessar o país em busca dos dados. A contribuição da bolsa foi sentida por todo o ano que fui com ela contemplada. Espero ter honrado o investimento público na pesquisa.

E, finalmente, obrigada a você, leitor, que como eu, adora a seção de agradecimentos, porque sabe que é ora que a pesquisa esconde suas nuances talvez mais interessantes: as da pessoa por trás dos dados. E essa pessoa que vos escreve é somente uma jovem que sonha.

RESUMO

A pesquisa trata da caracterização de fato relevante, em crime de *insider trading*, por parte do Judiciário criminal brasileiro, nos anos de 2001-2021, para receber denúncia, reconhecer por sentença e analisar recursos. Parte do referencial teórico de mercado de capitais, o papel da informação e as delimitações sobre o uso de informação privilegiada para analisar o surgimento do conceito do ilícito de *insider trading*, bem como sua tradução como norma penal para atender às demandas dos entes de mercado. Discute como o princípio da transparência foi estabelecido pelas Leis Societárias e na Instrução normativa 358/02 e a Resolução nº 44/21 da Comissão de Valores Mobiliários e suas repercussões no ordenamento jurídico brasileiro. Examina as definições de relevância das informações no mercado de capitais, a partir do estudo das decisões administrativas aplicando a Metodologia de Análise de Decisões – MAD. Adota metodologia multimétodo, de análise documental e levantamento quantitativo e qualitativo de dados a partir de nove processos criminais versando sobre o uso de informação privilegiada responder aos questionamentos da Análise de Conteúdo: 1) Quem fala? 2) Para dizer o que? 3) A quem? 4) De que modo? 5) Com que finalidade? 6) Com que resultados?, de modo a verificar quais os critérios estabelecidos para se concluir pela relevância do fato no caso concreto. Enfrenta como limitações a ausência de um banco de dados público e confiável do número de ações penais de *insider trading*, bem como a própria disponibilização dos autos, mesmo presencialmente nas Varas Criminais Federais. Conclui que dos 9 casos aos quais se teve acesso, são 7 casos que estabeleceram critérios para definir a relevância do fato, 6 estabeleceram na sentença, e 1 estabeleceu na denúncia, e a resultado da classificação pelo Método de Reinert, resultado da análise pelo *software* Iramuteq, indica a existência de blocos de critérios de definição de fato relevante pelo Judiciário Criminal, respondendo positivamente ao problema de pesquisa. Conclui, ainda, que o caso 1 da pesquisa pode ser tido como paradigmático e o mais detalhista na definição de relevância do fato, estando contido em cinco dos seis blocos de fundamentação. Após a verificação das hipóteses, somente uma restou confirmada. Ao final, são apresentadas ideias de intervenção inspiradas em estudos comportamentais, as quais são projetadas devido a identificação de três elemento-problema na atuação do Judiciário criminal, a saber: simplificação, tendência pelo padrão e preparação.

Palavras-chave: *Insider trading*. Fato relevante. Direito Penal Econômico. Método Misto. Levantamento de dados.

ABSTRACT

The research deals with the characterization of fact, in a crime of Brazilian criminal investigation, in the years of Brazilian criminal investigation, in the years 2001-20, for receiving a complaint²⁰, disclosure by classification and analysis. It starts from the theoretical framework of the capital market, the role of information and as delimitations on the use of privileged information to learn how to use the concept of the capital market, as well as its translation as a penal norm to meet the principles of the market. It discusses how the principle of transparency was established by the Corporate Laws in Normative Instruction 358/02 and Resolution 4/21 of the Securities and Exchange Commission and its repercussions on the Brazilian legal system. From the study of administrative decisions applying the Decision Analysis Methodology – MAD. It adopts a multi-method methodology, of document analysis and survey of approved and qualitative data from nine criminal cases dealing with the use of privileged information, answering the Content Analysis questions: 1) Who speaks? 2) To say what? 3) Who? 4) In what way? 5) For what purpose? 6) With what results they will verify the established facts to determine the concrete case. It faces as public availability of the presence of a database and confidence of the number of shares of internal trading actions, as well as the very presence in the Federal Criminal Courts. Conclude that the cases must be concluded to define the determination of facts, 6 established in the definition, and 1 the software presented in the disclosure, and the result of classification by the Reinert method, resulted from the classification by the Reinert method, result of the analysis by the method of Reinert, which resulted from the analysis by Reinert's method, of the existence of an analysis of blocks of criteria for definition of relevant fact by the Criminal Judiciary, responding positively to the research problem. It is concluded that the case¹ of the research is still being the case of conclusion of more of the fact that is being considered in five foundation blocks. by the protection mechanisms of protection mechanisms as urgent protective measures in the context of the femicides studied. After checking the hypotheses, only one confirmed restoration. In the end, there are ideas of models defined in behavioral studies, such as what are the problems defined and elements in the performance of the Judiciary, namely: simplification, tendency and preparation.

Keywords: Insider trading. Relevant fact. Economic Criminal Law. Mixed Method. Data survey.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 -	Triângulo representativo da “relação especial” em que consiste o <i>insider trading</i>	37
Figura 2 -	Volume médio diário de ações negociadas em fevereiro de 2021.....	80
Figura 3 -	Detalhamento do processo de seleção dos estudos conforme recomendação PRISMA. Período de realização da busca: início em maio de 2020 e finalização de conferência para integrar a revisão integrativa de literatura, em março de 2021.....	85
Figura 4 -	Tela de consultas de jurisprudência dos PAS no site da CVM.....	88
Figura 5 -	Modelo de solicitação de informações para as varas criminais federais e os gabinetes das turmas dos tribunais federais.....	90
Figura 6 -	Formulário de desarquivamento de processos federais da seção judiciária de São Paulo.....	92
Figura 7 -	Extrato de aplicação do método de Reinert.....	184
Figura 8 -	Resultado da Classificação pelo Método de Reinert, dendrograma de palavras.....	188
Figura 9 -	Análise Fatorial de Correspondências (1).....	192
Figura 10 -	Análise Fatorial de Correspondências (2).....	193
Figura 11 -	Nuvem de palavras.....	194

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 -	Especificação do momento de definição de fato relevante nos processos da pesquisa.....	181
-------------	--	-----

LISTA DE FLUXOGRAMAS

Fluxograma 1 -	Fases da revisão integrativa de literatura.....	83
Fluxograma 2 -	Fases da metodologia de análise de conteúdo.....	95

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Cronologia do marco regulatório do <i>insider trading</i>	53
Quadro 2 - Mapeamento realizado pela IOSCO sobre o panorama legislativo sobre <i>insider trading</i> em 40 países, no ano de 2003.....	58
Quadro 3 - Palavras-chaves, a justificativa de uso e os resultados.....	88
Quadro 4 - Hipóteses e resultados.....	198
Quadro 5 - Elemento problema simplificação.....	199
Quadro 6 - Elemento problema tendência pelo padrão.....	201
Quadro 7 - Elemento problema preparação.....	203

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 -	Casos criminais.....	92
Tabela 2 -	PAS CVM adequado à fundamentação.....	113
Tabela 3 -	Análise de Conteúdo do caso 1.....	140
Tabela 4 -	Análise de conteúdo do caso 2.....	144
Tabela 5 -	Análise de conteúdo do caso 3.....	150
Tabela 6 -	Análise de conteúdo do caso 5.....	157
Tabela 7 -	Análise de conteúdo do caso 6.....	162
Tabela 8 -	Análise de conteúdo do caso 7.....	167
Tabela 9 -	Análise de conteúdo do caso 8.....	170
Tabela 10 -	Análise de conteúdo do caso 9.....	174
Tabela 11 -	Casos criminais e as últimas peças que se teve acesso.....	181
Tabela 12 -	Consolidação dos critérios de definição de fato relevante nos casos criminais estudados.....	182
Tabela 13 -	Identidade entre classes e os casos criminais.....	186

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	19
2 QUADRO TEÓRICO: O MERCADO, O PAPEL DA INFORMAÇÃO RELEVANTE E DELIMITAÇÕES SOBRE INSIDER TRADING	22
2.1 Mercado de capitais: funções, <i>full disclosure</i> , falhas, regulação e autorregulação.....	24
2.2 Insider trading: delimitações teóricas.....	36
2.3 Razões éticas e econômicas para a repressão ao uso de informações privilegiadas e posições contrárias. Diálogos contrastantes ou complementares?.....	45
2.4 Insider trading no ordenamento jurídico brasileiro Brasil e especificações sobre fato relevante.....	50
2.5 O crime <i>insider trading</i> : especificações sobre o artigo 27-D da Lei nº 6385/76.....	64
3 PERCURSOS METODOLÓGICOS MISTOS PARA A COLETA, ANÁLISE E INTERPRETAÇÃO DO CONCEITO DE FATO RELEVANTE NO ILÍCITO DE INSIDER TRADING	73
3.1 Problema de pesquisa.....	76
3.2 Objetivos da pesquisa e hipóteses.....	78
3.3 Relevância do tema, do estudo multimétodo em Direito e ineditismo da pesquisa.....	79
3.4 Revisão integrativa de literatura.....	82
3.5 Metodologia de análise de decisões e CVM.....	85
3.6 Estudos múltiplos.....	89
3.7 Limitações do método.....	98
4 OS HOMENS E SEUS SEGREDOS: DELIMITAÇÕES SOBRE FATO RELEVANTE NOS CASOS CRIMINAIS DE INSIDER TRADING	100
4.1 Delimitações sobre fato relevante no âmbito administrativo.....	100
4.1.1 <i>Análise das justificativas presentes nos PAS</i>	103
4.2 Caso 1 - caso Sadia e Perdigão.....	116
4.2.1 <i>Dos atos processuais</i>	116
4.2.2 <i>Delimitações sobre fato relevante</i>	118
4.2.3 <i>Análise de conteúdo do caso 1</i>	140
4.3 Caso 2– Caso Randon S/A.....	141
4.3.1 <i>Dos atos processuais</i>	141
4.3.2 <i>Delimitações sobre fato relevante</i>	142

4.3.3 <i>Análise de conteúdo do caso 2</i>	144
4.4 Caso 3 - “Caso Mundial”: Mundial S/A.....	143
4.4.1 <i>Dos atos processuais</i>	145
4.4.2 <i>Delimitações sobre fato relevante</i>	147
4.4.3 <i>Análise de conteúdo do caso 3</i>	150
4.5. Caso 4 – “Brasil ECODISEL”	151
4.6 Caso 5 - LOG-IN	151
4.6.1 <i>Dos atos processuais</i>	151
4.6.2 <i>Delimitações sobre fato relevante</i>	152
4.6.3 <i>Análise de conteúdo do caso 5</i>	156
4.7 CASO 6 – CASO OGX	157
4.7.1 <i>Dos atos processuais</i>	158
4.7.2 <i>Delimitações sobre fato relevante</i>	159
4.7.3 <i>Análise de conteúdo do caso 6</i>	161
4.8. Caso 7 - CASO JBS	163
4.8.1 <i>Dos atos processuais e delimitações sobre fato relevante</i>	163
4.8.2 <i>Análise de conteúdo do caso 7</i>	167
4.9 Caso 8 – CASO UNICASA INDÚSTRIA DE MÓVEIS S/A	168
4.9.1 <i>Análise de conteúdo do caso 8</i>	169
4.10 Caso 9- CASO OSX	170
4.10.1 <i>Dos atos processuais</i>	170
4.10.2 <i>Delimitações sobre fato relevante</i>	172
4.10.3 <i>Análise de conteúdo do caso 9</i>	174
4.11 Caso 10 – CASO KLABIN S.A	175
4.11.1 <i>Análise de conteúdo do caso 10</i>	176
5 DISCUSSÃO: RELAÇÃO ENTRE RESULTADOS E HIPÓTESES	179
5.1 Análise de conteúdo dos casos múltiplos aplicada ao Software Iramuteq: lapidando os resultados obtidos	179
5.2 Confrontamento das hipóteses de pesquisa: confirmações ou negativas?	195
5.3 Propostas de solução: contribuições da pesquisa e próximos passos	198
6. CONCLUSÃO	
REFERENCIAL BIBLIOGRÁFICO	212
APÊNDICE A - Formulário para extração de dados dos casos criminais de <i>insider trading</i> – <i>Análise de conteúdo</i>	227

APÊNDICE B - PAS analisados na pesquisa e a verificação de critérios para definir a relevância.....	262
APÊNDICE C - ocorrência de palavras em classes.....	263
ANEXOS.....	273

1 INTRODUÇÃO

A dissertação se propõe a responder o seguinte problema de pesquisa: quais os critérios para definir fato relevante que o Judiciário criminal brasileiro utilizou, nos anos de 2001-2021, para receber denúncia, reconhecer por sentença e analisar recursos, em crime de *insider trading*? Trata-se de uma questão fundamental para o estudo do uso de informação privilegiada no mercado de capitais por cinco motivos.

Primeiro, porque uma base informativa completa visa a proteger a decisão individual para que esta, pertencente ao todo (mercado mobiliário), propicie um ambiente de livre concorrência, princípio constitucional norteador da ordem econômica e, como consequência, possa efetivar o bem-estar social.

Segundo, quando o mercado é considerado como instituição jurídica, desse modo, constituída pelo Direito Estatal, deste reclama, a um só tempo, que garanta a liberdade econômica e opere a sua regulamentação. Assim, a regulamentação civil, administrativa e criminal deve detectar, impedir e penalizar as práticas comerciais desleais, em nome do princípio do *full disclosure*, o qual assegura o funcionamento de forma equitativa para todo o mercado.

Terceiro, porque uma perda de confiança do investidor, ocasionada pela ciência de um cenário de realização de negócios em posse de informação relevante que não é pública, logo, privilegiada, dificulta não apenas o aumento de capital das empresas, mas também diminui a liquidez do mercado de ações. Fazendo surgir a assimetria informacional, expressão designada para afirmar que uma das partes está em posse de maiores ou melhores informações que a outra, devendo a igualdade jurídica garantir, em regra, a ausência de privilégios, de igualdade perante a lei – igualdade formal –.

Quarto, porque a constatação de que em 20 anos desde o início das punições em esfera criminal há somente 1 (um) caso com trânsito em julgado, pode apontar, com maior probabilidade, que o fenômeno da seletividade do sistema penal está ocorrendo nessa matéria, ou, no mínimo, que o sistema penal não tem sido capaz de detectar, identificar, investigar, processar e julgar esses fatos.

Quinto, porque busca suprir uma lacuna da literatura sobre a definição de fato relevante nos casos criminais brasileiros, uma vez que expõe a forma como há o estabelecimento de critérios, por parte do Judiciário, oferecendo contribuição para pesquisas futuras sobre a temática.

Como objetivo geral do trabalho tem-se a identificação dos critérios delimitadores de fato relevante na esfera criminal; e os específicos são: a) explicar o conceito de mercado, suas características, a sistemática e o papel informacional; b) apresentar o estado da arte da legislação repressiva ao uso de informação privilegiada e os argumentos aptos para tanto utilizando dados teóricos e secundários, a exemplo dos relatórios IOSCO e; c) apresentar o conceito de fato relevante no âmbito administrativo por meio da Metodologia de Análise de Decisões; d) apresentar o conceito de fato relevante e identificar sua aplicação no âmbito criminal, a partir de estudos múltiplos; e) apresentar propostas soluções para os problemas verificados.

Para chegar a uma resposta, é necessário buscar sustentação na teoria e, por oportuno, nos métodos mistos hábeis a testar as três hipóteses formuladas: a primeira (H1), no contexto criminal, o critério estabelecido pela CVM na Instrução nº 358/02 e na Resolução nº 44/21, ‘possa influir de modo ponderável’; não é suficiente para definir fato relevante, o que ocasiona o baixo número de casos levados ao judiciário; a segunda (H2), no contexto criminal, há pouco ou nenhum espaço para delimitação de critérios de relevância do fato por parte do Judiciário, a terceira (H3) A estrutura jurídica do crime do 27-D da Lei nº 6.385/1976 é de lei penal em branco, portanto, cabe à CVM a elaboração de diretrizes concretas sobre qual seria o parâmetro de informação com “relevância” apta a influir de modo ponderável.

A dissertação é dividida em quatro capítulos (além da Introdução), otimizando as informações de maneira sistemática e promovendo, assim, a linearidade do raciocínio. O primeiro se destina ao contributo teórico da análise, o segundo para explicar o percurso metodológico da pesquisa, com a identificação dos métodos e ferramentas de pesquisa, os dois últimos, se voltam à coleta e análise de informações, tratamento dos dados e verificação de resultados, bem como propostas de soluções para os problemas verificados.

O primeiro capítulo se divide em quatro tópicos e aborda as delimitações do mercado de capitais, suas funções, o princípio do *full disclosure*, falhas, regulação e autorregulação iniciando a abordagem para o tema central do estudo; as delimitações teóricas *insider trading*; as razões éticas e econômicas para a repressão ao uso de informações privilegiadas e posições contrárias; as especificações sobre fato relevante no contexto de uso de informação privilegiada; e no crime do artigo 27-D da Lei nº 6385/76.

O segundo capítulo realiza a identificação da metodologia de estudo, com a descrição pormenorizada do problema de pesquisa, justificativa, relevância do tema, a explicação quanto à formação do banco de dados e razões que justificam a seleção do método

e as suas limitações. No referido capítulo há destaque para o método múltiplo, explicando-se as razões de ser este o método tido como o mais adequado para responder ao problema de pesquisa.

O “multimétodo” ou método misto, é aquele que surge na expectativa de reunir elementos da pesquisa qualitativa e da quantitativa, havendo uma inclinação para o consenso de que é o tipo de estudo no qual um investigador ou grupo de investigadores combinam elementos das abordagens quantitativa e qualitativa (visões teóricas; técnicas de coleta de dados; técnicas de análise de dados etc.) com o objetivo de alargar e aprofundar a compreensão e a corroboração da informação produzida, sendo, em verdade, uma combinação de processos completos de investigação dentro de uma mesma pesquisa, que são desenhados e implementados com objetivos e etapas empíricas próprias, com a finalidade de dar uma resposta abrangente às questões de partida.

O terceiro capítulo se destina à análise dos dados propriamente dita, visando à compreensão das delimitações de fato relevante nos casos criminais estudados. Embora a análise no âmbito criminal seja a base do levantamento, aspectos administrativos por meio da Metodologia de Análise de Decisões são inicialmente abordados com a finalidade de se estudar o entendimento da autarquia sobre os elementos típicos das infrações administrativas, para prolarar, posteriormente, a relação entre tais ilícitos e o delito previsto no artigo 27-D da Lei nº 6.385/1976.

Posteriormente, apoiado no estudo de casos múltiplos, analisam-se algumas chaves de interpretação interseccionando a análise de conteúdo, com o fito de se verificar, em cada um dos 10 casos: “quem fala?”, “para dizer o que?”, “a quem?”, “de que modo?”, “com que finalidade?” e com “que resultados?”.

O estudo se justifica pela atualidade do tema no contexto social, econômico e jurídico, uma vez que o mercado de capitais é estruturado de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do Estado, o qual assume seu dever de fiscalização, intervindo para proteger a estabilidade da economia, devendo ser exercido dentro dos limites estabelecidos pelos princípios e fundamentos da ordem econômica.

Uma pesquisa relevante, ainda, por ser a primeira, até onde se possui notícias, a investigar, a partir da metodologia de multimétodo, com foco na análise de conteúdo, conjuntamente com o *software Iramuteq*, do *studio R*, o conceito de fato relevante na esfera penal. O estudo é original e propõe um formato inovador ao tratar o tema no âmbito do uso de informações privilegiadas, utilizando para isso fontes de bases primárias, que compõem um banco de dados completamente inédito e que tende a ser útil pesquisas posteriores.

A proposta da pesquisa é também relevante na medida em que, após o estudo exploratório, faz-se menção às propostas de melhorias aos problemas identificados. O formato das propostas é baseado nos trabalhos dos estudos comportamentais, baseando-se na lista de *insights* relacionados à compreensão do desafio considerado, ou seja, as delimitações de critérios de relevância em crimes de *insider trading*, elabora-se a lista como forma de permitir um diagnóstico mais adequado sobre o modo como o Judiciário se relaciona com o desafio, elencando elementos que podem se constituir em obstáculos ou pontos de atenção quando na resolução dos casos, bem como apresentando ideias de intervenção para cada elemento que merece atenção.

2 QUADRO TEÓRICO: O MERCADO, O PAPEL DA INFORMAÇÃO RELEVANTE E DELIMITAÇÕES SOBRE *INSIDER TRADING*

“O mercado financeiro é, assim, uma máquina do tempo, conectando economia de hoje com a economia do amanhã”¹.

O mercado de capitais abriga negócios financeiros em uma escala de longo prazo, formando o capital por meio de suas atividades, como a conversão de ativos líquidos em investimentos fixos². Esse ambiente, com a inserção da sociedade no contexto da modernidade reflexiva, uma sociedade que se confronta em uma espécie de espelho social, tem novas fontes de perigos; as quais já são não mais o desconhecimento, mas, sim, o conhecimento³. Conhecimento para tomar decisões econômicas. Conhecimento sobre *informações relevantes*.

Traduzido como um agente não remunerado⁴, o mercado tem como parte de sua essência a atividade informativa aos seus investidores sobre o valor dos ativos e o estado geral dos negócios.

Esses investidores fazem seus cálculos de riscos baseando-se no que foi posto naquele momento de análise⁵, para sopesar qual situação de investimento será mais vantajosa. Sendo a conduta adequada no âmbito dos mercados de capitais intimamente ligada à proteção dos investidores e, em particular, à prevenção de práticas comerciais impróprias, na garantia que os mercados sejam justos, eficientes e transparentes.

Uma base informativa completa visa a proteger a decisão individual para que esta, pertencente ao todo (mercado mobiliário), propicie um ambiente de livre concorrência, princípio constitucional norteador da ordem econômica (art. 170, IV, CF), e, como consequência, possa efetivar o bem-estar social.

A informação é um bem. Um bem dotado de valor econômico⁶ que representa um anseio e uma busca humana basilar, sendo elementar para o bom funcionamento do mercado. Neste sentido, Joseph Stiglitz⁷ observa que se os indivíduos não tivessem informação sobre as

¹ ARMOUR, John *et al.* *Principles of Financial Regulation*. Oxford: Oxford University, 2016, p.22

² ROSSETTI, José Paschoal; ANDRADE, Adriana. **Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2014.

³ BECK, Ulrich; GIDDENS, Anthony; LASH, Scott. **Modernização reflexiva**. Unesp, 1995. p.275

⁴ PRADO, José Estevam de Almeida. **Responsabilidade civil por divulgação de informação falsa ou enganosa ou omissão de informação relevante no mercado de valores imobiliários**. 2018. 233f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2018

⁵ Sobre essa verificação, conferir LOURES, Ludmila Lavorato. **Divulgação de atos e fatos relevantes: um estudo em empresas brasileiras emissoras de ADRS**. 2010. Dissertação. Mestrado em Administração.

⁶ PRATAS, Marta Alexandra Fialho. **O insider trading nos mercados financeiros: o papel da informação no funcionamento dos mercados e sua regulação**. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Direito, Universidade de Lisboa, Lisboa, 2017.

⁷ STIGLITZ, Joseph E. *Information and capital markets*. **NBER Working Paper**, n. 0678, p. 3, 1981.

probabilidades relativas a diferentes eventos e os méritos relativos de diferentes oportunidades de investimentos, “os preços deveriam ser simplesmente aleatórios, e o mercado seria incapaz de desempenhar o seu papel em alocar investimentos”.

No eixo temático do mercado de capitais, o poder da informação na tomada de decisões é demonstrado não apenas pelo caráter de influência tem no âmbito negocial das partes envolvidas, mas por abranger, também, a capacidade de que uma assimetria informacional, fora das marcas tidas como permitidas, pode afetar diretamente a credibilidade dos investidores no funcionamento e estrutura de todo o mercado⁸.

Assim, a regulamentação deve detectar, impedir e penalizar as práticas comerciais desleais, pois, partindo da hipótese do mercado eficiente⁹, no qual a disseminação de informações relevantes é oportuna e generalizada, havendo a simetria de informações refletidas no processo de formação de preços, a regulamentação mercantil deve promover esta *eficiência*¹⁰ do mercado¹¹.

No presente tópico, não se almeja estudar de modo aprofundado os aspectos inerentes ao tema, mas apenas dar aos leitores um panorama sobre a) as funções do mercado, o princípio do *full disclosure*, conceitos de regulação e autorregulação; b) delimitações teóricas sobre o ilícito de *insider trading*, c) razões éticas e econômicas para a repressão ao uso de

⁸ FERREIRA, Laila Cristina Duarte. **Divulgação de informações no mercado de valores mobiliários brasileiro: a regulação da atividade jornalística**. 2013. 240 f. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013.

⁹ Mercado eficiente é aquele em que as cotações dos títulos refletem de maneira fidedigna as informações. O papel dos dados é promover um reflexo para a dinâmica do mundo dos investimentos. Quando uma empresa retém informações relevantes, seus valores mobiliários não são mais preços atuais pelo mercado. Se a informação não divulgada for particularmente significativa, o erro no preço pode ser substancial e mina a eficiência mercantil. Cf. BAINBRIDGE, Stephen M. *Research handbook on insider trading*. SSRN, Edward Elgar Publishing, 2013. Contudo, mesmo que a HME tenha seu mérito para a construção da ideia da importância da simetria informacional, autores como Robert Shiller e Robert Merton criticam a hipótese, afirmando que: a) a volatilidade do mercado contrasta com a ideia de mercado eficiente; b) se os preços das ações previssem os retornos futuros esperados, então deveriam variar menos do que os próprios retornos descontados, pois se assim não o fizessem contrariar o princípio fundamental de previsão ótima; c) a HME não poderia ser aplicada no tempo presente levando-se em consideração que a volatilidade mercantil é muito maior que na época de sua formulação; d) algumas informações relevantes podem demorar para serem totalmente absorvidas pelo mercado; e) se os preços das ações transmitissem as informações de maneira completa, não existiria negociação com informações privilegiadas. O presente trabalho não toma uma postura a favor ou contra da HME, pois o debate a respeito da hipótese de mercado eficiente é infundável, existindo dificuldades metodológicas e quantitativas para testar se um mercado é eficiente ou não, mesmo em termos econômicos, sendo até mesmo inconcebível uma análise jurídica. Cf. SHILLER, Robert J. *Do stock prices move too much to be justified by subsequent changes in dividends?* **The American Economic Review**, [s.l.], v. 71, n. 3, p. 421-436, jun. 1981. Cf. MERTON, Robert C. A simple model of capital market equilibrium with incomplete information. **The Journal of Finance**, [s.l.], v. 42, n. 3, p. 483-510, jul. 1987, p. 485. Disponível em: <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1540-6261.1987.tb04565.x/full>. Acesso em: 10 maio 2020.

¹⁰ O ideal é um mercado em que as negociações possam ocorrer com os preços refletindo completamente todos as variáveis que podem influenciar nos investimentos. Havendo uma postura pendular, para qualquer das partes envolvidas, o mecanismo mercantil não será tido como eficiente, nomenclatura criada por Fama, no ano de 1970. Cf. FAMA, Eugene F.; MALKIEL, Burton G. *Efficient capital markets: A review of theory and empirical work*. **The Journal of Finance**, v. 25, n. 2, p. 383-417, 1970.

¹¹ IOSCO, 2003, p.12.

informações privilegiadas e posições contrárias e as d) especificações sobre o artigo 27-D da Lei nº 6385/76; fornecendo substrato teórico para as formulações práticas nos capítulos subsequentes.

2.1 Mercado de capitais: funções, *full disclosure*, falhas, regulação e autorregulação

Ao se deparar com a pergunta “o que é mercado?”, é de grande valia ter em mente que não existe uma só resposta para a pergunta. Abstratamente, um mercado é um local em que compradores e vendedores de bens se contrapõem na relação de oferta e demanda, resultando na formação do preço¹². Contudo, é uma definição abstrata, havendo uma pluralidade de modos de atuação dos agentes econômicos envolvidos, os quais traçam um caminho com uma série de significações.

Conforme Isac Costa¹³ menciona, agregam-se à palavra mercado vários qualificadores: financeiro, cambial, monetário, creditício, de capitais, primário, secundário, de bolsa e de balcão.

O mercado de capitais, faceta mercantil na qual se insere o presente trabalho, é aquele criado para a negociação dos valores mobiliários descritos nos artigos 1º¹⁴ e 2º¹⁵ Lei nº 6.385/1967 e ajuda a dinamizar grande parte de transferências e atividades que dizem respeito a poupança e aos investimentos. Estando a expressão “capitais”, interligada, usualmente, à oferta e procura de dinheiro passível de investimento monetário e real, incluindo direitos negociáveis, tais como títulos e ações.

¹² YAZBEK, Otavio. **Regulação do mercado financeiro e de capitais**, p. 60.

¹³ Isac Costa, p.88

¹⁴ Art. 1º - Serão disciplinadas e fiscalizadas de acordo com esta Lei as seguintes atividades: I - a emissão e distribuição de valores mobiliários no mercado; II - a negociação e intermediação no mercado de valores mobiliários; III - a negociação e intermediação no mercado de derivativos;

IV - a organização, o funcionamento e as operações das Bolsas de Valores; V - a organização, o funcionamento e as operações das Bolsas de Mercadorias e Futuros; VI - a administração de carteiras e a custódia de valores mobiliários;

¹⁵ Art. 2º - São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei: I - as ações, debêntures e bônus de subscrição; II - os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II; III - os certificados de depósito de valores mobiliários; IV - as cédulas de debêntures; V - as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos; VI - as notas comerciais;

VII - os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários; VIII - outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.

O mercado de capitais é explicado¹⁶ em função de atividades de transformação, como por exemplo; a) conversão de ativos líquidos em investimentos fixos; b) transformação de magnitudes de capital; e c) transformação de riscos. Além de suas funções, tais como: a) canalizar os recursos econômicos para transformá-los em atividades produtivas; b) oferecer fontes de financiamento às companhias; e c) servir como alternativa de investimento para os poupadores superavitários, oferecendo-lhes ampla gama de instrumentos com diferentes rentabilidades, prazos e níveis de segurança.

Assim, afirma-se que o mercado de capitais contribui para promover a formação de capital e para aumentar a eficácia da aplicação econômica do capital disponível. Contudo, a aludida atividade, com relevância econômica e social, não prescinde de uma ordem¹⁷ que assegure a regularidade e a previsão dos comportamentos daqueles que participam das trocas; necessitando de regulação jurídica para garantir a liberdade econômica e da livre concorrência, para que o individualismo próprio da atuação dos agentes de mercado não se sobreponha às citadas liberdades¹⁸.

¹⁶ É de suma importância mencionar que o mercado de capitais suporta uma subdivisão própria em mercado primário e mercado secundário, existindo em sua faceta primária a operação com intuito de captação de recursos por meio de lançamento de valores emitidos pelas companhias, que implicam em ofertas de novos títulos aos investidores em sentido amplo, podendo ter a participação do meio social. No mercado primário, a responsabilidade de venda é das próprias companhias emissoras, que utilizarão o capital da venda para financiar os seus investimentos futuros. Cf. FERREIRA, Renata Rodrigues de Abreu. **Insider trading: a repressão penal do uso de informação privilegiada no mercado de valores mobiliários**. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Direito, Universidade de Coimbra, Coimbra, Coimbra, 2014. ELIAS, Luiz Antônio Rodrigues. O mercado secundário, em outro norte, por meio da bolsa de valores, é responsável por registrar as operações que dizem respeito a transferências de recursos e títulos a partir da negociação entre os investidores, sem que haja a participação direta das companhias. A própria expressão “secundário”, não é para denotar um aspecto inferior dessa modalidade, mas a nomenclatura foi assim fixada para se relacionar ao conceito de liquidez, para transmitir, de logo, a sua função. A dinâmica desta faceta se desenvolve em razão de projeções com base em um futuro incerto, baseado no risco mútuo, feita pelos investidores e as informações que possuem. O mercado secundário, deste modo, tem a função de propiciar a liquidez aos investidores e, adicionalmente, agregar seus influxos quanto ao valor das instituições, refletidas nos preços com base nas informações disponíveis. Assim, no mercado primário há a emissão de ativos e aquisição pelos subscritores, obtendo os recursos pelo emissor. E no mercado secundário, estes ativos são negociados entre agentes econômicos em busca de liquidez e troca de riscos entre si. GAMA, Eduardo Guimarães. O mercado de ações no Brasil. In: CASTRO, Hélio Oliveira Porto Carrero de (Coord.). **Introdução ao mercado de capitais**. Rio de Janeiro: IBMEC, 1979, p. 135-152.

¹⁷ As justificativas e os objetivos específicos da regulação do mercado de valores mobiliários são múltiplas. Pitta aponta algumas delas: (i) a proteção dos investidores, que disponibilizam sua poupança, de forma direta ou indireta, no âmbito desse mercado; (ii) a manutenção da estabilidade financeira e a administração do risco sistêmico que pode advir a partir dos negócios realizados nesse mercado; (iii) a satisfação das necessidades informacionais dos investidores; (iv) a garantia da precisão dos preços dos valores mobiliários negociados, por meio da manutenção de mecanismos eficientes para sua formação; (v) a administração dos problemas de agência que surgem no âmbito desse mercado, mormente entre investidores e administradores e/ou acionistas controladores; e (vi) a manutenção da “competitividade” do mercado de valores mobiliários perante as demais formas de financiamento e os mercados de outros locais, garantindo o menor custo de capital possível, diante das necessidades regulatórias existentes. Cf. PITTA, André G. **As funções da informação no mercado de valores mobiliários**. 2013. Dissertação (Mestrado em Direito) – Departamento de Direito Comercial da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo, p. 70

¹⁸ ANNUNZIATA, Filippo. *La disciplina del mercato mobiliare: settima edizione*. G Giappichelli Editore, 2017, p.35.

O desenvolvimento do mercado de capitais requer a observância de algumas pré-condições, valendo apontar, dentre outras: padrões mínimos legais e éticos, relativa estabilidade monetária, estrutura básica para instituições financeiras e outros intermediários financeiros e, por último, mas não menos importante, a progressiva transparência e, conseqüentemente, um maior e melhor fluxo¹⁹ de informações²⁰.

Para assegurar o desenvolvimento mercantil no que diz respeito as informações, há o princípio do *full disclosure*²¹, ou princípio da transparência, oriundo do sistema regulatório norte-americano, do qual deriva a obrigação de divulgar informações com conteúdo que deve ser considerado nas transações, por serem capazes de influenciar a compreensão e o conhecimento na avaliação dos fatos²². E, assim como naquele sistema, o *full disclosure* também é uma das bases para o bom funcionamento do mercado brasileiro.

O princípio da transparência tem previsão no art. 4º, VI, da Lei nº 6.385/76, sendo elencado como uma das funções precípua da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) “assegurar acesso do público a informações sobre valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido”, bem como a diretriz informativa dos administradores de companhias abertas, que “são obrigados a divulgar qualquer deliberação da assembleia geral ou dos órgãos da administração, ou fato relevante ocorrido nos negócios da companhia que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores de comprar ou vender valores mobiliários emitidos pela companhia”.

O dever de informar (*disclosure*), no qual se inclui o dever divulgação de fatos relevantes, é um dos alicerces da regulação do mercado de capitais em todas as jurisdições com um mercado de capitais. A *International Organization of Securities Commissions* (IOSCO), Organização Internacional com sede em Madri a qual reúne os órgãos reguladores de valores

¹⁹ Pitta afirma que a “confiança é elemento essencial ao desenvolvimento e ao funcionamento do mercado de valores mobiliários; e o regime de *disclosure* contribui para a manutenção e incremento dessa confiança por partes dos investidores. A informação representa poder: o indivíduo que dela dispuser em níveis quantitativos e qualitativos superiores exercerá uma maior influência sobre os demais, contando, portanto, com maior chance de satisfazer seus interesses e suas pretensões dentro de determinado grupo.” PITTA, André G. **As funções da informação no mercado de valores mobiliários**. 2013. Dissertação (Mestrado em Direito) –Departamento de Direito Comercial da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo, p. 70

²⁰ PROENÇA, J. M. M. **Insider Trading: regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 75.

²¹ John Junior Coffee menciona que a adoção de um sistema de disclosure obrigatório reduz a dispersão de preços e assim melhora a eficiência alocativa do mercado de capitais: “*Nonetheless, the strongest arguments for a mandatory disclosure system may be efficiency-based. Empirical data strongly suggests that the adoption of a mandatory disclosure system reduced price dispersion and thereby enhanced the allocative efficiency of our capital markets.*” COFFEE JUNIOR, John C. Market Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System. *Virginia Law Review*, v. 70, n. 4, p. 717-753, maio, 1984, p. 751-752. [Fifty Years of Federal Securities Regulation: symposium on Contemporary Problems in Securities Regulation]. Disponível em: <http://www.jstor.org/stable/1073083>.

²² BAINBRIDGE, 2013, p.113.

mobiliários do mundo e tida como referência em padronização legislativa do setor, possui 38 objetivos e princípios de regulamento de valores mobiliários. Os princípios mais específicos que fornecem elementos essenciais de uma estrutura para regulamentos de valores mobiliários são os de números 33 ao 38, resumidos em três tópicos principais: (i) a proteção dos investidores, (ii) garantir que os mercados sejam justos, eficientes e transparentes; e (iii) a redução de risco sistêmico²³.

Desse modo, pode-se afirmar que a transparência, os deveres de comunicação e a guarda de sigilo objetivando a simetria de informações tornam-se centrais para a própria existência do mercado de capitais²⁴, aliados à necessidade de uma tomada *racional*²⁵ de decisão²⁶, com o intento de se minimizar as falhas de mercado.

O conceito de falha de mercado, dentro da teoria econômica, é estudado pela microeconomia, referindo-se às circunstâncias específicas que levam um sistema de livre mercado à alocação ineficiente²⁷ de bens e serviços, fruto de desvios das condições de um mercado competitivo por indivíduos privados e organizações, os quais buscam maximizar seus interesses próprios. As principais falhas de mercado são: a competição imperfeita, as

²³ INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS – IOSCO. *Objectives and Principles of Securities Regulation*. IOSCO. Madrid, 2010. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD323.pdf>. Acesso em: 30 mai. 2020.

²⁴ SALOMÃO FILHO, Calixto. **O novo direito societário**. 3. ed., rev. e ampl., São Paulo: Malheiros, 2006, p. 154.

²⁵ Pitta afirma que os indivíduos tendem a “se apoiar em heurísticas quando da tomada de decisões”. E a “utilização de heurísticas na tomada de decisão de investimentos no mercado de valores mobiliários, afastando-as dos pressupostos da teoria de escolha racional, pode ser facilmente reconhecida e contribui, também, para justificar o distanciamento de seu funcionamento real do modelo proposto pela hipótese dos mercados eficientes. A heurística da representatividade, por exemplo, faz com que os investidores, no processo de sua tomada de decisão, confirmem sistematicamente maior valor às informações que acabaram de ser divulgadas e aos eventos recentes, em comparação a fatos pretéritos logo após a divulgação de uma informação verifica-se uma reação extremamente aguda dos preços (de alta ou de queda), que tende a ser corrigida posteriormente, até que se atinja o equilíbrio. Em adição, assumindo que, de acordo com essa heurística, os indivíduos tendem a julgar probabilidades de longo prazo com base em experiências recentes, os investidores tenderiam a instintivamente assumir que diante de uma alta considerável do mercado ao longo de um período, essa tendência manter-se-ia no futuro”. Cf. PITTA, André Grünspon. **As funções da informação no mercado de valores mobiliários: uma reflexão sobre o regime de divulgação de informações imposto às companhias abertas brasileiras**. 2013. Dissertação. Departamento de Direito Comercial da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. Universidade de São Paulo.

²⁶ DE GRANDIS, Rodrigo. Aspectos penais do uso de informação privilegiada (*insider trading*) no direito brasileiro. In: VILARDI, Celso Sanchez; BRESSER PEREIRA, Flávia Rahal; DIAS NETO, Theonomiro (Coords). **Direito Penal Econômico**. Crimes financeiros e correlatos. São Paulo: Saraiva, 2011; p.141-180.

²⁷ Em Damodaran há a afirmação que somente em um cenário de mercados ineficientes os preços podem se desviar dos valores reais. Para o autor, a HME não exige que o preço seja igual ao real a todo segundo, mas que haja a manutenção de um padrão de preços, os quais devem conter o mesmo desvio exposto ou abaixo do preço real; sendo estes desvios não correlacionáveis com qualquer variável observável. Sendo o mercado, ainda, um mecanismo autocorrigível, havendo ineficiências em intervalos regulares, as quais desaparecem quase que instantaneamente, à medida que os investidores as descobrem e negociam com base nelas. DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para determinação do valor de qualquer ativo**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2002

externalidades, os bens públicos, os monopólios naturais e a assimetria de informações²⁸. Esta última passa a ser analisada agora.

Uma das premissas da Análise Econômica do Direito (AED) é a falibilidade do mercado. O movimento que teve a Áustria como uma de suas origens, possui como uma de suas proposições a hipótese de que as falhas mercantis prejudicam o desenvolvimento de um mercado eficiente²⁹ e a efetivação do bem-estar social, precisando, portanto, serem corrigidas³⁰.

A AED possui alguns princípios que são fundamentais para o entendimento de sua aplicação na temática ora proposta. Paolantonio³¹ apresenta como princípios dessa análise interdisciplinar a maximização, a racionalidade e a estabilidade.

Quando o autor fala acerca da utilidade, é no sentido de os agentes econômicos perseguindo objetivos com o intuito de aumentar seu benefício, a lucratividade de suas relações. A racionalidade³², por sua vez, permite afirmar que os agentes econômicos calculam seus comportamentos a respeito das previsões ou mudanças da ordem jurídica. A estabilidade, por fim, seria no sentido de as preferências dos agentes econômicos seguirem padrões pouco mutáveis, em virtude da conjugação dos outros dois princípios.³³

Yazbek³⁴ afirma que a análise das falhas de mercado teve início com a publicação, em 1919, de *Economics of Welfare*, de Arthur Cecil Pigou, delineando-se acerca da possibilidade de existirem mercados ineficientes, apresentando falhas. Sendo uma dessas falhas

²⁸ SEIDENFELD, Mark. *Microeconomics Predictates to Law and Economics*. Ohio: Anderson Publishing Co, 1996, p. 61

²⁹ BOUCKAERT e DE GEEST, 2000, p.118-127

³⁰ *Ibidem*.

³¹ Paolantonio 2006, p. 203-205. PAOLANTONIO, Martín Esteban. El análisis económico del derecho y la estructura societaria. **Análisis Económico del Derecho**, [s.l.], 2006, p. 203-205.

³² Pitta afirma que o real funcionamento do mercado de valores mobiliários distancia-se, em grande medida, do modelo proposto pela hipótese dos mercados eficientes, em decorrência de elementos operacionais a ele intrínsecos. O comportamento humano pode e, em grande parte das vezes, costuma se distanciar desse padrão comportamental que fundamenta a teoria da escolha racional, estruturado essencialmente na acepção de que os indivíduos agiriam de modo autointeressado buscando, em qualquer cenário, maximizar seu bem-estar diante da escassez de recursos de que dispõe, realizando, diante de uma determinada gama de alternativas, escolhas tidas como consistentes a partir do adequado e racional processamento de todas as informações obtidas e que são relevantes para a tomada da referida decisão. Pag. 99

³³ PAOLANTONIO, 2006, p. 203-205

³⁴ YAZBEK, Otavio, Regulação do mercado financeiro e de capitais p. 34

a assimetria de informações, a qual consiste em uma hipótese de possível intervenção³⁵ do Estado³⁶ no domínio econômico, a fim de corrigir essa imperfeição.

A assimetria informacional é a expressão designada para afirmar que uma das partes está em posse³⁷ de maiores ou melhores informações que a outra. Embora possa se falar em um certo risco permitido dentro da atuação do mercado, a situação assimétrica é uma condição estranha, anômala, quando utilizada de forma a se obter vantagens ilícitas dos seus usuários, em um comportamento desleal perante o mercado³⁸.

Explica-se melhor: a assimetria informacional - isto é, a existência de disparidade na quantidade e na acuidade de informações detidas pelos agentes do mercado - é uma realidade a qual não pode ser afastada. Há uma dedicação de tempo e dinheiro para coletar e analisar informações voltadas a permitir uma previsão dos rumos do mercado. Assim, os investidores analisam e ponderam as informações sobre as companhias, seus resultados e perspectivas, com o intuito de identificar se, em comparação com o seu valor intrínseco³⁹, o título está sobrevalorizado ou subvalorizado⁴⁰.

Cavalli⁴¹ afirma que não existe uma igualdade real no acesso às informações relevantes para a negociação no mercado de valores mobiliários. E nem [se] pretende que essa

³⁵ Para Pitta, “a noção de regulação está associada à atividade de formulação e imposição de regras organizadoras e limitadoras do desenvolvimento de determinada atividade, constituindo, tradicionalmente, típico mecanismo de intervenção do Estado na ordem econômica. a regulação representa um evidente limite à liberdade individual dos agentes, implicando alteração de seu comportamento em relação àqueles que seriam adotados na ausência de tais limites, sendo dirigida a um conjunto de determinada economia. Trata-se de recurso extremamente útil, que permite ao Estado, em alguns casos, retirar-se da intervenção econômica direta (por meio da prestação de determinados serviços), passando a fazê-lo indiretamente, por meio da organização das relações econômicas e sociais.” Pitta, p.19

³⁶ A própria concepção de mercado, segundo N. Irti, está associada ao conjunto de normas que orientam a produção e a circulação de bens, sendo impossível conceber mercados sem um sistema normativo que regule seu funcionamento, de forma que estes resultam essencialmente de decisões políticas e normas jurídicas que os modelem - IRTI, Natalino. *L'ordine giuridico del mercato: libri del tempo: Laterza*, 1999, p. 39, apud SZTAJN, Rachel. Regulação e o Mercado de Valores Mobiliários. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo: Malheiros, n. 135, 2004

³⁷ Akerlof, na obra *The Market for “Lemons”*, afirma que quando se tem a posse de um bem específico, por um longo período, o seu detentor pode formar uma boa ideia sobre a qualidade e definições mais profundas do seu bem, estando sempre em posição de vantagem perante os demais envolvidos. Quando a metáfora é inserida no mercado de capitais, percebe-se que as informações quando não repassadas de forma paritária, ocasionam uma perturbação das operações de capital, e podem levar até mesmo ao colapso de determinado mercado, tornando inviável a sua existência. AKERLOF, George A. The market for “lemons”: quality uncertainty and the market mechanism. In: **Uncertainty in economics**. Academic Press, 1978. p. 235-251.

³⁸ CHARÃO, Anderson Pereira; RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. A (in)eficiência da punição do insider trading à luz da Análise Econômica do Direito e da jurisprudência da Comissão de Valores Mobiliários. **Economic Analysis of Law Review - EALR**, V. 10, nº 1, p. 142-157, Jan-Abr, 2019. ISSN 2178-0587. Disponível em: <https://portalrevistas.ucb.br/index.php/EALR/article/download/8770/pdf>. Acesso em: 10 abr. 2022.

³⁹ O valor intrínseco pode ser entendido como o preço justo de uma ação.

⁴⁰ CAVALI, Marcelo Costenaro. **Insider trading**: repressão administrativa e penal do uso indevido de informação privilegiada. 1ª ed. Rio de Janeiro: Quartier Latin, 2022, p.197-202.

⁴¹ *Ibidem*.

igualdade exista; pelo contrário o mercado não só admite como pressupõe, a assimetria informacional.

Neste sentido, continua o autor⁴², “Se todos os investidores detivessem as mesmas informações e a mesma capacidade de processá-las, não haveria, em princípio, razão para alguém negociar seus títulos”. Isto posto, os investidores negociam, com uma expectativa de estarem mais bem informados ou saberem processar melhor a informação do que outros.

Logo, o que a igualdade jurídica deve garantir, em regra, “é a ausência de privilégios, de igualdade perante a lei –igualdade formal–, e mesmo assim com potencial limitado, é que as normas jurídicas demandam a busca pela diminuição das desigualdades concretas existentes no mundo real – igualdade material –”. E o objeto de proibição da regulação do mercado⁴³ é, somente, “que pessoas detentoras de determinadas informações, considerada a respectiva fonte - isto é, a forma de sua obtenção, que pode conferir vantagens consideradas injustas ao seu detentor - realizem negociações com os valores mobiliários⁴⁴”.

Uma perda de confiança do investidor, ocasionada pela ciência deste cenário, dificulta não apenas o aumento de capital das empresas, mas também diminui a liquidez⁴⁵ do mercado de ações.

Mesmo com o amplo conhecimento de que a assimetria informacional quando da utilização das informações privilegiadas perturba as operações de capital dos mercados, um estudo⁴⁶ numérico⁴⁷, afirma a probabilidade total de um vazamento, em cada nova informação privilegiada existente no mercado, sendo no valor de 98% (noventa e oito por cento).

O modelo numérico pressupõe, ainda, que as transações de repasse devem ocorrer no prazo máximo de dois dias a partir do primeiro vazamento. Sendo o valor apresentado pelo

⁴² CAVALI, Marcelo Costenaro. *Insider trading*: Repressão administrativa e penal do uso indevido de informação privilegiada. 1ª ed. Rio de Janeiro: Quartier Latin, 2022, p.197-202.

⁴³ Em especial a do *insider trading*, objeto de estudo e constante no texto original.

⁴⁴ *Ibidem*.

⁴⁵ Quando alguém faz um investimento ou adquire um ativo, há sempre a expectativa de conseguir vendê-lo e de obter liquidez no futuro. O ativo mais líquido de todos é o dinheiro, e a liquidez, por sua vez, é a capacidade de se converter um ativo qualquer em dinheiro. Cf. VEIGA, Marcelo Godke. O mercado secundário de valores mobiliários, as bolsas. In: ARAUJO, Danilo Borges dos Santos Gomes de (Org.). **Regulação brasileira do mercado de capitais**. São Paulo: Saraiva, 2015

⁴⁶ O estudo empírico que Jakimowicz e Baklarz (2016, p.985) realizaram, foi com base em informações publicamente disponíveis sobre negociação de valores mobiliários, originadas da Bolsa de Varsóvia. JAKIMOWICZ, A.; BAKLARZ, A. *Identification of Insider Trading Using Network Numerical Models*. *Acta Physica Polonica*, A., v. 129, n. 5, 980-985, 2016. Disponível em: https://www.researchgate.net/profile/Agnieszka_Baklarz/publication/303826668_Identification_of_Insider_Trading_Using_Network_Numerical_Models/links/5b56ba9c45851507a7c41565/Identification-of-Insider-Trading-Using-Network-Numerical-Models.pdf. Acesso em: 30 maio 2020.

⁴⁷ A partir da fórmula: $P_{total} = 1 - (1 - p_1) \times (1 - p_2) \times \dots \times (1 - p_n)$, (1).

estudo bastante expressivo, cabendo ao Estado fiscalizar e reprimir práticas que impeçam a tomada racional de decisão, por meio da regulação⁴⁸.

Em que pese não existir na literatura jurídica ou econômica, uma definição unânime do termo “regulação”, o mesmo pode ser usado como o “emprego dos instrumentos legais à implementação de objetivos de política econômica ou social”, conforme descreve Eizirik, *et. al*⁴⁹. O autor afirma que a própria definição de atividade importa o estabelecimento de limites à atuação dos agentes setoriais. Havendo uma limitação das liberdades dos participantes do mercado em nome do próprio mercado⁵⁰.

O mercado como instituição jurídica, desse modo, constituída pelo Direito Estatal, deste reclama, a um só tempo, que garanta a liberdade econômica e opere a sua regulamentação. Regulamentação sobre todas as nuances de seu funcionamento, dentre estas, as informações⁵¹.

A terminologia “regulação”, foi mais um produto importado do *regulation* inglês, que definia quase exclusivamente a regulação estatal, mas também pode abarcar formas extra estatais de controle, a atividade reguladora concedida pelo Estado às entidades autorreguladoras, que, igualmente à regulação estatal possui normas jurídicas previamente definidas e de conhecimento público, havendo o estabelecimento de regras limitadoras à liberdade de ação e escolha de seus agentes, as quais podem ser oriundas de elaboração de normas de conduta e da exigência de registros ou aprovações prévias ao exercício de uma atividade⁵². Sendo a atividade regulatória, em termos sucintos, uma atividade tríplice que normatiza, fiscaliza e aplica sanções.

Marta Pratas⁵³ afirma que: a regulação da informação pode ser considerada uma subárea do direito econômico. No entanto, o direito da informação não tem unidade de código, nem de jurisdição, é um fenômeno recente⁵⁴; devendo haver critérios de lançamentos de informações ao mercado as quais devem ser regidas pela fundamentalidade, obedecendo o critério da relevância.

⁴⁸ Id. *Ibid.*

⁴⁹ EIZIRIK *et al.*, 2011.

⁵⁰ *Ibidem.*

⁵¹ GRAU, Eros Roberto. **A ordem econômica na constituição de 1988**. 18. ed. São Paulo, Malheiros, 2017, p. 28.

⁵² FERREIRA, Laila Cristina Duarte. **Divulgação de informações no mercado de valores mobiliários brasileiro: a regulação da atividade jornalística**. 2013. 240 f. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013. p. 25.

⁵³ *Ibidem.*

⁵⁴ PRATAS, Marta Alexandra Fialho. **O insider trading nos mercados financeiros: o papel da informação no funcionamento dos mercados e sua regulação**. 2017. 200f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Universidade de Lisboa, Lisboa, 2017.

Nas palavras de Eduardo Giannetti⁵⁵, o mercado é, de fato, um mecanismo próprio, com coordenação e ajuste recíproco de nossas decisões descentralizadas de produção e consumo. Contudo, o mercado não decide, em nome dos seus participantes, os resultados da interação. Assim como, na linguagem, a gramática não determina o teor das mensagens, mas apenas as regras verbais e de concordância, o mercado não estabelece o que irá acontecer dentro de seu sistema, mas quando algo ofende a sua própria existência, o mercado por si só, é compelido a agir.

Com início na crise de 1929, uma das mais relevantes da era capitalista, o surgimento da regulação estatal da atividade econômica pode ser verificado no século XX, o qual foi marcado pela grande quantidade de normas emitidas pelo Estado para a realização de uma interferência organizada e sistemática. Sendo uma técnica do Estado moderno dentro de seus poderes de polícia, a regulação consiste na utilização de um conjunto de normas e meios jurídicos econômicos para lograr êxito no funcionamento das atividades consideradas essenciais para todo um núcleo social com regras e poderes específicos: o mercado⁵⁶.

É constante na doutrina ao menos três formas de regulação: a econômica, a qual interfere de maneira direta nas relações mercantis; a social, responsável por proteger interesses públicos; e a administrativa, na qual há a coleta de informações para posterior intervenção em decisões econômicas individuais havendo uma combinação de intervenção pública regulatória (heterorregulação) e autorregulação (privada)⁵⁷.

No Brasil, a regulação do mercado de capitais é definida especialmente pelas Leis nº 6.404 e nº 6.385, ambas de 1976, pelas resoluções do Conselho Monetário Nacional (cuja função primordial é definir a política de organização e funcionamento do mercado de capitais, orientando a atuação da CVM e do Banco Central do Brasil - BACEN) e pela atuação coordenada entre o BACEN e a CVM (art. 3, IV, Lei nº 6.385/76)⁵⁸.

Na modalidade autorregulação, os agentes resolvem estabelecer suas próprias normas e submeter-se a elas, fiscalizando eles próprios o seu cumprimento. Exemplos da utilização eficiente da autorregulação no mercado de valores mobiliários são o da bolsa de

⁵⁵ GIANNETTI, Eduardo. **Trópicos utópicos**: uma perspectiva brasileira da crise civilizatória. São Paulo: Companhia das Letras, 2016. p. 35.

⁵⁶ CARBAJALES, Mariano. *La regulación Del Mercado Financiero* – Hacia la autorregulación del Mercado de Valores. Barcelona: Marcial Pons, 2006.

⁵⁷ SANT'ANA, Diogo de. Conjuntura da regulação no Brasil: conflitos e convergências. In: SCHAPIRO, Mario Gomes (Org.). **Direito Econômico Regulatório**. São Paulo: Saraiva / FGV, 2010. p. 375.

⁵⁸ DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro; BECUE, Sabrina Maria Fadel. Regulação e autorregulação do mercado de valores mobiliários brasileiro: limites da autorregulação. **Revista do Instituto do Direito Brasileiro Obtido**, [s.l.], v. 13, p. 13, 2018.

valores, na B3, especificamente⁵⁹ a BSM⁶⁰ – Supervisão de Mercado, das entidades como a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais⁶¹ - ANBIMA⁶² e a Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais – APIMEC.

Um mercado autorregulado, nas palavras de Laila Ferreira⁶³, é um mercado no qual “existem normas que um determinado grupo de indivíduos impõe a si mesmo, de forma vinculativa (...) não excluindo a regulação governamental nem limitando seu poder, apenas auxiliando o Estado a regular as condutas dos participantes do mercado”.

Nessa imposição de regras desenvolvidas pelos próprios regulados, há um arranjo especial para que as atividades regulatórias se desenvolvam, a expertise dos entes envolvidos tende a assegurar a melhor qualidade de regulação, o que proporciona uma maior reputação e receptividade pelo público-alvo. Quando há legitimidade da norma, pois emanada de uma entidade privada especialista na matéria que está a regular⁶⁴, o seu conteúdo não se sujeita às mesmas críticas mencionadas ao processo legislativo por vezes tão distante da realidade mercantil⁶⁵. Entendendo o funcionamento da atividade é mais fácil produzir normas eficientes à correção de suas falhas.

⁵⁹ Conforme a B3, há uma reunião de onze das mais importantes entidades relacionadas ao mercado de capitais (ANBIMA, ABRAPP, ABRASCA, ABVCAP, AMEC, APIMEC, BM&FBOVESPA, BRAiN, IBGC, INSTITUTO IBMEC e IBRI, além de BNDES e CVM como entidades observadoras) e pretende propor discussões e ações focadas no fortalecimento das práticas de governança corporativa das empresas e das estruturas de proteção aos acionistas a qual se denomina GT INTERAGENTES. GT INTERAGENTES. **Guia educativo de prevenção ao insider trading**. [s.l.]: [s.n], 2016. Disponível em: http://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/menu/atividades/CampanhaNaoAoInsiderTrading/Guia_do_GT_Interagentes.pdf.

⁶⁰ A BSM é responsável por monitorar as ofertas e operações realizadas na BM&FBOVESPA visando detectar atipicidades que possam estar relacionadas à realização de operações irregulares, como por exemplo, o uso de informação privilegiada relevante. Segundo a própria BSM, ela foi constituída para realizar, com autonomia administrativa e orçamentária, as atividades de supervisão dos mercados administrados pela B3 via: (i) monitoramento das operações, das ofertas e dos negócios realizados nos ambientes de negociação; (ii) supervisão dos participantes do mercado com mediação de diálogo e ressarcimento de prejuízos (Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos - MRP); e (iii) aplicação de ações disciplinares aos que incorrem em infrações. Cf. BSM. Supervisão de mercados. **B³**, [s.l.], 2021. Disponível em: <https://www.bsmsupervisao.com.br>. Acesso em: 20 maio 2020.

⁶¹ A ANBIMA é bem atuante em questões de uso de informações privilegiadas relevantes. No ano de 2020 apresentou propostas à CVM sobre a regra de insider trading, sugerindo excluir da ICVM 358/02 algumas operações que o mercado entende que não se enquadram no uso de informações privilegiadas. Cf. ANBIMA. Confira nossas propostas à CVM sobre a regra de insider trading. **ANBIMA**, [s.l.], nov. 2020. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/noticias/confira-nossas-propostas-a-cvm-sobre-a-regra-de-insider-trading-8A2AB2B6763FC6FA01765CA00D4A077F-00.htm. Acesso em: 20 maio 2020.

⁶² EIZIRIK *et al.*, 2011.

⁶³ FERREIRA, 2013, p.31.

⁶⁴ Válido frisar que as normas de autorregulação da bolsa podem ser limitadas pela própria evolução do mercado, levando em consideração as inovações negociais que aumentam a complexidade das demandas e, por consequência, da regulação.

⁶⁵ DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro; BECUE, Sabrina Maria Fadel. Regulação e autorregulação do mercado de valores mobiliários brasileiro: limites da autorregulação. **Revista do Instituto do Direito Brasileiro Obtido**, [s.l.], v. 13, p. 11, 2018.

A B3⁶⁶ estipula regras de conduta e penalidades aos participantes no âmbito da autorregulação, pela via contratual. Tais regras, de conteúdo material, reforçam e complementam a regulação estatal, sendo divulgadas em forma de Regulamentos, Manuais, Ofícios Circulares e Comunicados Externos⁶⁷.

Já as regras de conteúdo processual ficam a cargo da BSM⁶⁸, que possui autonomia financeira e orçamentária, cujo monitoramento recai sobre os participantes atuantes na B3, incluindo corretoras de valores mobiliários e distribuidoras de valores mobiliários. As penalidades que podem ser aplicadas pelo órgão são definidas em seu Estatuto Social e os processos sancionadores seguem um rito previsto em regulamento específico⁶⁹.

Contudo, mesmo que a autorregulação seja, em parte, fluída e autônoma, ela não perde a subordinação à supervisão do Estado. A Lei nº 6.385/76, consolidou essa supervisão, conforme o seu artigo 8º⁷⁰, no qual fixa competência à Comissão de Valores Mobiliários para tratar de questões de autorregulação.

A autarquia, cumprindo o papel ordenado, editou a Instrução CVM nº 461, de 23 de outubro de 2007 —ICVM 461, um dos marcos da regulação estatal, que disciplina os mercados regulamentados de valores mobiliários e dispõe sobre a constituição, organização, funcionamento e extinção das bolsas de valores, bolsas de mercadorias e futuros e mercados de balcão organizado, exigindo que as entidades administradoras mantenham um departamento de autorregulação para fiscalizar e supervisionar as operações cursadas nos mercados e de todos os seus envolvidos.

⁶⁶ A B3 possui regimentos e segmentos especiais de listagem: Bovespa Mais; Bovespa Mais Nível 2; Novo Mercado; Nível 2 e Nível 1 os quais foram criados para, segundo a própria, desenvolver o mercado de capitais brasileiro a partir dos diferentes perfis de empresas. Segundo a Bolsa: “todos esses segmentos prezam por regras de governança corporativa diferenciadas. Essas regras vão além das obrigações que as companhias têm perante a Lei das Sociedades por Ações (Lei das S.As.) e têm como objetivo melhorar a avaliação daquelas que decidem aderir, voluntariamente, a um desses segmentos de listagem. Além disso, tais regras atraem os investidores. Ao assegurar direitos aos acionistas, bem como dispor sobre a divulgação de informações aos participantes do mercado, os regulamentos visam à mitigação do risco de assimetria informacional”. (BM&FBOVESPA, 2021)

⁶⁷ BM&FBOVESPA. **Regulamentos e Manuais**. B³, São Paulo, fev. 2018. Disponível em: http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/regulacao/regulamentos-e-manuais/. Acesso em: 20 maio 2021.

⁶⁸ BM&FBOVESPA. Supervisão de mercado – BSM. Regulamento Processual. B³, São Paulo, 2021. Disponível em: <http://www.bsm-autorregulacao.com.br/assets/file/leis-normasregras/Regulamento-Processual-da-BSM-18122017.pdf>. Acesso em: 20 maio 2021.

⁶⁹ As normas podem ser encontradas no próprio site da BSM. Cf. BM&FBOVESPA, 2021.

⁷⁰ Art. 8º Compete à Comissão de Valores Mobiliários: (...)

§1º O disposto neste artigo não exclui a competência das Bolsas de Valores, das Bolsas de Mercadorias e Futuros, e das entidades de compensação e liquidação com relação aos seus membros e aos valores mobiliários nelas negociados.

Art. 17. (...)

§ 1º Às Bolsas de Valores, às Bolsas de Mercadorias e Futuros, às entidades do mercado de balcão organizado e às entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários incumbe, como órgãos auxiliares da Comissão de Valores Mobiliários, fiscalizar os respectivos membros e as operações com valores mobiliários nelas realizadas” (BRASIL, 1976).

Há uma interação de monitoramento dos mercados para identificação das possíveis irregularidades. Diariamente são realizadas análises de vigilância⁷¹, de modo cooperado, entre a B3, a BSM e a CVM⁷², esta última recebendo alerta imediato, como por exemplo, em casos de indícios de cometimento de uso de informação privilegiada relevante⁷³, pois a autarquia inicia o seu procedimento de fiscalização pelo acompanhamento das atividades dos participantes do mercado, por meio da análise das informações disponibilizadas periodicamente e dos dados fornecidos diariamente pela B3 e pela BSM. Sendo a CVM⁷⁴ o órgão regulador responsável por fiscalizar, monitorar e punir os agentes que praticam atos ilícitos no mercado de capitais brasileiro, dentre eles, o *insider trading*⁷⁵.

2.2 *Insider trading*: delimitações teóricas

O uso de informações privilegiadas, ou somente *insider trading*, são negociações de valores mobiliários utilizando-se de informações não públicas até o momento da negociação.

Insider trading, nas palavras de José Proença⁷⁶, é a expressão consagrada para nomear as transações desleais, porque insidiosas, realizadas no âmbito do mercado de capitais, pelos detentores de informações privilegiadas, desconhecidas dos demais investidores. É a negociação por aquele que está por dentro.

⁷¹ O objetivo dessa supervisão é “viabilizar a justa e transparente formação de preços dos valores mobiliários negociados no sistema, sem haver, nesse âmbito, preocupação com a análise detalhada de infrações ou operações fraudulentas”. CALABRÓ, Luiz Felipe Amaral. **Regulação e autorregulação do mercado de bolsa**: teoria palco-plateia. São Paulo: Almedina, 2011. p. 33.

⁷² Há, ainda, a necessidade de se mencionar a interação da B3, CVM e Ministério Público fruto da cooperação decorrente de convênio firmado entre a CVM e o MPF para troca de informações em 2008. O Convênio assinado em 08 de maio de 2008 entre a CVM e o MPF que tem por objeto: “o estreitamento do relacionamento institucional entre os convenientes, de modo a imprimir maior agilidade e efetividade nas ações de prevenção, apuração e repressão às práticas lesivas ao mercado de capitais”. É possível acessar esta informação e o próprio Termo de Cooperação Técnica em Cf. CVM. Comissão de valores mobiliários. Convênio. **Gov. br**, [s.l.], 2008. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/convenios/mpf.html>. Acesso em: 20 maio 2020.

⁷³ Importante afirmar que o poder de autorregulação da BSM não abrange investidores.

⁷⁴ A Comissão de Valores Mobiliários exerce um papel muito importante na regulação dos mercados no que diz respeito ao papel de informar, fundamental para a efetivação do *full disclosure*. Em 1984, a autarquia publicou a Instrução de nº 31, para que qualquer pessoa que pudesse ter acesso à informação ainda não pública, pudesse ser um “mal” *insider*. Contudo, no ano de 2002, com o advento da Instrução de nº 358/02, amplamente discutida nesse artigo, a Instrução de nº 31 foi revogada, dando lugar ao conteúdo mais refinado e preciso da instrução 358/02, reformulada em 2021, com a entrada em vigor da Resolução nº 44/2021, a qual tratou, de maneira enfática, sobre o ilícito de uso de informação privilegiada. JAKOBI, Karin Bergit. **A atuação da CVM na regulação do mercado de capitais e na consagração do full disclosure, sob o enfoque da análise econômica do direito**. 2011. 100f. Dissertação (Mestrado em Direito Socioambiental) – Pontifícia Universidade Católica do Paraná, Curitiba, 2011

⁷⁵ OLIVEIRA, Felipe Gaspar. *Insider trading*: o comportamento da CVM e a governança corporativa das companhias abertas brasileiras. 2017. 100f. Dissertação (Mestrado em Economia) – Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2017.

⁷⁶ PROENÇA, J. M. M. **Insider Trading**: regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 41.

Contudo, quando se fala de um estudo sobre *insider trading*, até a própria expressão leva a um equívoco. Mesmo que no ordenamento brasileiro tenha sido desenvolvido o hábito da incorporação de expressões em língua inglesa sem qualquer adaptação⁷⁷, nesse caso, além da ausência de respeito ao português, que possui expressão adequada para a conduta, não se respeitou nem a tradução literal.

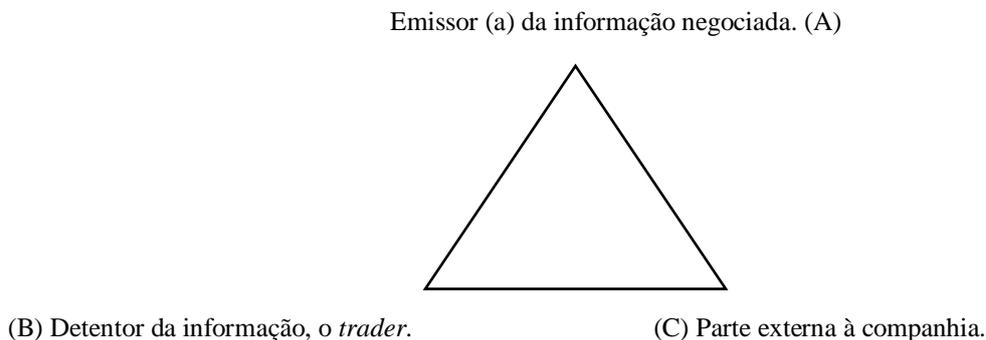
Na tradução literal da expressão pode ser tido que todo *insider* seria um agente propenso às ilicitudes, quando na verdade *insider* nada mais é aquele que possui as informações. *Insider* é somente um agente interno, não necessariamente um divulgador de tais informações enquanto não públicas. A informação é sobre o fato. Sobre o fato relevante.

Em uma resposta clara e direta, quando se menciona a expressão *insider trading*, fala-se sobre o uso de informação não pública, capaz de influenciar, de maneira efetiva⁷⁸, na precificação dos papéis em negociação. Informação ainda não divulgada por se entender, segundo as regras daquele mercado, a necessidade de se esperar o momento oportuno para a publicidade. Momento adequado para a companhia e para o próprio sistema em si.

É privilegiada a informação que contém o trinômio: (a) obtida em virtude de uma relação especial fruto do cargo que exerce, (b) ainda não divulgada e (c) considerada detentora de conteúdo capaz de influenciar, de maneira notória, as relações mercantis.

Steinberg e Wang⁷⁹, reproduzindo a “relação especial”, ao tratar da estrutura do *insider trading*, a explica de maneira didática, em forma de triângulo:

Figura 1 - triângulo representativo da “relação especial” em que consiste o *insider trading*.



Fonte: WANG; STEINBERG, 2010, p.48.

⁷⁷ *Compliance, plea bargain e full disclosure* são somente alguns dos exemplos que podem ser mencionados.

⁷⁸ Efetividade; maneira sensível; maneira substancial;

⁷⁹ WANG, William KS; STEINBERG, Marc I. **Introduction:** Insider Trading. 3rd. Oxford: Oxford University Press, 2010, p.48.

Steinberg e Wang⁸⁰ explicam que no ápice do triângulo está o emissor (a) das ações negociadas, em regra, a companhia (A). Na base esquerda do triângulo é o *trader*, o indivíduo que detêm as informações privilegiadas da empresa (B). Ficando, por último, na base direita do triângulo, a parte “inocente” (C). Por causa de seu relacionamento mútuo com o emissor e a parte do outro lado do comércio, os *traders* têm um relacionamento especial. Esse relacionamento especial cria, obrigatoriamente, o dever de divulgar informações relevantes.

Quando se fala sobre informação, é sobre um fato encoberto por privilégio, confidencialidade e relevância. Privilegiada por ser fruto de uma posição próxima ao emitente da informação (a companhia) seja de maneira direta ou indireta, no caso dos secundários. Confidencialidade, ainda que momentânea, perante os demais operadores do mercado, por se optar pela não divulgação do fato no momento em questão. Por fim, a relevância, cuja busca por definições é o fio condutor do presente trabalho.

A prática de *insider trading*, está ligada, de maneira geral, a duas proibições: a realização de negócios em posse de informação material que não é pública, logo, privilegiada, e revelar essa informação a terceiros⁸¹.

Além dessas, segundo as noções da IOSCO⁸², alguns países enlanguesceram suas proibições quanto ao uso indevido de informações privilegiadas. A exemplo de Singapura, país em que não é permitido que pessoas com informações privilegiadas façam recomendações de compra ou venda ou adquiram de outra pessoa para comprar, vender ou assinar um contrato de subscrição, compra ou venda, de quaisquer valores mobiliários, com base em informações privilegiadas.

O marco normativo sobre a temática de uso de informações privilegiadas teve início em 1934⁸³, no direito estadunidense, com o *Securities Exchange Act*. de 1934, em resposta à

⁸⁰ WANG, STEINBERG. 2010, p.48.

⁸¹ PRADO, Viviane Muller; RACHMAN, Nora Matilde; VILELA, Renato. **Insider trading**: normas, instituições e mecanismos de combate no Brasil. São Paulo: FGV Direito SP, 2016.

⁸² IOSCO, 2013, p. 14.

⁸³ A seção 16 (b) da *Securities Exchange Act*, de 1934, lei que integrava o pacote do New Deal, de Franklin Delano Roosevelt, lançado em resposta à crise econômica do país e que criou a Securities Exchange Commission. Em face do seu pioneirismo, transcreve-se o conteúdo da Seção 16 (b): “*SEC. 16. DIRECTORS, OFFICERS, AND PRINCIPAL STOCKHOLDERS. [...] (b) For the purpose of preventing the unfair use of information which may have been obtained by such beneficial owner, director, or officer by reason of his relationship to the issuer, any profit realized by him from any purchase and sale, or any sale and purchase, of any equity security of such issuer (other than an exempted security) or a security-based swap agreement involving any such equity security within any period of less than six months, unless such security or security-based swap agreement was acquired in good faith in connection with a debt previously contracted, shall inure to and be recoverable by the issuer, irrespective of any intention on the part of such beneficial owner, director, or officer in entering into such transaction of holding the security or security-based swap agreement purchased or of not repurchasing the security or security-based swap agreement sold for a period exceeding six months. Suit to recover such profit may be instituted at law or in equity in any court of competent jurisdiction by the issuer, or by the owner of any security of the issuer in the name and in behalf of the issuer if the issuer shall fail or refuse to bring such suit within sixty days after request*”

quebra de 1929. O ato foi baseado em dois objetivos: a proteção e a garantia de integridade dos investidores e do mercado.

O dispositivo não esteve isento de críticas, tendo a evolução jurisprudencial permitido que lacunas fossem enfrentadas por meio da construção da Regra 10 b-5⁸⁴ da SEC, inclusive porque o objetivo da Seção 16 (b) não era fazer uma regulação extensiva sobre o assunto, mas apenas inibir a forma específica de *insider trading* descrita no seu tipo. Ainda, a Regra 10 b-5 foi editada a título de complementar a Seção 10(b), já constante da Lei de 1934, mas que não pretendia combater especificamente o *insider trading*, e sim proibir de modo genérico práticas fraudulentas.

Desse modo, enquanto a Seção 16 (b) delimita a responsabilidade do *insider* com a própria companhia, a Regra 10b-5 veio a estabelecer a responsabilidade do *insider* em relação a qualquer agente do mercado lesado pela prática do uso abusivo de informação sigilosa⁸⁵. Nos Estados Unidos da América as teorias sobre o uso de informações privilegiadas se enquadram em duas categorias principais: teorias da agência e teorias de mercado.

As primeiras analisam o efeito do uso de informações dentro do contexto do problema clássico de agência (dentro dos intramuros da agência, na figura do agente interno), sendo o *insider trading* avaliado de acordo com uma melhora ou piora os custos da agência. Esta análise é estrita ao nível de possibilidade comercial da empresa. As teorias de mercado, por

or shall fail diligently to prosecute the same thereafter; but no such suit shall be brought more than two years after the date such profit was realized. This subsection shall not be construed to cover any transaction where such beneficial owner was not such both at the time of the purchase and sale, or the sale and purchase, of the security or security-based swap agreement or a security-based swap involved, or any transaction or transactions which the Commission by rules and regulations may exempt as not comprehended within the purpose of this subsection. Disponível em: <http://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf>.

⁸⁴ SEC. 10. *It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce or of the mails, or of any facility of any national securities exchange. [...] (b) To use or employ, in connection with the purchase or sale of any security registered on a national securities exchange or any security not so registered, or any securities-based swap agreement, any manipulative or deceptive device or contrivance in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors.* Disponível em: <http://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf>.

⁸⁵ Code of Federal Regulations, Date: 2019-04-01, § 240.10b-5 Employment of manipulative and deceptive devices. *It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails or of any facility of any national securities Exchange: (a) To employ any device, scheme, or artifice to defraud, (b) To make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or (c) To engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person, in connection with the purchase or sale of any security. (Sec. 10; 48 Stat. 891; 15 U.S.C. 78j) [13 FR 8183, Dec. 22, 1948, as amended at 16 FR 7928, Aug. 11, 1951]* Disponível em: UNITED STATES. Code of federal regulations. Govinfo, [s.l.], 2019. Disponível em: <https://www.govinfo.gov/content/pkg/CFR-2019-title17-vol4/xml/CFR-2019-title17-vol4-sec240-10b-5.xml>. Acesso em: 20 maio 2020.

sua vez, consideram a estrutura do *insider trading*, a partir da implicação das negociações com informações privilegiadas para os mercados de ações como um todo⁸⁶.

Quando das delimitações aplicadas nos tribunais, a doutrina e a jurisprudência estadunidense apresentam duas teorias principais⁸⁷ que tratam a respeito da responsabilidade do *insider trading*: a teoria clássica surgida no caso *In re Cady, Roberts & Co*, e a teoria da malversação. Há, ainda, uma terceira teoria, que trata da responsabilidade *tipper-tippee*⁸⁸.

No primeiro julgamento (*In re Cady, Roberts & Co*), a *Securities and Exchange Commission*, concluiu que houve violação às leis do mercado por entender que aos *corporate insiders*, é aplicado o dever de não usar, ou divulgar a informação com potencial para influir na decisão de investir e que são de seu conhecimento em virtude do cargo⁸⁹.

A teoria da malversação, em seu tempo, foi desenvolvida com um esforço para preencher as lacunas deixadas pela teoria clássica, somente sendo responsável pela prática de *insider trading* o agente que possui um dever fiduciário de confiança com a fonte da informação privilegiada e usa essa informação em proveito próprio⁹⁰.

A diferença entre as duas teorias é o fato de a primeira haver um dever fiduciário de lealdade devido pelo *corporate insider* à companhia e aos investidores, enquanto na segunda o agente quebra um dever devido à parte que confiou a informação relevante a ele, muito embora não possua qualquer dever de fidedelidade para com os investidores da companhia.

A terceira teoria, que trata da responsabilidade *tipper-tippee* baseada na regra 14e-3, delimita a responsabilidade do *tipper*, aquele que passa as informações sobre uma oferta pública ainda não divulgada, mesmo que não realizem negociações com base na informação⁹¹.

Há, ainda, delimitações mais específicas a partir das três teorias clássicas⁹², como a da apropriação indébita, surgida da dissidência do então Juiz Burger no caso *Chiarella*.

⁸⁶ BENY, Laura N. A comparative empirical investigation of agency and market theories of insider trading. *Law & Economics Working Papers Archive*, Michigan, 2004.

⁸⁷ As duas primeiras, *classical theory e missappropriation theory*, surgem das interpretações da seção 10(b) e da regra 10b-5. Já a última, *tipper-tippee liability*, surge da regra 14e-3.

⁸⁸ WARD, Robert. *Breach of duty: classical theory*. In: SCHULTE, Roth; ZABEL, LLP.; DAVIS, Harry (coords.). *Insider trading. Law and compliance. Answer Book 2011-12*. New York City: Practising Law Institute, 2011, p. 176.

⁸⁹ *Ibidem*, p. 180

⁹⁰ *Ibidem*, pp. 198-199.

⁹¹ SANDICK, Harry. *Statutory Background*. In: SCHULTE, Roth; ZABEL, LLP.; DAVIS, Harry (coords.). *Insider trading. Law and compliance. Answer Book 2011-12*. New York City: Practising Law Institute, 2011, p. 33.

⁹² Em uma crítica às teorias, Bainbridge, menciona que a ausência de uma construção melhor de definições sobre violação de deveres fiduciários criou um ambiente fragmentado, complexo e incerto, fazendo surgir um sistema regulatório potencialmente irracional, com a aplicação da própria teoria mais difícil. No entanto, o mesmo autor reconhece que quando as diferentes teorias são consideradas em conjunto, a maioria dos casos relevantes de *insider trading* são cobertos. BAINBRIDGE, 1993.

Chiarella, teve acesso a documentos de ofertas preparativos para as ofertas públicas de aquisição e, embora não tivesse deveres com os investidores os quais negociou, havia um dever de confidencialidade com seu empregador e desse modo aos licitantes, segundo a conclusão do caso⁹³.

No Canadá, em harmonia com seu vizinho territorial, no *Ontario Securities Act of 1966*, declara que: “nenhuma pessoa ou empresa em um relacionamento com um emissor deve comprar ou vender valores mobiliários com conhecimento de fato relevante ou mudança relevante com relação ao emissor que geralmente não foi divulgado”⁹⁴.

A doutrina italiana, em seu tempo, menciona um requisito tido como central: a indagação se o comportamento adotado é, por si só, capaz de ter um impacto concreto no conhecimento adquirido de forma independente pelo mercado e pelos investidores que nele operam, de modo que possa produzir um efeito distorcido nas escolhas de investimento. Para aquela doutrina, somando-se com os requisitos já mencionados, há a necessidade de se examinar as condições de mercado em que a ação ocorreu, a fim de se avaliar as reais aptidões para influenciar apreciavelmente o comportamento do investidor⁹⁵.

Desse modo, trazendo à memória a temática da AED, a eficiência e regulação do mercado deverão ser reforçadas pela segurança jurídica para seus participantes. Conforme imperativo do Regulamento da UE nº 1227/2011, a utilização, ou a tentativa de utilização, de informação privilegiada em transações comerciais, quer por conta própria, quer por conta de terceiros, deverá ser claramente proibida⁹⁶.

No artigo 18 do Regulamento há a ordenança de que Estados-Membros estabeleçam regras relativas às sanções aplicáveis às infrações, devendo ser efetivas, dissuasivas e proporcionais, aptas para refletir a natureza, duração e gravidade da infração, bem como o prejuízo causado aos envolvidos nas relações e a sociedade como termo amplo⁹⁷.

Assim, diante da preocupação concreta em regular o funcionamento do mercado, a partir da observância dos princípios da regulação enunciados pela IOSCO: equidade,

⁹³ SANDICK, Harry. *Statutory Background*. In: SCHULTE, Roth; ZABEL, LLP.; DAVIS, Harry (coords.). *Insider trading. Law and compliance. Answer Book 2011-12*. New York City: Practising Law Institute, 2011, p. 33.

⁹⁴ ANAND, Anita *et al.* *An empirical comparison of insider trading enforcement in Canada and the United States*. *International Review of Law and Economics*, [s.l.], v. 57, p. 49-59, 2019.

⁹⁵ MERENDA, Ilaria. *Attività di rating e delitto manipolazione del mercato*. *Editorial Board*, [s.l.], 2018, p. 136.

⁹⁶ UNIÃO EUROPEIA. Regulamento (UE) n. 1227/2011 do parlamento europeu e do conselho de 25 de outubro de 2011. Relativo à integridade e à transparência nos mercados grossistas da energia (Texto relevante para efeitos do EEE). *Jornal Oficial da União Europeia*. Estrasburgo: Parlamento europeu, 25 out. 2011. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=CELEX%3A32011R1227>. Acesso em: 20 maio 2020.

⁹⁷ *Ibidem*.

transparência e eficiência, em um compilado com práticas de mais de 40 países, tem-se a aplicação de sanções cíveis, administrativas e criminais⁹⁸.

Na Itália, a punição pecuniária está entre o mínimo de vinte mil e um máximo de quinze milhões de euros, podendo atingir, até quinze por cento do volume de negócios.⁹⁹ Na China, deve ser aplicada uma multa não inferior ao montante, mas não mais de cinco vezes os ganhos ilegais, sendo considerada um agravante para a estipulação das multas a participação de funcionário da autoridade reguladora de valores mobiliários. Na Indonésia, as multas podem chegar ao montante de 15 bilhões de rúpias¹⁰⁰.

Quando há ações negociadas sob o impacto de informações privilegiadas, há um enviesamento das avaliações dos investidores, pois tais informações podem proporcionar vantagens a seus portadores, ou *insiders*, influenciando suas avaliações e decisões de investimento¹⁰¹. O que implica em uma má formação dos preços dos ativos das empresas cujos títulos foram negociados sob o efeito da assimetria informacional¹⁰², justificando-se, por tais razões, a necessária intervenção estatal na economia, por meio da regulação do mercado.

Contudo, a visão da regulamentação do uso de informações privilegiadas como desejável ou eficaz na melhoria da eficiência do mercado não é pacífica ao redor do mundo. Em um estudo comparativo, Victor Yeo¹⁰³, descobriu que de 87 países os quais possuem leis sobre o assunto, apenas 38 viram um ou mais processos sendo iniciados sob a legislação. Havendo, segundo o autor, uma disparidade acerca da regulamentação e a repressão do uso de informações privilegiadas¹⁰⁴.

Stephen Bainbridge¹⁰⁵ afirma que no direito estadunidense a previsão de sanções nas três esferas pode ser imposta a qualquer indivíduo que viole a proibição de informações privilegiadas adquirindo, ou vendendo, em posse de informações não públicas. Havendo uma teoria da apropriação indébita, na qual o dever de confidencialidade também é tratado como

⁹⁸ MARCACCI, Antonio. *IOSCO: the world standard setter for globalized financial markets*. **Rich. J. Global L. & Bus.**, [s.l.], v. 12, p. 23, 2012.

⁹⁹MUCCIARELLI, Francesco. *La nuova disciplina eurounitaria sul market abuse: tra obblighi di criminalizzazione e ne bis in idem*. **Diritto penale contemporaneo**, Milão, v. 17, 2015.

¹⁰⁰ IOSCO, 2003.

¹⁰¹ FAMA, Eugene F.; MALKIEL, Burton G. *Efficient capital markets: A review of theory and empirical work*. **The Journal of Finance**, v. 25, n. 2, p. 383-417, 1970, p. 390.

¹⁰² FIELDS, Thomas D.; LYS, Thomas Z.; VINCENT, Linda. *Empirical research on accounting choice*. **Journal of Accounting and Economics**, v. 31, p. 255-307, 2001.

¹⁰³ YEO, Victor C. S. *A Comparative Analysis of Insider Trading Regulation - Who is Liable and What are the Sanctions?* **Nanyang business school, Singapore**, jan. 2001. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=260884. Acesso em: 20 maio 2020.

¹⁰⁴ Algo também verificado no Brasil, conforme será mencionado em momento posterior, na análise penal.

¹⁰⁵ BAINBRIDGE, Stephen M. *Incorporating Fiduciary Duties of State Law into the Federal Prohibition on the Use of Insider Information*. **Washington & Lee Law Review**, [s.l.], v. 52, pp. 1189-1269, 1995.

dependente somente da confiança dispensada aos acionistas. Sendo, para aquela doutrina, crucial que a punição por uso de informação privilegiada se estenda para qualquer indivíduo que obtenha uma vantagem informacional por meios ilegais (*insider secundário*).

Nas definições de quem pode ser um *insider*, usualmente é feita uma distinção entre dois tipos: primários e secundários. Os primários, ou *corporate insiders*, são os que possuem ligação próxima com a companhia, obtendo as informações direto da fonte e possuindo o conhecimento necessário para avaliar a materialidade das informações, como também possuem conhecimento para saber o quão prejudicial a negociação nestes termos pode ser para o mercado. Por este fato, as sanções impostas aos *insider* primários são geralmente muito mais severas do que aquelas impostas aos secundários. As definições de *insider* primário podem incluir membros da gerência, do conselho administrativo, órgãos de supervisão e até mesmo advogados, contadores e consultores financeiros.

Segundo a IOSCO¹⁰⁶, em algumas jurisdições, acionistas com uma determinada quantidade de ações, por exemplo, de 5% (China) a 25% (Hungria), também estão incluídos na definição de *insider* primário. Os grandes acionistas assim podem ser incluídos porque podem ter (formal ou informalmente) acesso a mais informações do que os investidores de balcão.

A razão pela qual os grandes acionistas estariam incluídos na definição de *insider* primário, segundo o relatório é porque os agentes podem ter, de maneira formal ou não, acesso a mais informações do que os investidores comuns¹⁰⁷⁻¹⁰⁸. A conduta proibida não é meramente uma quebra de confidencialidade pelo *insider*, mas, antes, uma violação do dever de lealdade imposto a todos aqueles que possam ter contato para evitar lucros pessoais¹⁰⁹.

Segundo Camargos, Romero e Barbosa¹¹⁰, as fusões e aquisições são um cenário favorável para a utilização indevida de informação privilegiada em âmbito primário. Em um artigo que analisa oito processos de fusão e aquisição realizados por grandes empresas brasileiras, os resultados¹¹¹ indicam que a prática de utilização indevida de informação

¹⁰⁶ IOSCO, 2003.

¹⁰⁷ IOSCO, 2003.

¹⁰⁸ Válido mencionar acepções de *insider* primário mais abrangentes, como é o caso da extensão da figura aos funcionários da Comissão de Valores Mobiliários, na China e aos entes de instituições financeiras responsáveis por empréstimos ao emissor ou a afiliadas empresas, como no Peru (IOSCO, 2003).

¹⁰⁹ BAINBRIDGE, 1995.

¹¹⁰ CAMARGOS, M. A.; ROMERO, J. A. R.; BARBOSA, F. V. Análise empírica da prática de *insider trading* em processos de fusões e aquisições recentes na economia brasileira. **Revista de Gestão USP**, São Paulo, v. 15, n. 4, p. 55–70, out/dez, 2008.

¹¹¹ Os resultados que apontaram o retorno anormal (RAit) foi calculado utilizando-se o Modelo de Retornos Ajustados ao Mercado, que consiste em se encontrar a diferença do retorno da ação em relação ao retorno do índice de mercado (Ibovespa) numa mesma data utilizando-se a forma logarítmica abaixo apresentada:

privilegiada esteve presente nessas negociações gerando retornos anormais a diversos acionistas, os quais auferiram ganhos extraordinários em detrimento de outros investidores.

Sobre os *insiders* secundários, a doutrina italiana os conceitua em uma expressão bem objetiva: *insider* secundário é o sujeito que obteve informações privilegiadas por qualquer motivo que não a função¹¹². Assim, os secundários, também chamados de *insiders* “de mercado” são aqueles que recebem a informação por qualquer meio. Aos secundários não é exigido o *dever* de sigilo e o discernimento de saber ou não se a referida informação é um fato relevante¹¹³.

Outro nome pelo qual as pessoas que possuem acesso a informações privilegiadas, mas que não trabalham na empresa possuidora das informações, podem ser conhecidas é *outsiders*. Essa nomenclatura, em específico, surgiu a partir do caso *Dirks v Securities and Exchange Commission* julgado na Suprema Corte norte-americana, em 1º de julho de 1983, quando Dirk, mesmo sem ser um ente participante da corporação veio a ser condenado por se utilizar de um fato relevante ao mercado¹¹⁴.

No Relatório denominado “*Insider Trading How Jurisdictions Regulate It. Part Two: The Implementation of Insider Trading Rules in The Legislation of Particular Jurisdictions*”; formulado no ano de 2003, a IOSCO mapeia o panorama legislativo sobre a temática em 40 países, mostrando que há uma tendência, desde a crise de 1929, de punições em esferas administrativas e criminais¹¹⁵, para aqueles que se valerem da prática.

Em países como¹¹⁶ Eslováquia, Eslovênia, África do Sul, Espanha, Sri Lanka, Tailândia, Turquia e Reino Unido, informação privilegiada é aquela que não se tornou pública, podendo ter um efeito significativo no preço de mercado dos valores mobiliários da companhia.

$$RA_{it} = LN\left(\frac{P_{it1}}{P_{it0}}\right) - LN\left(\frac{I_{it1}}{I_{it0}}\right)$$

¹¹² MUCCIARELLI, Francesco. *La nuova disciplina eurounitaria sul market abuse: tra obblighi di criminalizzazione e ne bis in idem. Diritto penale contemporaneo*, Milão, v. 17, 2015.

¹¹³ CHARÃO, Anderson Pereira; RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. A (in)eficiência da punição do insider trading à luz da Análise Econômica do Direito e da jurisprudência da Comissão de Valores Mobiliários. **Economic Analysis of Law Review - EALR**, V. 10, nº 1, p. 142-157, Jan-Abr, 2019. ISSN 2178-0587. Disponível em: <https://portalrevistas.ucb.br/index.php/EALR/article/download/8770/pdf>. Acesso em: 10 abr. 2022., p. 146.

¹¹⁴ FERREIRA, 2013, p. 164.

¹¹⁵ Há uma diferença substancial quando da análise dos países de *common law* e *civil law*, no tocante à possibilidade de mover ações civis, por partes dos investidores lesados, contra os *insiders* que supostamente violaram as leis de informações privilegiadas. Em 64% da amostra de países de *common law*, a lei concede aos investidores individuais o direito de mover ações contra *insiders*. Em nítido contraste, os países de direito civil dificilmente concedem investidores esse direito. Cf. BENY, Laura N. A comparative empirical investigation of agency and market theories of insider trading. **Law & Economics Working Papers Archive, Michigan**, 2004.

¹¹⁶ A tabela contendo as informações extraídas do relatório pode ser verificada em formato de anexo, ao final da pesquisa.

Todos esses países preveem pelo menos a sanção administrativa. Já na Hungria, informações privilegiadas são informações precisas e desconhecidas pelo público, as quais provavelmente podem influenciar o preço das ações e a motivação para uma transação envolvendo as ditas ações, tendo previsão de sanções administrativas, na modalidade multa; e sanção penal de prisão de até, no máximo, 3 (três) anos. Na Alemanha, informações privilegiadas são informações precisas e desconhecidas pelo público, as quais provavelmente podem influenciar o preço das ações e a motivação para uma transação envolvendo as ditas ações, sendo a sanção administrativa na modalidade multa; e a sanção penal é de prisão de até, no máximo, 5 (cinco) anos¹¹⁷.

O mapeamento foi realizado em 40 países, todos punindo o *insider trading* em alguma esfera; seja administrativa; cível ou criminal. Mas há unicidade nos discursos quando a temática é repressão ao *insider trading*?

2.3 Razões éticas e econômicas para a repressão ao uso de informações privilegiadas e posições contrárias. Diálogos contrastantes ou complementares?

A despeito da posição favorável à repressão do *insider trading*, ensaiada¹¹⁸ desde o início do trabalho, é necessário noticiar os entendimentos que a contrariam, para que a postura dialogal e descritiva não seja perdida.

Dentre as posições da Escola de Chicago, liderada por George Stigler e Milton Friedman, defensores do liberalismo econômico e da teoria neoclássica da formação de preços, Henry Manne é o autor mais citado¹¹⁹ pelos defensores¹²⁰ do uso de informação privilegiada.

A permissão, regulação ou proibição do uso de informações privilegiadas relevantes são aspectos dos mais controversos do mercado devido o argumento a favor da regulamentação ter sido tradicionalmente baseado em questões de justiça, que previsivelmente tiveram pouco

¹¹⁷ *Insider Trading How Jurisdictions Regulate It. Part Two: the implementation of Insider Trading rules in the legislation of particular Jurisdictions.*

¹¹⁸ Utiliza-se a palavra “ensaiado” pois, em concordância com BAINBRIDGE: “most observers of the literature likely would conclude that neither side has carried the field, but that the argument in favor of regulation probably is winning at the moment.” BAINBRIDGE, Stephen M. *Insider trading: an overview*. SSRN, [s.l.], 1998.

¹¹⁹ A expressão “autor mais citado” é formulada com base na Revisão Integrativa de Literatura do presente trabalho, que assim verificou: em todos os trabalhos que citavam argumentos favoráveis ao uso de informações privilegiadas ou os trabalhos que eram contra, mas explicavam os argumentos favoráveis, citavam Manne.

¹²⁰ Jamais esquecendo de Richard Posner, um antagonista da regulação da economia. As obras de Posner as quais servem de base para essa afirmação são: POSNER, Richard A. *Utilitarianism, economics, and legal theory*. *The Journal of Legal Studies*, [s.l.], v. 8, n. 1, p. 103-140, 1979; LANDES, William M.; POSNER, Richard A. *An economic analysis of copyright law*. *The Journal of Legal Studies*, [s.l.], v. 18, n. 2, p. 325-363, 1989; POSNER, Richard A. *The social costs of monopoly and regulation*. *Journal of political Economy*, [s.l.], v. 83, n. 4, p. 807-827, 1975.

poder de convencimento na comunidade de direito e economia, por serem argumentos pendulares à justiça ou à defesa de patrimônio¹²¹.

No polo dos defensores da utilização das informações privilegiadas, Robert W. McGee¹²² argumenta que a prática serve como um meio de comunicação de informações de mercado, os tornando mais eficientes. Tendo o autor a sua própria interpretação de eficiência.

Para McGee¹²³, quando há negociações realizadas por *insiders*, isso faz com que haja um sinal ecoando por todo o mercado, de que o preço das ações provavelmente se moverá em determinada direção, não sendo necessário que haja o anúncio público, pois o mercado reage de maneira imediata. Em sua lógica, “se um diretor da *General Motors* compra uma grande quantidade de ações da *General Motors*, esse ato revela evidências de que é provável que o preço das ações suba no futuro próximo” e, impedir a utilização de informações privilegiadas seria retirar do mercado a possibilidade de aprender a ser competitivo.

Alega-se uma suposta vantagem para o emissor, das ações negociadas, no sentido de ser um incentivo ideal para empreendedores, ao melhorar a eficiência do mercado de ações a partir de um estímulo brusco para precificar com precisão os títulos¹²⁴. A argumentação, embora um pouco confusa e brusca, é no sentido de haver uma causalidade entre o uso de informações não públicas e um avanço em direção ao preço que o título teria se as informações privilegiadas estivessem disponíveis ao público. Nesse caso, a sociedade teria o benefício por meio do aumento da precisão dos preços, que sobreviveriam até ao uso de informações não públicas¹²⁵.

Contudo, conforme pontuação de Bainbridge¹²⁶, o argumento de um efeito forçado de amadurecimento e eficiência do mercado é ausente de embasamento experimental. Não há como forçar o preço a se tornar real em ambiente de informações assimétricas. É como forçar a concentração para um trabalho sensível em meio ao caos de uma música desarmônica.

O preço “correto” de um título é aquele fixado pelo mercado quando se, e somente se, todas as informações relacionadas à segurança são divulgadas publicamente. O amortecimento das flutuações de preços diminui a probabilidade de ganhos individuais

¹²¹ BAINBRIDGE, 1998, p. 4.

¹²² MCGEE, Robert W. Ethical issues in insider trading: case studies. **Proceedings of the global Conference on business economics**. Amsterdam, Jul. 2004, pp. 712-721. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=538682. Acesso em: 20 maio 2020.

¹²³ MCGEE, Robert W. Ethical issues in insider trading: case studies. **Proceedings of the global Conference on business economics**. Amsterdam, Jul. 2004, pp. 712-721. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=538682. Acesso em: 20 maio 2020.

¹²⁴ WANG; STEINBERG, 2010.

¹²⁵ MANNE, H. G. *Insider Trading, and the Stock Market*. New York: The free press, 1966.

¹²⁶ BAINBRIDGE, 1993.

inesperados e aumenta a atratividade de investir em títulos. Quando uma companhia não divulga as informações relevantes, seus valores mobiliários não são mais preços atuais pelo mercado, ocasionando erro no preço de maneira substancial¹²⁷.

Há, ainda, a argumentação de que a utilização das informações relevantes com poder de influenciar na decisão dos compradores seria uma maneira eficiente de compensar os gerentes por terem produzidos essas informações, fazendo com que os gerentes tenham um incentivo maior para produzir mais informações que tenham valor para a empresa¹²⁸. Especialmente esse argumento deve ser rebatido de maneira direta.

Sung Hui Kim¹²⁹, sustenta a ideia de que o uso de informação privilegiada é uma forma de corrupção privada¹³⁰. Seus argumentos, segundo o próprio autor, alinham-se com os principais recursos da doutrina de informações privilegiadas, os quais possuem coerência implícita com a teoria da corrupção, por guardar o *insider trading* similitude com ideias de aproveitamento de posições por parte dos agentes, autoestima e lucro ilícito¹³¹.

Em 2017, a *PricewaterhouseCoopers* (PwC)¹³², um conjunto de firmas independentes cujo propósito é a prestação de serviços em consultoria tributária, societária e assessoria em transações, realizou um estudo global que revelou as tendências dos CEOs a serem forçados a deixar o cargo por lapsos éticos, observando que os agentes exerciam, ao usar a informação privilegiada, uma forma de corrupção.

No estudo da PwC pode ser observado que o *insider trading* é o tipo mais comum de corrupção que não envolve propriedade do governo, sendo o marco representativo da existência do ânimo corruptivo em corporações, mercado de ações e de compra e venda de ativos. O estudo analisou as sucessões de CEOs nas maiores 2.500 empresas públicas do mundo

¹²⁷ *Ibidem*.

¹²⁸ Manne, H. G. *In Defense of Insider Trading*. *Harvard Business Review*, [s.l.], nov/dez., 1966, pp. 113-122.

¹²⁹ KIM, Sung Hui. *Insider trading as private corruption*. *UCLA L. Rev.*, [s.l.], v. 61, p. 928, 2013.

¹³⁰ O autor afirma que o “errado na prática de *insider trading* não é tanto fraude, o roubo de informações ou enriquecimento sem causa. O que há de errado com as informações privilegiadas é que elas são corruptas. A busca de ganhos pessoais deve ser irrelevante para a tomada de decisões em nome de organizações. Por exemplo, oficiais e diretores são legalmente encarregados de deliberar no melhor interesse da corporação. Portanto, é impróprio para esses indivíduos usarem o poder corporativo oficialmente licenciado para promover seu próprio interesse financeiro. Aplicando esta definição de corrupção privada a um protótipo exemplo de informações privilegiadas, esses fatos representam um exemplo paradigmático de informações privilegiadas.” O Autor menciona, ainda, que países com graus mais altos a percepção de corrupção no sistema judicial de um país provavelmente terá mais informações privilegiadas predominantes. 153 Embora longe de definitivas, essas correlações fornecer suporte adicional à ideia de que o uso de informações privilegiadas é melhor compreendido como uma espécie de corrupção privada. KIM, Sung Hui. *Insider trading as private corruption*. *UCLA L. Rev.*, [s.l.], v. 61, p. 928, 2013.

¹³¹ O estudo mencionado por Sung Hui Kim é SHEFRIN, Hersh. *Beyond greed and fear: Understanding behavioral finance and the psychology of investing*. *Oxford University Press on Demand*, [s.l.], 2002.

¹³² PRICEWATERHOUSECOOPERS. *Global study on CEO trends indicates a significant uptick in CEOs forced out of office for ethical lapses*. *PWC*, [s.l.], 2017, online. Disponível em: <https://www.pwc.com/gx/en/newsroom/press-releases/2017/global-study-on-ceo-trends-indicates-a-significant-uptick-in-ceos-forced-out-of-office-for-ethical-1.html>. Acesso em: 30 maio 2020.

nos últimos 10 anos e relatou que a rotatividade forçada devido a lapsos éticos aumentou de 3,9% de todas as sucessões em 2007-11 para 5,3% em 2012-16 - 36%. No mesmo período, na Europa Ocidental, a participação de CEOs forçados a sair por lapsos éticos aumentou para 5,9%, enquanto era de 4,2%, e nos países do BRIC, de 3,6%, para 8,8%¹³³.

Da leitura dos argumentos a favor da utilização de informações privilegiadas percebe-se que estes fomentam o atrito e a ausência de consenso sobre o tema, pois partem de pressupostos e unidades de medidas distintas: economistas com linguagem puramente econômica; insuficiente para incorporar elementos e ações subjetivas já esperadas quando se lida com seres humanos; juristas apresentando argumentos qualitativamente legais ou éticos – mesmo que o próprio conceito de ética mercantil possa não existir –, ignorando argumentos empíricos, ensaios numéricos e resultados testados por pesquisadores da economia que, em sua essência, são mais preparados para lidar com essas questões.

Essa ausência de comunicação plural, almejando uma intersecção entre as duas ciências: o Direito e a Economia, gera um atraso constante e aparentemente indissolúvel, fazendo com que as pesquisas após Fama, Manne e Bainbridge, discussões com início há 50 anos, tenham sempre que ser pautadas – mesmo que em um tópico, como agora se faz –; sob a lógica de “é necessário/crível/prudente/lógico a proibição do uso de informações privilegiadas?”, impedindo que a discussão avance para pontos basilares¹³⁴ e que ajudariam a resolver o próprio cerne da questão.

Laura N. Beny¹³⁵ afirma que a literatura existente de direito e economia sobre negociações com informações privilegiadas sofre de duas principais deficiências, em ambos os lados. Primeiro, embora o trabalho teórico da parte jurídica seja abundante, há muito pouco trabalho empírico que lança luz sobre os efeitos do *insider trading*, pois a conveniência do uso de informações privilegiadas é, em última análise, uma questão empírica, não podendo ser resolvida com delimitações puramente teóricas.

¹³³ *Ibidem*.

¹³⁴ A exemplo da definição do que pode ser fato relevante, objeto do presente estudo

¹³⁵ BENY, Laura N. *A comparative empirical investigation of agency and market theories of insider trading*. *Law & Economics Working Papers Archive*. Michigan, 2004.

Nos estudos de Cohen, Malloy e Pomorski¹³⁶; Jeng, Metrick e Zeckhauser¹³⁷; Ke, Huddart e Petroni¹³⁸, Lakonishok e Lee¹³⁹, Lorie e Niederhoffer¹⁴⁰, Seyhun¹⁴¹, todos partindo de uma análise dos dados de empresas listadas no mercado estadunidense, podem ser verificadas evidências de que agentes internos se apropriam de retornos anormais, fator indicativo do uso de informação privilegiada. A análise dos autores é construída avaliando uma sinalização das negociações através de volumes ou quantidade de agentes que negociam o ativo em um mesmo período.

Anthony Kronman¹⁴² pondera que a perda de confiança do investidor dificulta o aumento do capital das empresas, e os gerentes, ansiando por uma remuneração antecedente, podem selecionar projetos excessivamente arriscados porque o aumento da volatilidade nos preços das ações lhes proporcionaria maiores oportunidades para lucros com informações privilegiadas, prejudicando a eficiência final da corporação. Além disso, a competição entre os ocupantes dos altos cargos nas companhias por lucros comerciais pode criar desconfiança no grupo e, assim, prejudicar a qualidade das decisões do conselho.

A diminuição da confiança no mercado, a queda de liquidez, as projeções em todo o sistema macro inverte da relação de custo-benefício. Segundo Wei e Du¹⁴³ o uso de informações privilegiadas contribui, para uma volatilidade do mercado, volatilidade das políticas monetárias e fiscais. Acrescentando que altos índices de divulgação de informação privilegiada pode influenciar em um processo de atraso na maturidade mercantil, devendo as práticas sancionatórias estarem em movimento fluído para reformulação e aprimoramento, em constante campanha de conscientização dos atores do mercado.

¹³⁶ COHEN, Lauren; MALLOY, Christopher; POMORSKI, Lukasz. *Decoding inside information*. *The Journal of Finance*, [s.l.], v. 67, n. 3, p. 1009-1043, 2012.

¹³⁷ JENG, Leslie A.; METRICK, Andrew; ZECKHAUSER, Richard. *Estimating the returns to insider trading: a performance-evaluation perspective*. *Review of Economics and Statistics*, [s.l.], v. 85, n. 2, p. 453-471, 2003.

¹³⁸ KE, Bin; HUDDART, Steven; PETRONI, Kathy. *What insiders know about future learnings and how they use it: evidence from insider trades*. *Journal of Accounting*, [s.l.], jan. 2001. Disponível em: DOI:10.2139/ssrn.278055. Acesso em: 20 maio 2020.

¹³⁹ LAKONISHOK, Josef; LEE, Inmo. *Are insider trades informative?* *The Review of Financial Studies*, [s.l.], v. 14, n. 1, p. 79-111, 2001.

¹⁴⁰ LORIE, James H.; NIEDERHOFFER, Victor. *Predictive and statistical properties of insider trading*. *The Journal of Law and Economics*, [s.l.], v. 11, n. 1, p. 35-53, 1968.

¹⁴¹ SEYHUN, H. Nejat. *Insiders' profits, costs of trading, and market efficiency*. *Journal of financial Economics*, [s.l.], v. 16, n. 2, p. 189-212, 198.

¹⁴² KRONMAN, Anthony T. *Mistake, disclosure, information, and the law of contracts*. *The Journal of Legal Studies*, [s.l.], v. 7, n. 1, p. 1-34, 1978.

¹⁴³ Du, Qingyuan & Wei, Shang-Jin, 2013. *A theory of the competitive saving motive*. *Journal of International Economics*. Elsevier, vol. 91(2), pages 275-289.

O ponto, com o qual se concorda, segundo Laura Beny¹⁴⁴, não é se os investidores continuam a investir quando há informações privilegiadas flutuantes, em um ambiente cuja balança aplicação-exigibilidade está desregulada. Mas se eles continuam a investir no mesmo nível dos mercados que novas proibitivas de informações privilegiadas detêm uma estabilidade normativa apta a tutelar o *disclosure* e impedir a assimetria informacional desleal¹⁴⁵.

Outra teoria propensa ao endosso do *insider trading* afirma que é injusto forçar os agentes que se esforçaram intelectualmente a divulgar informações às pessoas que nada fizeram para merecê-lo. Pois há indivíduos que são naturalmente mais hábeis em outros em determinadas funções ou palpites. Penalizar aqueles que seriam melhores em algo, ou subsidiar aqueles que são piores, os protegendo, seria injusto. Não havendo, ainda, uma adequação da própria conduta de *insider trading* com as definições de fraude, pois, conforme os seguidores dessa linha argumentativa, desde Tomás de Orano é consabido que “não há dever moral de informar um potencial comprador que o preço do bem que você está tentando vender provavelmente mudará no futuro próximo”¹⁴⁶.

A permissão do uso de informações privilegiadas tem vários possíveis efeitos nocivos para o organismo emissor, escolhendo-se quatro como exemplos: (1) o incentivo da administração para evitar falhas pode ser diluído; (2) gerentes podem manipular decisões de negócios para aumentar seus lucros comerciais pessoais; (3) a eficiência interna da corporação pode ser prejudicada; e (4) o custo da empresa de o capital pode subir (ou seja, o público pagará um preço mais baixo pelas ações recém-emitidas)¹⁴⁷.

A proibição do uso de informações privilegiadas pode ser justificada pelo incômodo ético que causam. Cavalli¹⁴⁸ fornece alguns exemplos para sustentar a afirmação: a) um jogo de dados viciados, em que somente um dos jogadores tem conhecimento da maior probabilidade, em razão da irregularidade da superfície de um ou mais lados de cada dado, de que determinado número seja sorteado; b) uma corrida de cavalos na qual apenas um dos apostadores sabe que o animal considerado favorito à vitória está com a perna machucada.

Esses exemplos têm em comum as circunstâncias de que: i) uma das partes envolvidas na situação possui um conhecimento especial, não acessível à(s) outras(s), que lhe garante maior capacidade de avaliação do valor real de um bem ou maior previsibilidade sobre

¹⁴⁴ BENY, Laura N. *A comparative empirical investigation of agency and market theories of insider trading*. *Law & Economics Working Papers Archive*, Michigan, 2004, p. 13.

¹⁴⁵ *Ibidem*.

¹⁴⁶ WANG; STEINBERG, 2010.

¹⁴⁷ WANG; STEINBERG, 2010.

¹⁴⁸ CAVALI, Marcelo Costenaro. *Insider trading: Repressão administrativa e penal do uso indevido de informação privilegiada*. 1ª ed. Rio de Janeiro: Quartier Latin, 2022.

a ocorrência de um acontecimento futuro, capaz de lhe garantir uma posição de vantagem de negociação; e ii) faz uso desse conhecimento para efetivamente obter a vantagem. Todas as vezes que alguém detém uma informação desconhecida da contraparte com quem se relaciona *sente-se*¹⁴⁹ esse mesmo incômodo ético.¹⁵⁰

2.4 Insider trading no ordenamento jurídico brasileiro Brasil e especificações sobre fato relevante

Conforme precedentes da CVM¹⁵¹, o *insider trading* demanda, em linhas gerais, a confluência dos seguintes elementos: (i) existência de informação relevante ainda não divulgada ao público; (ii) posse desta informação pelo investidor em nome do qual se executou a operação investigada; e (iii) utilização da informação para obtenção de vantagem em operações no mercado.

¹⁴⁹ O autor formula a frase em formato de pergunta, a qual é respondida de maneira positiva linhas abaixo na construção do texto.

¹⁵⁰ Livro do Cavalli sobre insider

¹⁵¹ CVM. Comissão de valores imobiliários. PAS n° RJ 2014/0577. Apurar o eventual uso de informação privilegiada, em infração ao artigo 155, § 1º, da Lei n° 6.404/1976 c/c o disposto no artigo 13, §1º, da Instrução CVM n° 358/2002. Acusados: Marcio Rocha Mello; Milton Romeu e Eduardo de Freitas. Diretor-Relator: Gustavo Machado. **CVM** [online], 25 out. 2017. Rio de Janeiro, 11 dez. 2017. Disponível em: https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/anexos/2017/20171211_PAS_CVM

[_RJ_2014_0577_HRT_Relatorio_Diretor_Relator_Gustavo_Gonzalez.pdf-96d31cc974b4457c900643c90fa87f49](#). Acesso em: 20 maio 2020.;

CVM. Comissão de valores imobiliários. PAS CVM n° RJ 19957.001639/2016-15. Manipulação de preços e uso de informação privilegiada (*insider trading*). Acusado: Jaime Augusto. Diretor-Relator: Gustavo Machado. **CVM** [online], 26 nov. 2019. Rio de Janeiro, 2019. Disponível em: https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/anexos/2019/20191126_PAS_CVM_RJ2016_2384_SEI_19957_001639_2016_15_voto_diretor_henrique_machado.pdf-af2660a5f32a4394a586fd58ce6f0e6a. Acesso em: 20 maio 2020.;

CVM. Comissão de valores imobiliários. PAS CVM n° 22/99. I – Imputação de negligência no dever de divulgação de fatos relevantes aos administradores de companhias controladora e controlada. II – É adequado e desejável o procedimento de divulgação paulatina das informações, conforme tornem-se disponíveis e suficientemente concretas, a juízo do administrador, e com a ressalva de sua sujeição a modificações. III – A ausência de coincidência temporal, ou de relação de outra natureza, entre a divulgação das informações e o movimento especulativo pontual com as ações da controlada, afasta o indício de vazamento em que se constitui o movimento extraordinário com as ações. IV – Absolvição dos indiciados. Indiciados: Firmino Ferreira etc. Relator-diretor: Marcelo Trindade. **CVM** [online], 16 ago. 2001. Rio de Janeiro, 2021. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2001/20010816_PAS_2299.pdf. Acesso em: 20 maio 2021.;

CVM. Comissão de valores imobiliários. PAS CVM n° 04/04. Negociações de valores mobiliários realizadas por advogados que tiveram acesso, no exercício de sua profissão, a informações sobre negócios dos emissores (*insider trading*). Absolvição e multa. Acusados: Carlos Augusto e Roberto Mário. Diretor-relator: Marcelo Trindade. **CVM** [online], 28 jun. 2006. Rio de Janeiro, 2006. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2006/20060628_PAS_0404.pdf. Acesso em: 20 maio 2020.;

CVM. Comissão de valores imobiliários. PAS CVM n° RJ 2015/13651. Uso de informação privilegiada em negociações com ações ordinárias de emissão da companhia Brasil Brokers Participações S.A. Multas. Acusados: Ariovaldo da Silva e Luiz Eduardo Haus. Diretor-relator: Gustavo Machado. **CVM** [online], 19 jun. 2018. Rio de Janeiro, 2018. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2018/RJ201513651_Brasil_Brokers.pdf. Acesso em: 20 jan. 2020.; todos PAS fruto da coleta do presente artigo.

Uma vez conceituada a prática de *insider trading* e suas delimitações no cenário mundial, é necessário adentrar no tratamento do ordenamento brasileiro ao tema, cuja evolução legislativa seguiu a filosofia estadunidense: o princípio do *disclosure* não se esgota apenas com a prestação de informações, sendo preciso tomar, de maneira paralela, medidas para que todos os investidores possam ter acesso às novas informações, impedindo-se assim que os administradores, altos empregados e acionistas controladores, utilizem-se em proveito próprio de informações colhidas em primeira mão por força da posição que ocupam¹⁵².

Tendo início¹⁵³ com a Lei nº 6.404/76, o trilhar sancionatório para a regulação do uso de informações privilegiadas foi de modo a estabelecer sanções civis e administrativas aos *insiders*¹⁵⁴. E à CVM a lei concedeu o poder de apurar, mediante processo administrativo, a

¹⁵² Luis Gastão de Barros Leães, p. 172-173.

¹⁵³ Certo é que entre anos de 1940 e 1976, as companhias abertas eram, no Brasil, regidas pelo Decreto-Lei 2.627/40. No decreto, apenas o art. 70 faz menção à prestação de informações, ao público, por parte da companhia. Mesmo assim, o faz de maneira muito singela, exigindo a providência apenas de companhias estrangeiras. Posteriormente, a Lei nº 4.728/65 (LMC) tocou, especificamente, no assunto em pauta, ao remeter ao BACEN a incumbência de “fiscalizar a utilização de informações não divulgadas ao público em benefício próprio ou de terceiros, por acionistas ou pessoas que, por força de cargos exerçam, a elas tenham acesso. Sendo apenas com a edição da Lei 6.404 de 1976 que o *insider* passou a regulado de maneira mais taxativa, tantos em moldes preventivos como repressores.

¹⁵⁴ Artigo 157. O administrador de companhia aberta deve declarar, ao firmar o termo de posse, o número de ações, bônus de subscrição, opções de compra de ações e debêntures conversíveis em ações, de emissão da companhia e de sociedades controladas ou do mesmo grupo, de que seja titular.

§ 1º O administrador de companhia aberta é obrigado a revelar à assembleia-geral ordinária, a pedido de acionistas que representem 5% (cinco por cento) ou mais do capital social: a) o número dos valores mobiliários de emissão da companhia ou de sociedades controladas, ou do mesmo grupo, que tiver adquirido ou alienado, diretamente ou através de outras pessoas, no exercício anterior; b) as opções de compra de ações que tiver contratado ou exercido no exercício anterior; c) os benefícios ou vantagens, indiretas ou complementares, que tenha recebido ou esteja recebendo da companhia e de sociedades coligadas, controladas ou do mesmo grupo; d) as condições dos contratos de trabalho que tenham sido firmados pela companhia com os diretores e empregados de alto nível; e) quaisquer atos ou fatos relevantes nas atividades da companhia. § 2º Os esclarecimentos prestados pelo administrador poderão, a pedido de qualquer acionista, ser reduzidos a escrito, autenticados pela mesa da assembleia, e fornecidos por cópia aos solicitantes. § 3º A revelação dos atos ou fatos de que trata este artigo só poderá ser utilizada no legítimo interesse da companhia ou do acionista, respondendo os solicitantes pelos abusos que praticarem.

§ 4º Os administradores da companhia aberta são obrigados a comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembleia-geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou fato relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia.

§ 5º Os administradores poderão recusar-se a prestar a informação (§ 1º, alínea e), ou deixar de divulgá-la (§ 4º), se entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia, cabendo à Comissão de Valores Mobiliários, a pedido dos administradores, de qualquer acionista, ou por iniciativa própria, decidir sobre a prestação de informação e responsabilizar os administradores, se for o caso. § 6º Os administradores da companhia aberta deverão informar imediatamente, nos termos e na forma determinados pela Comissão de Valores Mobiliários, a esta e às bolsas de valores ou entidades do mercado de balcão organizado nas quais os valores mobiliários de emissão da companhia estejam admitidos à negociação, as modificações em suas posições acionárias na companhia. Da leitura do artigo 157, em específico do § 4º, percebe-se que, o direito brasileiro, estruturado a partir da construção feita nos Estados Unidos, adotou o modelo normativo de “*disclosure or refrain from trading*”. Este modelo determina que o administrador que detém a informação privilegiada, dado o seu dever de fidúcia com relação à companhia, caso entenda por bem não divulgar a informação privilegiada, deve abster-se de negociá-la em proveito próprio ou de terceiros. Cf. EIZIRIK, Nelson; B. GAAL, Ariadna; PARENTE, Flavia; DE FREITAS FENRIQUES, Marcus. Mercado de capitais: regime jurídico. 2.ed. revisada e atualizada. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 540. O art. 157, § 5º, por sua vez, faz transparecer o *affirmative duty of disclosure of*

prática de condutas fraudulentas no mercado de valores mobiliários e de punir os infratores de suas normas¹⁵⁵.

Em 1984, a autarquia publicou a Instrução de nº 31, para que qualquer pessoa que pudesse ter acesso à informação ainda não pública, pudesse responder administrativamente quando de sua utilização. Contudo, no ano de 2002, com o advento da Instrução de nº 358/02, a Instrução de nº 31 foi revogada, dando lugar ao conteúdo mais refinado e preciso contido na nova norma, considerada o marco regulatório da temática.

Na Instrução de nº 358/2002 da CVM, a divulgação de informações relevantes é tratada como regra¹⁵⁶, sendo relevante para os efeitos da Instrução qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembleia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta que influencie na cotação, decisão de compra e venda e na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados¹⁵⁷. Sempre sendo frisado o dever de confidencialidade dos agentes internos das companhias.

Em 2021, a ICVM 358 foi revogada pela Resolução nº 44/2021, a qual dispõe sobre a divulgação de informações sobre ato ou fato relevante, a negociação de valores mobiliários na pendência de ato ou fato relevante não divulgado e a divulgação de informações sobre a negociação de valores mobiliários

A nova norma alinha a regulamentação à jurisprudência da CVM formada na análise de casos envolvendo acusações por uso indevido de informações privilegiadas e traz maior clareza na aplicação de presunções relacionadas aos casos, com a indicação do conteúdo de cada presunção, a quem se aplica e em que circunstâncias.

any material fact (dever de divulgação de qualquer fato relevante), afirmado na Rule 10b-5. Este dever de informar advém da necessidade de se proteger acionistas minoritários, que podem vir a ser prejudicados diante do não conhecimento de uma informação da qual, por outro lado, um administrador tenha acesso. Cf. LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Mercado de capitais e insider trading. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 1982, p. 175.

¹⁵⁵ *Ibidem*, p. 116.

¹⁵⁶ Em que pese ser regra a necessidade de divulgação das informações relevantes, tem-se, no Brasil, doutrinadores como Hélio O. de Castro que entendem que um excesso de controle e de demanda por informação poderia causar um efeito indesejável: a retração no mercado a partir do momento em que pode inibir emissões de ações por parte de algumas companhias. (CASTRO; EIZIRIK, 1974, p. 80).

¹⁵⁷ CVM. Comissão de valores mobiliários. Instrução nº 358, de 03 de janeiro de 2002. Dispõe sobre a divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas, disciplina a divulgação de informações na negociação de valores mobiliários e na aquisição de lote significativo de ações de emissão de companhia aberta, estabelece vedações e condições para a negociação de ações de companhia aberta na pendência de fato relevante não divulgado ao mercado. **Portal do governo brasileiro**, Brasília: Presidente da Comissão de valores, jan. 2002. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/300/inst358.pdf>. Acesso em: 10 jan. 2020.

No quadro explicativo 1, pode ser verificada a cronologia do marco regulatório contra o ilícito de *insider trading* no Brasil:

Quadro 1 - Cronologia do marco regulatório do *insider trading*.

Ano	Fato	Conteúdo
1976	Lei nº 6.385	Criação da CVM
1976	Lei nº 6.404	O art. 155 § 1º apresentou pela primeira vez, no cenário nacional, a coibição do uso de informações privilegiadas para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários.
1984	ICVM nº 31/1984	A partir desta Instrução, “considera-se relevante, para os efeitos desta Instrução, qualquer deliberação da assembleia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato ocorrido nos seus negócios que possa influir de modo ponderável”. A partir desse marco pode haver a punição da figura secundária do <i>insider</i> . Parágrafo único do artigo 11 da ICVM.
1997	Lei nº 9.457	Alterou o art. 11 da lei 6.385/76, que elenca quais penalidades a CVM poderá impor aos infratores desta lei, aumentando as punições cabíveis.
2001	Lei nº 10.303	Reforma na Lei nº 6.385/76 pela Lei 10.303/01, a qual delineou acerca da possibilidade de sanção criminal no ilícito do <i>insider trading</i> com a inclusão do art.27-D, na Lei 6.385/76.
2001	Lei nº 105	Estabeleceu por meio do art. 9º que, quando no exercício de suas atribuições, o Banco Central do Brasil e a CVM verificarem indícios da ocorrência de crimes definidos em lei como de Ação Pública, informarão ao Ministério Público, juntando à comunicação os documentos necessários à apuração ou comprovação dos fatos.
2002	ICVM nº 358/2002	Marco regulatório determinante do ordenamento jurídico nacional sobre divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas, a divulgação de informações relevantes é tratada como regra.
2008	Convênios	Foram assinados convênios entre a CVM, o Ministério Público Federal e a Polícia Federal. Os acordos visam o fornecimento e o intercâmbio de informações buscando combater as práticas ilegais que ocorrem no mercado de valores mobiliários.
2009	Relatório Anual da CVM	A CVM elegeu, por meio de seu relatório anual de 2009, o combate ao uso indevido de informação privilegiada como um dos principais focos da autarquia.
2011	Utilização do Software	Baseado em algoritmos, o <i>software</i> permite que a CVM acompanhe em tempo real a negociação do mercado de valores mobiliários. O programa

	<i>SIAEagle</i> no combate ao <i>insider trading</i>	analisa cerca de um milhão de transações por dia. Os dados coletados são cruzados para confirmar suspeitas de manipulação de mercado, indícios de utilização de informação privilegiada, e movimentações atípicas.
2013	ICVM nº 538	É uma nova regra para atuação de analistas no mercado de capitais. A regra limita a participação deles em ofertas públicas e define quem pode ler seus relatórios antes de serem publicados.
2014	ICVM nº 555	Regra de publicidade de todos os atos tidos como relevantes. Todas as informações de atos ou fatos relevantes, nos termos do artigo 60 desta ICVM, devem ser prestadas.
2017	ICVM nº 590	Inclusão do Inciso XXII no art.2º da ICVM 358: “pedido de recuperação judicial ou extrajudicial, requerimento de falência ou propositura de ação judicial, de procedimento administrativo ou arbitral que possa vir a afetar a situação econômico-financeira da companhia”
2020	ICVM nº 620	Inclusão do Inciso XV no art.2º da ICVM 358: “aquisição de valores mobiliários de emissão da companhia para permanência em tesouraria ou cancelamento, e alienação de valores mobiliários assim adquiridos”
2021	Resolução nº 44/2021	Dispõe sobre a divulgação de informações sobre ato ou fato relevante, a negociação de valores mobiliários na pendência de ato ou fato relevante não divulgado e a divulgação de informações sobre a negociação de valores mobiliários, e revoga as Instruções CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002, nº 369, de 11 de junho de 2002, e nº 449, de 15 de março de 2007.

Fonte: elaborado pela autora, 2021.

Conforme pode ser visto no quadro exposto, a temática do uso indevido de informação privilegiada não possui uma relevância meramente teórica. A CVM tem focado sistematicamente na fiscalização desta obrigação, que consta como uma das prioridades¹⁵⁸ do plano bienal (2021/2022) de supervisão baseada em risco desenvolvido pela autarquia.

Sendo uma prioridade, a autarquia promoveu a última alteração na temática em 2021, com a Resolução CVM nº 44/21¹⁵⁹, conforme mencionado, a qual trouxe importantes

¹⁵⁸ O Plano Bienal de Supervisão Baseada em Risco para 2021 e 2022 é um documento que define as prioridades regulatórias e de supervisão a serem observadas pela CVM no período de dois anos, bem como descreve os riscos identificados, os resultados alcançados com a execução do plano anterior e as análises e justificativas para a adoção das prioridades incluídas no Plano. A CVM destacou como os principais riscos priorizados: Mercado marginal; Informações relevantes não divulgadas ao mercado; (Risco CVM Nº 2 do Plano); Transações com partes relacionadas; e testes de *impairment* e avaliação de ativos. Apesar de não representar uma inovação no Plano de SBR 2021-2022, o *enforcement* relacionado à divulgação de informações terá enfoque, principalmente: na perda do controle de informações relevantes não divulgadas ao mercado; e em deficiências na atuação da B3 na autorregulação dos fundos de investimento imobiliários.

<https://www.gov.br/cvm/pt-br/acesso-a-informacao-cvm/acoes-e-programas/plano-de-supervisao-baseada-em-risco/2021-2022/plano-bienal-cvm-sbr-2021-2022>

¹⁵⁹ As mudanças ora propostas foram apresentadas ao mercado por meio da Audiência Pública 06/20. Segundo a própria CVM, em relação à versão que recebeu comentários do público, as principais mudanças foram: a) exclusão

inovações, em especial sobre a presunção de uso indevido de informações privilegiadas por pessoas que tenham ligação com a companhia¹⁶⁰.

As principais mudanças introduzidas pela nova Resolução envolvem presunções de acesso a informações privilegiadas e vedações autônomas à negociação de *insiders*, anteriormente à publicação e divulgação das informações contábeis das companhias. Entre as principais mudanças, pode-se observar a redação do art. 13 da Resolução que versa sobre a vedação ao uso indevido de informações privilegiadas: “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, mediante negociação de valores mobiliários”.

A proibição de que trata o *caput* do art. 13 da Resolução não se aplica a subscrições de novos valores mobiliários emitidos pela companhia, sem prejuízo da incidência das regras que dispõem sobre a divulgação de informações no contexto da emissão e oferta desses valores mobiliários (art. 13, § 4º).

Vale destacar que o art. 13, § 1º da Resolução prevê que a utilização de informação relevante ainda não divulgada é presumida em alguns casos¹⁶¹, a exemplo do inciso II:

dos membros de comitês técnicos e consultivos da previsão de presunção de acesso à informação privilegiada e da vedação autônoma à negociação de valores mobiliários; b) afastamento das presunções e vedações em relação a operações compromissadas; c) flexibilização de presunções e vedações em relação a determinadas negociações realizadas por instituições financeiras e pessoas jurídicas de seu grupo econômico, no curso normal de seus negócios; d) revisão de que negociações de fundos de investimento exclusivo são presumidas como decididas sob influência do cotista, passando a ser admitida a prova em contrário. Segundo Marcelo Barbosa, presidente da CVM no ano de 2021: “a mudança traz mais clareza e previsibilidade aos agentes de mercado. O alcance e a interpretação da norma passam a ser menos dependentes do conhecimento de um corpo de decisões proferidas em casos concretos ao longo do tempo e mais diretamente acessíveis a partir da leitura de seu conteúdo”.

¹⁶⁰ Modificando consideravelmente o texto do *caput* para “por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso” e não a lista contida na ICVM nº 358/02: “pela própria companhia aberta, pelos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, ou por quem quer que, em virtude de seu cargo, função ou posição na companhia aberta, sua controladora, suas controladas ou coligadas”

¹⁶¹ § 1º Para fins da caracterização do ilícito de que trata o *caput*, presume-se que:

I - a pessoa que negociou valores mobiliários dispondo de informação relevante ainda não divulgada fez uso de tal informação na referida negociação;

II - acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração e do conselho fiscal, e a própria companhia, em relação aos negócios com valores mobiliários de própria emissão, têm acesso a toda informação relevante ainda não divulgada;

III - as pessoas listadas no inciso II, bem como aqueles que tenham relação comercial, profissional ou de confiança com a companhia, ao terem tido acesso à informação relevante ainda não divulgada sabem que se trata de informação privilegiada;

IV - o administrador que se afasta da companhia dispondo de informação relevante e ainda não divulgada se vale de tal informação caso negocie valores mobiliários emitidos pela companhia no período de 3 (três) meses contados do seu desligamento;

V - são relevantes, a partir do momento em que iniciados estudos ou análises relativos à matéria, as informações acerca de operações de incorporação, cisão total ou parcial, fusão, transformação, ou qualquer forma de reorganização societária ou combinação de negócios, mudança no controle da companhia, inclusive por meio de celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas, decisão de promover o cancelamento de registro da companhia aberta ou mudança do ambiente ou segmento de negociação das ações de sua emissão; e

“acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração e do conselho fiscal, e a própria companhia, em relação aos negócios com valores mobiliários de própria emissão, têm acesso a toda informação relevante ainda não divulgada”

Dessa forma, é vedado a qualquer pessoa que obtiver informações as quais, de acordo com a Resolução, sejam consideradas relevantes (conforme definido no art. 13, § 1º, incisos V e VI) e ainda não divulgadas, sendo presumida essa utilização indevida nos casos previstos no art. 13, § 1º, incisos I a IV da Resolução¹⁶².

O ilícito de *insider trading* é considerado conduta grave, nos termos da ICVM nº 358/02 e na atual Resolução. Contudo, fato que chama atenção é de o parágrafo único do antigo artigo que assim o classificava, e afirmava o dever da CVM de comunicar ao Ministério Público a ocorrência dos eventos previstos na Instrução que constituam crime, ter sido retirado na Resolução¹⁶³, não havendo uma construção teórica lógica que justifique essa exclusão. Isso não significa dizer que a CVM não irá mais comunicar ao Ministério Público a ocorrência dos eventos previstos na Instrução que constituam crime, somente que na nova Resolução essa comunicação não é mais um dever.

Quando se fala sobre informação é sobre um fato encoberto por privilégio, confidencialidade e relevância. A caracterização de determinada informação como economicamente relevante está diretamente relacionada com o grau de influência que *pode* exercer sobre o comportamento dos agentes econômicos e a interferência nos processos decisórios neste domínio. Tais agentes, através do adequado processamento das informações

VI - são relevantes as informações acerca de pedido de recuperação judicial ou extrajudicial e de falência efetuados pela própria companhia, a partir do momento em que iniciados estudos ou análises relativos a tal pedido.

¹⁶² Nos termos do art. 13, § 3º da Resolução, as presunções do § 1º não se aplicam aos casos de aquisição, por meio de negociação privada, de ações que se encontrem em tesouraria, decorrente do exercício de opção de compra de acordo com plano de outorga de opção de compra de ações aprovado em assembleia geral, ou quando se tratar de outorga de ações à administradores, empregados ou prestadores de serviços como parte de remuneração previamente aprovada em assembleia geral (inciso I). Da mesma forma, também não se aplicam as presunções do § 1º do art. 13 às negociações de valores mobiliários de renda fixa, quando realizadas mediante operações com compromissos conjugados de recompra pelo vendedor e de revenda pelo comprador, para liquidação em data preestabelecida, anterior ou igual à do vencimento dos títulos objeto da operação, realizadas com rentabilidade ou parâmetros de remuneração predefinidos (inciso II). Ademais, de acordo com o § 2º do art. 13 da Resolução, as presunções previstas no § 1º são relativas e devem ser analisadas em conjunto com outros elementos que indiquem se o ilícito previsto no caput foi ou não, de fato, praticado (inciso I), e podem, se for o caso, ser utilizadas de forma combinada (inciso II). Além disso, a nova norma introduz, em caráter complementar, um período de vedação autônoma de 15 (quinze) dias em relação à negociação de valores mobiliários, por parte de acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração e do conselho fiscal, anteriormente à divulgação de informações contábeis trimestrais e demonstrações financeiras anuais (art. 14 da Resolução).

¹⁶³ Na antiga ICVM nº 358/02, a redação era: “Art. 18. Configura infração grave, para os fins previstos no § 3º do art. 11 da Lei nº 6.385/76, a transgressão às disposições desta Instrução. Parágrafo único. A CVM deverá comunicar ao Ministério Público a ocorrência dos eventos previstos nesta Instrução que constituam crime.” Na atual Resolução nº 44/22: “Art. 19. Considera-se infração grave, para os fins previstos no § 3º do art. 11 da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, a infração às disposições desta Resolução.”, sequer aparecendo a expressão “crime” ou “Ministério Público”.

que lhe estão dispostas, elencam preferências e racionalizam escolhas. Em contraposição, caso haja escassez informacional ou não seja possível o adequado processamento, os agentes de mercado ficam impossibilitados de maximizar de modo racional a utilização dos recursos à sua disposição¹⁶⁴.

Fato relevante pode ser definido como: “fato que possa exercer influência *significativa* nos preços dos valores mobiliários”, em países como Luxemburgo, Malásia, Malta, República Tcheca e Dinamarca. Como: “fato que possa exercer influência *material* nos preços dos valores mobiliários” na Albânia e na Áustria como “fato que possa exercer influência *considerável* nos preços dos valores mobiliários”; e “fato que possa, *provavelmente*, exercer influência significativa nos preços dos valores mobiliários”, em países como Alemanha e França¹⁶⁵.

No já citado Relatório *Insider Trading How Jurisdictions Regulate It. Part Two: The Implementation of Insider Trading Rules in The Legislation of Particular Jurisdiction* a IOSCO menciona as informações sobre como cada um dos 40 países estudados definem o que é fato relevante.

As informações sobre como cada um dos 40 países estudados definem o que é fato relevante podem ser visualizadas o quadro abaixo.

Quadro 2 - Mapeamento realizado pela IOSCO sobre o panorama legislativo sobre *insider trading* em 40 países, no ano de 2003

Países	Definição de qual informação pode ser considerada relevante	País	Definição de qual informação pode ser considerada relevante

¹⁶⁴ ARAUJO, Danilo Borges dos Santos Gomes de (Org.). **Regulação brasileira do mercado de capitais**. São Paulo: Saraiva, 2015.

¹⁶⁵ IOSCO, 2003.

Albânia	Fato que possa exercer influência material nos preços dos valores mobiliários.	Luxemburgo; Malásia; Malta; Bulgária; Paraguai; Peru; Polônia; República Tcheca; Dinamarca; Singapura; Eslováquia; Eslovênia; África do Sul; Espanha; Sri Lanka; Hungria; Finlândia; Taipé Chinesa; Indonésia; Jordânia; Reino Unido; Turquia; Estados Unidos da América; Lituânia; Vietnam	Fato que possa exercer influência significativa nos preços dos valores mobiliários
Áustria	Fato que possa exercer influência considerável nos preços dos valores mobiliários.	Noruega; Chipre; Croácia; Coreia; Letônia	Fato que possa exercer influência nos preços dos valores mobiliários
Tailândia	Fato que possa exercer influência, de maneira sensível, nos preços dos valores mobiliários	Hong Kong	Fato que possa afetar materialmente os preços dos valores mobiliários.
Portugal	Fato que possa exercer influência de maneira sensata , nas decisões sobre a fixação do preço de mercado dos valores mobiliários.	França; Alemanha; Itália	Fato que possa, provavelmente , exercer influência significativa nos preços dos valores mobiliários

Fonte: elaborado pela autora; com base no Relatório denominado: *Insider Trading How Jurisdictions Regulate It. Part Two: The Implementation of Insider Trading Rules in The Legislation of Particular Jurisdictions* (IOSCO, 2003).

Roberto Mcgee¹⁶⁶ afirma que a crítica mais forte levantada contra a legislação sobre informações privilegiadas dos EUA é que o termo “informação privilegiada”, abarcando com essa expressão o trinômio: privilégio, confidencial e relevante, não foi definido. Tendo como resultado da omissão, segundo o autor, tão somente um aumento de litígios, uma vez que os tribunais são deixados para formar sua própria definição de ilícito: “o uso de informações privilegiadas agora é oficialmente um crime, no entanto, ninguém sabe como definir o crime.”

O conceito jurídico de fato relevante para fins de divulgação está primeiramente esboçado no art. 157, § 4º da Lei nº 6404/76¹⁶⁷, nos seguintes termos: qualquer fato que “possa

¹⁶⁶ MCGEE, p. 17. 2005.

¹⁶⁷ §4º Os administradores da companhia aberta são obrigados a comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembleia-geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou fato relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores

influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia”. Assim, forçoso concluir que tanto a Lei das S.A., a Instrução CVM nº 358 e a Resolução nº 44/21 caracterizam como relevante todo fato que *possa* influenciar significativamente na cotação dos valores mobiliários ou na decisão dos investidores (titulares deles ou não) com relação a esses, e não da *efetiva* influência, que apenas poderá ser aferida posteriormente à divulgação da informação, casuisticamente¹⁶⁸.

A informação é economicamente relevante¹⁶⁹ considerando-se a influência que exerce sobre o comportamento e os processos decisórios dos agentes econômicos, que pode exercer conseguem, por meio do adequado processamento das informações disponíveis, elencar suas preferências e racionalizar suas escolhas.¹⁷⁰

Nessa procura por delimitações, o Regulamento (UE) n.º 596/2014¹⁷¹ merece especial menção pois frisa a necessidade do caráter preciso da informação, se pressupondo que, caso tornada pública, é idônea para influenciar de maneira sensível o preço desses instrumentos financeiros ou dos instrumentos financeiros derivados com eles relacionados. Esta capacidade de influenciar de forma sensível o preço deve ser avaliado *ex-ante*, apreciando o conteúdo da informação bem como o contexto em que está inserida.

Dada a dificuldade associada à identificação de um ato ou fato relevante, em decorrência da subjetividade inerente ao juízo exposto mencionado, a própria Resolução nº

do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia. No ordenamento societário, praticamente transcreveu-se o dever de lealdade (*standard of loyalty*) do direito norte-americano, que consiste na obrigação do administrador em servir a companhia com lealdade, representando uma norma de conduta que confirma o caráter fiduciário de sua função, e que proíbe ao administrador a satisfação, em primeiro lugar, de seus interesses pessoais. Livro da Viviane Muller instituições etc.

¹⁶⁸ Nesse sentido, o Colegiado da CVM decidiu: “Tanto a Lei nº 6.404/76 quanto a Instrução nº 358/02 apresentam conceitos gerais (standards) a serem utilizados pela administração da companhia aberta para, frente a um fato concreto, definir se está diante de um fato relevante. Sobre esses textos normativos, é importante perceber que eles consideram relevante um fato que ‘pode’ influenciar. Não se exige, portanto, a efetiva influência, basta que tenha “força suficiente” para influenciar. Dado que a decisão de publicar o fato relevante se dá, geralmente, antes que ele seja de conhecimento do público, na maioria das vezes, o administrador deve fazer juízo de valor sobre a probabilidade de que ele impacte a decisão de negociar valores mobiliários emitidos pela companhia, sem, no entanto, pode confirmar, antes da divulgação, se o fato realmente influenciará a decisão dos investidores. É, por isso, que a análise é sobre a “potência” de impacto e não sobre o real impacto” (Processo Administrativo Sancionador CVM RJ nº 2006/4776, Rel. Diretor Pedro Marcílio de Sousa, julgado em 17 de janeiro de 2007)

¹⁶⁹ 7 O mais tradicional modelo de precificação de ativos de capital, denominado Capital Asset Pricing Model (CAPM), não obstante sua complexidade matemática, é fundamentado na premissa de que as únicas projeções relevantes para a determinação do preço de um determinado valor mobiliário são aqueles concernentes ao risco sistêmico (ou não diversificável, ou seja, aquele que não pode ser mitigado pela diversificação do portfólio de valores mobiliários) e à expectativa de retornos, assumindo que os investidores devidamente informados teriam sempre projeções homogêneas a esse respeito (Cf. GILSON, Ronald J.; KRAAKMAN, Reinier H. Op. cit. p. 563).

¹⁷⁰ Pitta, p.45

¹⁷¹ Diretiva MAD, a Diretiva 2014/57/EU, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de Abril de 2014, relativa Às sanções penais aplicáveis ao abuso de mercado. A par desta Diretiva, foi ainda adotado o Regulamento (UE) n.º 596/2014. Cf. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014R0596&from=FR#:~:text=A%20divulga%C3%A7%C3%A3o%20ao%20p%C3%BAlico%20da%20informa%C3%A7%C3%A3o%20privilegiada%20assim%20que%20poss%C3%ADvel.>

44/21 (e anteriormente a ICVM nº 358/02) apresenta um rol exemplificativo¹⁷² de atos ou fatos *potencialmente*¹⁷³ relevantes que, por óbvio, não exaure as espécies de um ato ou fato relevante, servindo principalmente de parâmetro para o juízo a ser feito pela administração acerca da informação.

A Resolução não exige que a informação seja definitiva ou fruto de atos, fatos, ou negócios já concluídos para que ela possa ser qualificada como relevante e, portanto, sujeita à obrigação de divulgação, podendo ser imperiosa, em alguns casos, a divulgação de fatos relevantes sobre eventos ou negócios em andamento¹⁷⁴.

¹⁷² “Parágrafo único. Observada a definição do *caput*, são exemplos de ato ou fato potencialmente relevante, dentre outros, os seguintes: I - assinatura de acordo ou contrato de transferência do controle acionário da companhia, ainda que sob condição suspensiva ou resolutiva; II - mudança no controle da companhia, inclusive através de celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas; III - celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas em que a companhia seja parte ou interveniente, ou que tenha sido averbado no livro próprio da companhia; IV - ingresso ou saída de sócio que mantenha, com a companhia, contrato ou colaboração operacional, financeira, tecnológica ou administrativa; V - autorização para negociação dos valores mobiliários de emissão da companhia em qualquer mercado, nacional ou estrangeiro; VI - decisão de promover o cancelamento de registro da companhia aberta; VII - incorporação, fusão ou cisão envolvendo a companhia ou empresas ligadas; VIII - transformação ou dissolução da companhia; IX - mudança na composição do patrimônio da companhia; X - mudança de critérios contábeis; XI - renegociação de dívidas; XII - aprovação de plano de outorga de opção de compra de ações; XIII - alteração nos direitos e vantagens dos valores mobiliários emitidos pela companhia; XIV - desdobramento ou grupamento de ações ou atribuição de bonificação; XV - aquisição de valores mobiliários de emissão da companhia para permanência em tesouraria ou cancelamento, e alienação de valores mobiliários assim adquiridos; XVI - lucro ou prejuízo da companhia e a atribuição de proventos em dinheiro; XVII - celebração ou extinção de contrato, ou o insucesso na sua realização, quando a expectativa de concretização for de conhecimento público; XVIII - aprovação, alteração ou desistência de projeto ou atraso em sua implantação; XIX - início, retomada ou paralisação da fabricação ou comercialização de produto ou da prestação de serviço; XX - descoberta, mudança ou desenvolvimento de tecnologia ou de recursos da companhia; XXI - modificação de projeções divulgadas pela companhia; XXII - pedido de recuperação judicial ou extrajudicial, requerimento de falência ou propositura de ação judicial, de procedimento administrativo ou arbitral que possa vir a afetar a situação econômico financeira da companhia”.

CVM. Comissão de valores mobiliários. **Instrução nº 358 de 03 de janeiro de 2002**. Dispõe sobre a divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas, disciplina a divulgação de informações na negociação de valores mobiliários e na aquisição de lote significativo de ações de emissão de companhia aberta, estabelece vedações e condições para a negociação de ações de companhia aberta na pendência de fato relevante não divulgado ao mercado. Brasília: Presidente da Comissão da CVM, 2002. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/300/inst358.pdf>. Acesso em: 20 maio 2020.

¹⁷³ Potencialmente pois as informações previstas no parágrafo único do art.2º presumem-se relevantes, contudo, faz-se necessário examiná-las casuisticamente, pois a depender do caso em análise elas podem somente ter o potencial se relevância, não a efetiva relevância.

¹⁷⁴ Nesse sentido, o Colegiado da CVM decidiu: “Não se exige que a informação seja definitiva ou esteja formalizada para que se considere um fato como relevante e, portanto, sujeito ao dever de divulgação. Basta que a informação não seja meramente especulativa, mera intenção não baseada em fatos concretos. Informações sobre atos bilaterais (contratos, reestruturações societárias, etc.) podem ser divulgáveis, independentemente de consenso entre as partes, desde que uma delas já tenha tomado a decisão de realizar o negócio, fazer uma oferta de compra ou tenha a intenção de prosseguir uma negociação ou concluir uma negociação em andamento” (Processo Administrativo Sancionador CVM RJ nº 2006/5928, Rel. Diretor Pedro Marcílio de Sousa, julgado em 17 de abril de 2007).

Sampaio Campos¹⁷⁵ afirma que se tem por fatos relevantes não só aqueles produzidos pela companhia, mas também aqueles que mesmo não sendo produzidos pela companhia possam, de alguma forma, ter impactos relevantes sobre a companhia e seus negócios ou seus valores mobiliários. Nesse sentido, fatos podem ser relevantes independentemente de sua natureza (operacionais, patrimoniais, financeiros ou societários) e mesmo que não tenham impacto direto ou potencial relevantes sobre a operação, o patrimônio, as finanças da companhia ou os direitos dos acionistas.

Isso porque um determinado fato pode fornecer elementos sobre a capacidade dos administradores (e, conseqüentemente, o rumo de longo prazo da companhia e a maneira com que os negócios sociais serão tratados no longo prazo) ou, ainda, pode demonstrar a forma de tratamento pela administração da companhia de cada uma das classes interessadas e, com isso, alterar o valor relativo entre os tipos e espécies de valores mobiliários (a relação de preços entre as ações e os valores mobiliários de renda fixa, por exemplo, ou entre as ações ordinárias e as preferenciais) ou mesmo quanto ao valor absoluto do valor mobiliário (maior interesse em ajudar a comunidade ou compartilhar lucros com os empregados pode resultar em diminuição dos lucros distribuíveis aos acionistas e, com isso, prejudicar o valor das ações).

Dessa forma, uma informação não deixará de ser relevante se a companhia dividir a sua implementação, sua divulgação ou sua análise em várias etapas, que, isoladamente, não sejam relevantes¹⁷⁶.

Para R. Gilson e R. Kraakman¹⁷⁷, a omissão de nova informação por determinado investidor, além de aumentar a quantidade total de informações existentes sobre um valor mobiliário, pode também alterar as informações já detidas pelo referido investidor, na medida em que altera o cenário em que se realizou sua estimativa sobre os ganhos futuros advindos de sua titularidade. Ou seja, a omissão de uma informação histórica relevante pode afetar a estimativa de preço de um determinado valor mobiliário de modo direto, por seu efeito próprio, ou indireto, alterando o panorama informacional com base na qual várias das projeções voltadas ao futuro estão baseadas.

¹⁷⁵ SAMPAIO CAMPOS, Luiz Antonio de. Conselho de administração e diretoria. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luís (Org.). Direito das companhias. Rio de Janeiro: Forense, 2009. v. 1

¹⁷⁶ CVM RJ. Processo Administrativo Sancionador CVM RJ nº 2006/4776, Rel. Diretor Pedro Marcílio de Sousa, julgado em 17 de janeiro de 2007

¹⁷⁷ GILSON, Ronald J.; KRAAKMAN, Reinier H. The mechanisms of market efficiency. **Va. L. Rev.**, v. 70., 1984.. p. 562

A CVM já indicou¹⁷⁸ possuir entendimento de que a norma não exige para configuração do fato relevante que (i) este potencial se materialize ou (ii) seja constatado um prejuízo economicamente mensurável. O impacto efetivo poderá não se verificar na prática e, muitas vezes, por razões externas à própria companhia. O que se exige é que a informação relevante esteja baseada em um fato “concreto” e não em meras especulações¹⁷⁹.

Em um estudo multimétodo realizado por Matias e Santos¹⁸⁰, pode se observar uma preponderância, mesmo que mínima, das categorias de reestruturação de dívidas (10%), reorganização societária (7.50%), compra de ações (7.5%), venda de ações (5%), e aquisição de controle acionário (5%), quando dentro de cinco grandes grupos de fatos potencialmente relevantes os quais normalmente são objeto de julgamento em PAS: (1º) operações societárias, incluindo reorganizações societárias e aquisição de controle; (2º) contratos relevantes em geral; (3º) empréstimos e renegociações de dívidas; (4º) divulgação de projeções empresariais; e (5º) processos judiciais, incluindo pedidos de falência e recuperação judicial e extrajudicial; nas informações com mais vazamentos.

Nesse tom, a informação deve ser disponibilizada tão logo mereça esse nome, isto é, desde que se trate não de mero projeto inicial e desconexo, mas se tenha traduzido em objetivo concreto da administração ou do controlador. O juízo do administrador é o mais sábio para atestar o momento em que se passa do campo da mera expectativa para o da possibilidade real sobre a efetivação de um negócio, de uma perda ou de um lucro, e a eventual incerteza quanto à concretização final do evento não deve afastar o dever de informar, desde que, naturalmente, seja feita a ressalva quanto àquela incerteza¹⁸¹.

No artigo 27-D da Lei nº 6385/76, incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001¹⁸², devidamente alterado pela Lei nº 13.506, de 2017, a expressão “relevante” também pode ser verificada quando da capitulação do crime: art. 27-D: “Utilizar informação relevante de que tenha conhecimento, ainda não divulgada ao mercado, que seja capaz de propiciar, para si ou

¹⁷⁸ Nesse sentido, ver: (i) Ofício-Circular/CVM/SEP nº 01/2013; (ii) IA 2/99; (iii) PAS RJ2006/5928; (iv) PAS RJ2008/5752; (v) PAS RJ2008/8976; (vi) PAS RJ2008/12216; (vii) PAS RJ16/09; (viii) PAS RJ2010/1582; (ix) PAS RJ2011/14514; (x) PAS 2012/3168; e (xi) PAS RJ2012/14871.

¹⁷⁹ Especulativo é todo fato que não passa de uma conjectura (seria especulativo, por exemplo, se essa mesma companhia apenas pudesse a ter a intenção de fazer uma oferta, depois de realizar estudos ainda não iniciados, que indiquem a aquisição como oportuna). Cf. ANÁLISE DA JURISPRUDÊNCIA DA CVM SOBRE O DEVER DE DIVULGAÇÃO DE FATOS RELEVANTES. Felipe Tavares Boechem

¹⁸⁰ Estudo empírico sobre o perfil dos condenados por insider trading pela comissão de valores mobiliários - CVM. Há o efeito educativo das decisões?

¹⁸¹ Marcelo Trindade no âmbito do PAS 22/99

¹⁸² Na primeira redação: Art. 27-D. Utilizar informação relevante ainda não divulgada ao mercado, de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo, capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiro, com valores mobiliários.

para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiros, de valores mobiliários”¹⁸³.

O administrador, como parte do processo de avaliação da relevância de um fato, analisar suas características qualitativas e quantitativas, ponderando as mesmas dentro da conjuntura em que a respectiva companhia está inserida. Sendo a análise qualitativa relacionada à mensuração do impacto que o fato poderá causar à companhia, o grau de dificuldade desta avaliação dependerá das circunstâncias do caso concreto, e a análise qualitativa às informações que os investidores podem extrair do respectivo fato¹⁸⁴.

Assim, mesmo que não gerem um potencial impacto relevante sobre a situação operacional, patrimonial ou financeira da companhia, um fato poderá ser considerado relevante se os investidores dele puderem extrair elementos significativos para sua decisão de investimento. Nesse sentido, a análise também deve ser conjuntural, ou seja, o administrador deve avaliar as características de um fato e ponderá-las de acordo com a conjuntura em que a respectiva companhia esteja inserida¹⁸⁵.

Neste azo, conforme pontua Felipe Tavares Boechem, as normas que regem esta matéria utilizam uma série de conceitos abertos, as quais suscitam diversas dúvidas quanto à sua aplicação: “este fato é relevante ou não para a companhia? O que é interesse legítimo da companhia? Esta oscilação é típica ou não¹⁸⁶?”

As respostas para as questões não são óbvias e envolvem análises casuísticas com certo grau de subjetividade, especialmente quando recortadas para a esfera penal. O presente tópico não pretende esgotar as discussões sobre as possíveis definições de fato relevante, mas somente teorizar o que será esclarecido, de modo empírico, nos capítulos que se seguem.

¹⁸³ 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. § 1º Incorre na mesma pena quem repassa informação sigilosa relativa a fato relevante a que tenha tido acesso em razão de cargo ou posição que ocupe em emissor de valores mobiliários ou em razão de relação comercial, profissional ou de confiança com o emissor. (Incluído pela Lei nº 13.506, de 2017). § 2º A pena é aumentada em 1/3 (um terço) se o agente comete o crime previsto no caput deste artigo valendo-se de informação relevante de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo. (Incluído pela Lei nº 13.506, de 2017).

¹⁸⁴ Especulativo é todo fato que não passa de uma conjectura. Seria especulativo, por exemplo, se essa mesma companhia apenas pudesse a ter a intenção de fazer uma oferta, depois de realizar estudos ainda não iniciados, que indiquem a aquisição como oportuna. Cf. BOECHEM, Felipe Tavares; RIOS, Alexandre Carvalho Pinto. Análise da jurisprudência da CVM sobre o dever de divulgação de fatores relevantes. 2014. **Revista de Direito Empresarial**. vol. 5/2014. p. 123 – 151. Set – Out. 2014 DTR/2014/17783.

¹⁸⁵ BOECHEM, Felipe Tavares; RIOS, Alexandre Carvalho Pinto. Análise da jurisprudência da CVM sobre o dever de divulgação de fatores relevantes. 2014. **Revista de Direito Empresarial**. vol. 5/2014. p. 123 – 151. Set – Out. 2014 DTR/2014/17783.

¹⁸⁶ Sobre o tema das oscilações típicas, o capítulo 3 trará

2.5 O crime *insider trading*: especificações sobre o artigo 27-D da Lei nº 6385/76

O tipo a ser estudado pode ser dividido em 6 “tempos” (1) Utilizar (2) informação relevante de que (3) tenha conhecimento, (4) ainda não divulgada ao mercado, que (5) seja capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, (6) mediante negociação, em nome próprio ou de terceiros, de valores mobiliários. A plural divisão traz consigo uma série de indagações, a exemplo do momento consumativo do crime, os sujeitos ativos, o bem jurídico, a competência para julgamento do delito, o princípio da taxatividade, e se a natureza da expressão “fato relevante” seria em branco ou um tipo penal aberto.

O presente tópico não pretende exaurir ou apresentar um panorama geral sobre as discussões de cada uma das temáticas contidas no tipo¹⁸⁷, mas, sim, ser o arcabouço teórico preparatório para os estudos de casos múltiplos a ser verificado no capítulo 3.

Silva Sánchez afirma que a orientação do direito penal para a proteção de contextos cada vez mais genéricos da fruição de bens jurídicos clássicos, como são, por exemplo, o meio ambiente e a ordem econômica, são vetores de expansão do direito penal nas sociedades pós industriais, marcadas pela excepcional dinâmica dos fenômenos econômicos e pelos riscos decorrentes do extraordinário avanço tecnológico¹⁸⁸. Nesse contexto, tentar esboçar uma delimitação sobre bem jurídico em crimes econômicos é sempre delicado. Mas embora não haja unanimidade sobre o bem jurídico protegido pelo artigo em questão, havendo quem mencione que se protege o próprio funcionamento do mercado em si¹⁸⁹, a confiabilidade¹⁹⁰ de seus

¹⁸⁷ Até porque não é objeto do trabalho estudar, de maneira detalhada, o tipo penal. Mas realizar um estudo empírico multimétodo sobre as definições de fato relevante na esfera judiciária.

¹⁸⁸ Silva Sánchez. A expansão do direito penal: aspectos político-criminais nas sociedades pós-industriais

¹⁸⁹ BAJO FERNÁNDEZ, M. *Uso de información privilegiada*. In: CERESO MIR, J.; SUÁREZ MONTES, R. F.; BERISTAIN IPIÑA, A.; ROMEO CASABONA, C. M. (Eds.). *El nuevo código penal: presupuestos y fundamentos: libro homenaje al Profesor Doctor Don Ángel Torío López*. Granada: Comares, p. 637-650, 1999, p.643. Em igual posição: LEITE FILHO, José. Notas ao crime de uso indevido de informação privilegiada: art. 27-D da Lei 6.385/76. *Revista brasileira de ciências criminais*, São Paulo, v. 60, p. 78-117, mai./jun. 2006, p. 99. AVOLIO, Luiz Francisco Torquato. A criminalização do *insider trading* no Brasil e seu contributo para o direito penal econômico. *Revista dos tribunais*, São Paulo, v. 850, p. 441-461, agosto de 2006, p. 456. PAULA, Áureo Natal de. Crimes contra o sistema financeiro nacional e o mercado de capitais. Curitiba: Juruá, 2006, p. 27. De fato, “consideram-se tutelados de forma mais evidente, individual ou conjuntamente, a igualdade entre os investidores, a confiança destes no mercado de valores mobiliários, o seu patrimônio, os pressupostos de um mercado eficiente, ou ainda, a função negocial da informação e a justa distribuição do risco dos negócios”. AMARAL, Nuno Peixoto do. *Insider trading* ao serviço do terrorismo. In: COSTA, José de Faria; SILVA, Marco Antonio Marques da (coord.). *Direito penal especial, processo penal e direitos fundamentais: visão lusobrasileira*. São Paulo: Quartier Latin, 2006, p. 1050-1084, p. 1064-1065).

¹⁹⁰ Para Proença: “A previsão do delito em questão, pois, visa garantir confiabilidade ao mercado de valores, possibilitando o seu desenvolvimento e procurando atrair para esse tipo de mercado os agentes econômicos “que dele se afastariam, caso soubessem dos riscos de serem prejudicados pelas práticas, se deixadas impunes, dos poucos e privilegiados detentores de informações confidenciais das empresas”. PROENÇA, J. M. M. *Insider Trading: regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p.45.

mecanismos¹⁹¹, a sua credibilidade¹⁹², transparência do mercado e a concorrência em condições de igualdade a sua estabilidade¹⁹³, a segurança das operações realizadas¹⁹⁴, e, ainda, as condições que permitam a efetivação da ordem econômica consagrada constitucionalmente¹⁹⁵; há unicidade nos discursos para afirmar que se constitui um bem jurídico transindividual¹⁹⁶⁻¹⁹⁷ e não uma justaposição de interesses individuais¹⁹⁸.

Para fins de tomada de posição, a pesquisa tem como mais acertada, e até mesmo mais objetiva, a posição de Cavalli¹⁹⁹, a qual afirma ser o bem jurídico a “livre concorrência dos investidores no mercado de capitais. A negociação com base em informações privilegiadas permite ao seu detentor, em suma, concorrer em condições desleais com os demais participantes do mercado.” Assim, a proteção penal da capacidade de funcionamento do mercado não se sustenta apenas como conceito de eficiência do Estado de bem-estar social, mas também compreende o papel econômico global do mercado de capitais. Certo é que o *insider trading* mina a confiança no mercado, mas o direito penal não pode se prestar a tutelar a confiança – critério altamente subjetivo²⁰⁰ – de cada um dos investidores.

¹⁹¹ O crime de abuso de informação privilegiada, Alberto H. Gonzalez Herrera, Professor de Direito Penal, Universidade do Panamá.

¹⁹² TÓRTIMA, J. C. Crimes contra o sistema financeiro nacional: uma contribuição ao estudo da Lei n. 7.492/86. 2. ed. Rio de Janeiro: Lúmen Juris, 2002. De modo semelhante, tem-se: APRIGLIANO, Ricardo de Carvalho. Jurisprudência comentada: “*insider trading*”. Revista de direito mercantil industrial, econômico e financeiro, São Paulo, v. 109, p. 172-82, jan./mar. 1998, p. 177-178; FERRANDIS CIPRIÁN, Daniel; MARTÍNEZ GARAY, Lucía. *Tratamiento penal del abuso de información privilegiada en el mercado financiero. Estudios penales y criminológicos*. Santiago de Compostela, v. 23, p. 99-173, 2001/2002, p. 151

¹⁹³ El delito de abuso de información privilegiada Judit Garcia Sanz.

¹⁹⁴ SERRANO GÓMEZ, A. Derecho penal: parte especial. 4. ed. Madrid: Dykinson, 1999, p.467

¹⁹⁵ HORTA, Frederico. **Elementos normativos das leis penais e conteúdo intelectual do dolo**: Da natureza do error sobre o dever extrapenal em branco. Marcial Pons Brazil, 2018.

¹⁹⁶ Afasta-se o patrimônio do investidor como bem jurídico principal protegido pela presente incriminação, pois pode ocorrer, ocasionalmente, que o investidor não venha a sofrer prejuízo algum, quando, o agente utiliza-se de informação privilegiada para atuar no mercado de valores mobiliários primário – posto que ora não se tem a figura do investidor na outra ponta da negociação. SEMINARA, S. *Insider trading e diritto penale*. Milano: Giuffrè, 1989, p. 20

¹⁹⁷ Rodrigo de Grandis pontua que o delito de insider trading se encontra dentre aqueles que protegem mais de uma espécie de bem jurídico, isto é, trata-se de típico delito pluriofensivo: “o resguardo de um bem jurídico de perfil supraindividual, no ponto evidenciado pela confiança e, principalmente, pelo dever de transparência e de informação plena no mercado de capitais, o qual, a toda evidência, não pertence à pessoa ou a pessoas determinadas e que está relacionado ao correto, regular e eficiente funcionamento de um sistema com conformação constitucional, qual seja, a ordem econômica e o sistema financeiro nacional. DE GRANDIS, Rodrigo. Aspectos penais do uso de informação privilegiada (insider trading) no direito brasileiro. In VILARDI, Celso Sanchez; BRESSER PEREIRA, Flávia Rahal; DIAS NETO, Theonmiro (Coordenadores). **Direito Penal Econômico**. Crimes financeiros e correlatos. São Paulo: Saraiva, 2011, p.168

¹⁹⁸ A proteção ao interesse dos investidores *latu sensu*, uma vez que eventuais perdas experimentadas pela prática desse tipo penal afetariam, essencialmente, os próprios usuários do mercado de capitais representa uma interpretação funcionalista desse crime, adotando uma perspectiva exclusivamente patrimonial, devendo ser rechaçada. MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, C. Derecho penal económico. Valencia: Tirant lo blanch, 2002, p. 115.

¹⁹⁹ CAVALI, Marcelo Costenaro. *Op.Cit.*, 2018.p.154-158

²⁰⁰ CAVALI assim arremata o pensamento: Confiar é verbo transitivo: quem confia deposita sua confiança em algo ou alguém. Se os investidores confiam que os demais participantes do mercado não possuem informações privilegiadas, sua confiança está depositada justamente na existência de livre concorrência no mercado. Não se

Talvez a mais simples²⁰¹ das controvérsias seja a respeito da tipificação criminosa do *insider trading*, a qual refere-se à sua caracterização como crime formal,

Luiz Francisco Torquato Avolio²⁰² menciona que não se trata o *insider trading*, assim como o crime de estelionato, de crime material – que somente se consuma com a obtenção de vantagem ilícita, em prejuízo alheio – e, sim, de crime formal, consistente na simples utilização da informação relevante, capaz de propiciar, para si ou para outrem vantagem indevida²⁰³.

justifica, pois, ao invés de se tutelar diretamente o objeto da confiança, deslocar-se a proteção penal para um bem tão subjetivo como é a própria confiança. Livro de *insider*, p. 2013

²⁰¹ Mesmo que se use o adjetivo “simples”, a posição não é unânime. Nelson Eizirik afirma que o delito é material “de forma que o momento consumativo é o da realização do resultado, a vantagem indevida obtida coma utilização da informação privilegiada. A norma penal, a propósito, é expressa no sentido de exigir que a informação seja capaz de propiciar vantagem indevida mediante negociação com valores mobiliários; não há como se caracterizar a “vantagem indevida” sem a realização do resultado” Cf. EIZIRIK, Nelson; B. GAAL, Ariadna; PARENTE, Flavia; DE FREITAS FENRIQUES, Marcus. **Mercado de capitais: regime jurídico**. 2.ed. revisada e atualizada. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p.547. Castellar segue o mesmo raciocínio: Trata-se de delito material, pois o resultado dependerá da vantagem que o agente venha a perceber com a negociação da informação relevante no mercado. (...) somente estará configurado o delito descrito no artigo 27-D do CP se o agente efetivamente obtiver a vantagem indevida (ou deixar de obtê-la por circunstância alheia a sua vontade) (...) Cf. CASTELLAR, José Carlos. **Insider Trading e os novos crimes corporativos. (uso indevido de informação privilegiada, manipulação de Mercado e exercício irregular de cargo, profissão, atividade ou função)**. Rio de Janeiro: Editora Lumen Juris, 2008, p. 119.

²⁰² AVOLIO, Luiz Francisco Torquato. A criminalização do *insider trading* no Brasil e seu contributo para o direito penal econômico. **Revista dos tribunais**, São Paulo, v. 850, p. 441-461, agosto de 2006, p. 456.

²⁰³ Diferentemente, pois, do tipo espanhol, que no art. 285 CP estabelece a necessidade de obter um benefício econômico de 500.000 (quinhentos mil) euros. Esta referência é configurada como elemento diferenciador entre a infração penal administrativa. 1. *Quien de forma directa o indirecta o por persona interpuesta realizare actos de adquisición, transmisión o cesión de un instrumento financiero, o de cancelación o modificación de una orden relativa a un instrumento financiero, utilizando información privilegiada a la que hubiera tenido acceso reservado en los términos del apartado 4, o recomendare a un tercero el uso de dicha información privilegiada para alguno de esos actos, será castigado con la pena de prisión de seis meses a seis años, multa de dos a cinco años, o del tanto al triplo del beneficio obtenido o favorecido o de los perjuicios evitados si la cantidad resultante fuese más elevada, e inhabilitación especial para el ejercicio de la profesión o actividad de dos a cinco años, siempre que concurra alguna de las siguientes circunstancias: a) que, como consecuencia de su conducta obtuviera, para sí o para tercero, un beneficio superior a quinientos mil euros o causara un perjuicio de idéntica cantidad; b) que el valor de los instrumentos financieros empleados fuera superior a dos millones de euros; c) que se causara un grave impacto en la integridad del mercado. 2. Se impondrá la pena en su mitad superior si concurriera alguna de las siguientes circunstancias: Que el sujeto se dedique de forma habitual a las anteriores prácticas de operaciones con información privilegiada. Que el beneficio obtenido, la pérdida evitada o el perjuicio causado sea de notoria importancia. 3. Las penas previstas en este artículo se impondrán, en sus respectivos casos, en su mitad superior si el responsable del hecho fuera trabajador o empleado de una empresa de servicios de inversión, entidad de crédito, autoridad supervisora o reguladora, o entidades rectoras de mercados regulados o centros de negociación. 4. A los efectos de este artículo, se entiende que tiene acceso reservado a la información privilegiada quien sea miembro de los órganos de administración, gestión o supervisión del emisor o del participante del mercado de derechos de emisión, quien participe en el capital del emisor o del participante del mercado de derechos de emisión, quien la conozca con ocasión del ejercicio de su actividad profesional o empresarial, o en el desempeño de sus funciones, y quien la obtenga a través de una actividad delictiva. 5. Las penas previstas en este artículo se rebajarán en un grado cuando el responsable del hecho, sin tener acceso reservado a la información privilegiada, la obtenga de cualquier modo distinto de los previstos en el apartado anterior y la utilice conociendo que se trata de información privilegiada.*

Fausto Martin De Sanctis²⁰⁴ se filia a essa posição levando em conta que o tipo é explícito em dizer: “seja *capaz* de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida”, e não que propicie vantagem, assim, o resultado vantagem indevida não é indispensável para a sua consumação, bastando que o sujeito ativo pratique a conduta, ou seja, utilize a informação obtida, de maneira dolosa. Para o autor, esse entendimento é seguido pela própria racionalidade do mercado, onde os resultados não costumam ser alcançados de forma imediata, mas sim, dada uma evolução da conjuntura econômica prolongada.

Buompadre²⁰⁵ afirma que o tipo não se debruça ou se dedica para o lucro ou finalidade econômica. A preposição “para” (auferir) utilizada pelo legislador para caracterizar subjetivamente a conduta, converte o crime em tipo penal de tendência finalista: o agente deve buscar, com o uso abusivo de informação privilegiada, benefício - para si ou para terceiro - que se traduza na negociação, listagem, compra, venda ou liquidação de valores mobiliários²⁰⁶.

A ação de “*insider trading*” decorre da “utilização” ou “divulgação” indevida de informação privilegiada, obtida por relação privilegiada relativa a valores mobiliários registrados na CVM e negociados em mercado organizado. Desse modo, a ação penal exige a conduta desleal do sujeito ativo, de tipo doloso, pois conhecedor de todos os elementos os quais compõem o tipo objetivo, que se complementa com o elemento subjetivo do injusto: portanto, em benefício próprio ou de terceiros, ele usa ou divulga informações privilegiadas²⁰⁷. Considera-se que os verbos são eminentemente ativos, de maneira que o legislador não quis acomodar sua comissão por omissão²⁰⁸.

É, ainda, um crime de pura atividade, de perigo hipotético, que se consome com o uso ou fornecimento de informações privilegiadas. É um tipo misto alternativo no qual a

²⁰⁴ MARTIN DE SANCTIS. **Punibilidade no sistema financeiro nacional**. Tipos penais que tutelam o sistema financeiro nacional. Campinas/SP: Millenium, 2003, p. 109-110

²⁰⁵ O raciocínio do autor é aplicado, inicialmente, ao tipo argentino. Mas pode ser perfeitamente aplicado ao tipo penal brasileiro, tendo em vista sua similitude. BUOMPADRE, Jorge Eduardo. *Algunas Reflexiones Sobre El Delito De Abuso De Información Privilegiada En La Reciente Reforma Penal Argentina*.

²⁰⁶ Embora seja verdade que o tipo penal não contém expressamente um elemento subjetivo específico que se identifique com o lucro ou com uma finalidade econômica concreta, o agente deve ao menos perseguir com o uso abusivo de informação privilegiada, um lucro potencial. Assim, mesmo que o lucro não seja auferido, sua conduta deve denotar que ele desejasse auferir o lucro, o que só poderá ser analisado no caso concreto. Exemplo que pode ser verificado no capítulo 3, quando da análise do Caso 5.

²⁰⁷ BUOMPADRE, Jorge Eduardo: "Algunas reflexões sobre o crime de abuso de informação privilegiada na recente reforma penal argentina. Ideias presentes em todo o texto.

²⁰⁸ BUOMPADRE, Jorge Eduardo. *Algunas Reflexiones Sobre El Delito De Abuso De Información Privilegiada En La Reciente Reforma Penal Argentina*.

concorrência de qualquer uma das ações típicas é apta a produzir a consumação do crime. A tentativa não parece admissível²⁰⁹.

Seguindo a classificação de países estrangeiros mencionadas tópicos exposto, a nova redação do artigo 27-D da Lei nº 6385/76, devidamente alterado pela Lei nº 13.506/2017, afastou a condição especial até então exigida ao sujeito ativo, não mais exigindo o dever de guardar sigilo quanto à informação reservada, para a caracterização da conduta o círculo de sujeitos ativos atinente à incriminação tornando o delito comum. Anteriormente a punição estava restrita aos denominados “agentes primários”.

Na atual redação, segundo Thiago Bottino e Luís Roberto Cordeiro Guerra²¹⁰ “o dever de sigilo deixou de ser um elemento do tipo, possibilitando a responsabilização de qualquer pessoa que utilize informação privilegiada para negociar indevidamente no mercado de capitais”.

Não obstante, manteve-se punição mais gravosa para o sujeito que possuam dever fiduciário como forma de especial de aumento de pena, levando-se em consideração a relação triangular composta da relação especial que une o agente com a entidade empresarial.

Deste modo, atualmente se pune na esfera criminal²¹¹ o agente que saiba, ou não devesse desconhecer, a natureza privilegiada da informação. Englobando o *insider* primário, o *insider* secundário, também conhecidos como *tipees* ou *insider* externo.

A alteração seguiu o Regulamento (UE) N.º 596/2014²¹² relativo ao abuso de mercado, no último parágrafo do n.º 4 do artigo 8º: “O presente artigo aplica-se igualmente a qualquer pessoa que disponha de informação privilegiada em circunstâncias distintas das especificadas no primeiro parágrafo e quando essa pessoa saiba ou deva saber que se trata de informação privilegiada.”; estando a regulamentação do Brasil, em sintonia com a dos grandes mercados internacionais.

Acerca da controvérsia da competência para julgamento do delito de *insider trading*, a solução não veio tão somente por força do inciso IV²¹³, do artigo 109 da Constituição

²⁰⁹ BUOMPADRE, Jorge Eduardo. *Algunas Reflexiones Sobre El Delito De Abuso De Información Privilegiada En La Reciente Reforma Penal Argentina*.

²¹⁰ GUERRA, Luis; BOTTINO, Thiago. O crime de uso indevido de informação privilegiada (insider trading): a persistente dificuldade probatória do delito após a edição da Lei 13.506, de 2017. **Revista da Procuradoria-Geral do Banco Central**, v. 13, n. 1, p. 135-150, 2019.

²¹¹ Igualmente à esfera administrativa, no âmbito da CVM.

²¹² Regulamento (UE) nº 596/2014 do parlamento europeu e do conselho de 16 de abril de 2014 relativo ao abuso de mercado (regulamento abuso de mercado) e que revoga a Diretiva 2003/6/CE do Parlamento Europeu e do Conselho e as Diretivas 2003/124/CE, 2003/125/CE e 2004/72/CE da Comissão

²¹³ Art. 109. Aos juízes federais compete processar e julgar: IV - os crimes políticos e as infrações penais praticadas em detrimento de bens, serviços ou interesse da União ou de suas entidades autárquicas ou empresas públicas, excluídas as contravenções e ressalvada a competência da Justiça Militar e da Justiça Eleitoral

Federal. Foi a partir de extensa discussão doutrinária²¹⁴ e jurisprudencial²¹⁵ que a posição pontuada por Rodrigo de Grandis²¹⁶ de que o crime prejudicaria interesses multifacetados, sendo vários os ofendidos e não somente o Estado, violando direta e frontalmente os serviços de fiscalização e de regulamentação, bem como o notório interesse da autarquia federal da CVM em assegurar um mercado de valores mobiliários hígido, saudável, íntegro e eficiente, de modo a ensejar a incidência da regra de competência da Justiça Federal prevista no art. 109, IV, da Constituição da República, restou aceita.

O Recurso Extraordinário n° 502.915-8/SP²¹⁷, de relatoria do então Ministro Sepúlveda Pertence, afirmou que não estaria convencido de que “o art. 109, VI, da Constituição, não esgota a disciplina quanto à competência da Justiça Federal relativamente aos crimes contra o sistema financeiro e a ordem econômico-financeira”.

Pois o inciso, em verdade, ampliaria a competência da Justiça Federal, “a partir das peculiaridades de determinadas condutas lesivas ao sistema financeiro nacional e à ordem econômico-financeira”, recomendando-se que fossem “apreciadas pela Justiça Federal, mesmo que não abrangidas pelo art. 109, IV, da Constituição”²¹⁸.

Acerca da classificação de norma penal em branco, inicialmente se formulou a hipótese de ser o tipo assim classificado, na esteira de Machado²¹⁹, Lage e da Silva²²⁰ e Vieira²²¹. Contudo, após o término dos estudos de casos múltiplos, a hipótese foi refutada,

²¹⁴ Em visão diametralmente oposta, De Sanctis e Áureo Natal de Paula entendem não haver que se falar em atração da competência da Justiça Federal, nos termos do inciso VI, do artigo 109, da Constituição Federal, quando do silêncio do legislador ordinário. O crime de *insider trading* seria um crime tipicamente do sistema financeiro, de forma que incumbia ao legislador determinar expressamente a competência para seu julgamento. Uma vez que o delito não trata, no entender dos autores, de infração penal praticada contra bens, serviços ou interesse de entidade autárquica da União. Cf. MARTIN DE SANCTIS. Punibilidade no sistema financeiro nacional. Tipos penais que tutela o sistema financeiro nacional. Campinas/SP: Millenium, 2003, p. 119; e DE PAULA, Áureo Natal. Crimes contra o sistema financeiro nacional e o Mercado de capitais. Comentários à Lei 10.303/01 à Lei 6.385/76. Doutrina e Jurisprudência. Curitiba: Juruá, 2006, p. 35.

²¹⁵ Presentes em todos os casos até a fixação da tese em sede de Recurso Extraordinário n° 502.915-8/SP.

²¹⁶ DE GRANDIS, Rodrigo. Aspectos penais do uso de informação privilegiada (*insider trading*) no direito brasileiro. In VILARDI, Celso Sanchez; BRESSER PEREIRA, Flávia Rahal; DIAS NETO, Theonmiro (Coordenadores). **Direito Penal Econômico**. Crimes financeiros e correlatos. São Paulo: Saraiva, 2011, p.168

²¹⁷ BRASIL. Supremo Tribunal Federal. Recurso Extraordinário n° 502.915-8/SP, Primeira Turma, Min. Rel. Sepúlveda Pertence, julgado em 13/02/2007, DJE n° 81 de 27/04/2007. Disponível em <http://redir.stf.jus.br/paginadorpub/paginador.jsp?docTP=AC&docID=444800>. Acesso em 26.mai.2022

²¹⁸ BRASIL. Supremo Tribunal Federal. Recurso Extraordinário n° 502.915-8/SP, Primeira Turma, Min. Rel. Sepúlveda Pertence, julgado em 13/02/2007, DJE n° 81 de 27/04/2007. Disponível em <http://redir.stf.jus.br/paginadorpub/paginador.jsp?docTP=AC&docID=444800>. Acesso em 26.mai.2022

²¹⁹ DA SILVA MACHADO, Lunas. O *insider trading* ou uso indevido de informação privilegiada no mercado de capitais no contexto do direito penal econômico brasileiro. **Olhar criminológico (oc)**, p. 118.

²²⁰ DA SILVA, Cristian Kiefer; LAGE, Telder Andrade. *Insider trading*: uma realidade à luz do direito brasileiro e a responsabilidade civil e criminal do *insider*. **Revista Brasileira de Direito Empresarial**, v. 3, n. 2, p. 40-59, 2017.

²²¹ Informação relevante e o crime de *insider trading*: limites para interpretação do tipo penal. Disponível em: <http://www.ibccrim.org.br/noticias/exibir/6512/>

percebendo-se, que, na norma penal em branco o complemento do tipo penal é realizado por outra norma, quer seja uma lei, quer um ato administrativo, ainda de forma abstrata e genérica. Diferentemente, no tipo aberto a integração da norma é trabalho do aplicador do Direito, diante do caso concreto²²², sendo justamente este o caso do crime de uso de informação privilegiada. Desse modo, adiantando-se a posição, mas prezando-se pelo rigor metodológico, essa diferenciação será apresentada somente no capítulo 3.

Para Gonzalo García Palominos²²³, um ponto crucial nos discursos criminais dos delitos econômicos, refere-se à tendência de administrativização do direito penal, com a idealização das áreas de proteção, neste caso da bolsa de valores como objeto de proteção criminal, somado à falta de clareza quanto ao modelo de proteção e sistema regulatório, o que resulta em num possível problema de legitimidade das regras sobre abuso de informação privilegiada e em problemas de coerência na sua aplicação.

Nas palavras de Helena Regina Lobo Costa²²⁴, o fenômeno da administrativização do direito penal já foi amplamente diagnosticado pela doutrina. Para a autora, “sua principal característica consiste no excesso de complementações a que fica sujeito o ilícito penal. Assim, para compreender a tipicidade — e muitas vezes, também a ilicitude de conduta - é necessário recorrer a regulamentos, portarias e resoluções”.

A administrativização²²⁵, assim chamada porque “se trata de uma seara na qual o direito penal incide sobre áreas já intensamente *reguladas* por outros ramos do direito”, por

²²² OLIVEIRA, João Guilherme Silva Marcondes de. **Do caráter aberto dos tipos penais**: revisão de uma dicotomia. 2010. Dissertação de Mestrado em Direito. Universidade de São Paulo. Ideia de todo o texto.

²²³ Modelo de proteção em normas administrativas e penais que regulam o abuso de Informação Privilegiada na legislação chilena. Gonzalo García Palominos,

²²⁴ Continua a autora: “ao se aumentarem os espaços de sobreposição das instâncias, acolhendo-se a previsão de sanções administrativas e penais mais graves, passa-se a notar, cada vez mais claramente, a existência de reação estatal excessiva. Além disso, a aproximação dos sistemas faz com que suas ostentando finalidades tão semelhantes que não se pode mais distinguir traços exclusivos de uma ou de outra. Em nossa doutrina e, especialmente, em nossa jurisprudência prevalece ainda o paradigma de “independência entre as instâncias”, que além de não apresentar fundamentação científica convincente, gera diversos resultados paradoxais. Além disso, constrói um modelo que pouco se coaduna com a ideia de unidade da ordem jurídica, como um sistema jurídico estruturado e dotado de racionalidade interna. O ordenamento jurídico não pode ser tido como um conjunto desconexo de normas jurídicas, submetidas somente ao princípio da hierarquia. Evidentemente, afirmar que o ordenamento jurídico constitui unidade não significa dizer que ele é uniforme e trabalha todas as questões da mesma forma, com a mesma metodologia e alcançando resultados”. COSTA, Helena Regina Lobo da. Direito penal econômico e direito administrativo sancionador: *ne bis in idem* como medida de política sancionadora integrada. Tese de livre docência. 2013.

²²⁵ Arnaldo Malheiros Filho e Andrea Cristina Zanetti tratando sobre a temática do caráter subsidiário do Direito Penal, reafirmam o seu caráter fragmentário, de incidência apenas sobre frações da desordem social que justifiquem sua intervenção. E seguem: Sendo subsidiário e fragmentado, logo se vê que o Direito Penal é extremamente limitado? Por isso, quando se exclui a incidência de norma penal sobre determinado fato, não se está a declarar que ele é lícito, justo, socialmente útil ou moralmente elogiável: o fato pode ser o oposto disso tudo e, ainda assim, estranho ao Direito Penal. É muito importante ressaltar essa afirmação, para que não se confunda descriminalização com legitimação da conduta. Na conhecida representação gráfica da **responsabilidade jurídica em círculos concêntricos**, o penal é o mais central deles, o de menor raio; assim, qualquer fato que se situe dentro

vezes associa-se à uma *regulação* “muito mais complexa, flexível e dinâmica do que o direito penal”²²⁶. Tornando a tarefa criminal, já delicada em essência, um verdadeiro problema de legalidade, associado ao enfretamento do “princípio da independência das instâncias”²²⁷.

Cavalli²²⁸ traz uma classificação acerca da acessoriedade administrativa do direito penal assertiva: (a) quando a lei penal se vale de conceitos pré-existentes e pré-empregados no direito administrativo, trata-se de acessoriedade conceitual; (b) quando a lei penal fixa como “pressuposto de incidência a infringência a normas administrativas de caráter normativo geral”, a exemplo da Lei de Drogas, classifica-se como acessoriedade ao ato administrativo geral e, (c) quando na lei penal não há a remissão a conceito ou a um ato administrativo de alcance geral, mas a um ato administrativo de caráter concreto, tem-se a acessoriedade ao ato administrativo individual²²⁹.

No caso do crime de *insider trading*, o autor afirma que há a combinação da acessoriedade conceitual quando se menciona “valores mobiliários” e há ato administrativo geral, pois, haveria a remissão, mesmo que implícita, à Resolução CVM nº44/2021 ao aludir a “informação relevante”, posição com a qual se concorda, desde que não se leve para uma conclusão de ser a norma uma penal em branco, conforme mencionado alhures e avante.

Essas questões inspiram a discussão acerca das delimitações criminais, em todos os casos já existentes no país quando da simples constatação de que em 20 anos há somente 1 (um)

dele estará também, ipso facto, dentro de todos os demais, **porém um fato pode estar fora dele, mas sujeito à incidência da responsabilidade que é própria aos demais (administrativa, civil etc.)**. Essa distinção assume grande importância no Direito Penal Econômico na medida em que, em setores de grande regulação e fiscalização - como as relações tributárias e a operação de instituições financeiras -, punições administrativas poderiam resolver problemas (carência de subsidiariedade) gerados por condutas que não chegam a agredir o bem jurídico (carência de ofensividade) de maneira mais eficaz do que o faria o Direito Penal (carência de idoneidade) sem, de modo algum, legitimar à conduta que desmerece repressão criminal. Cf. MALHEIROS FILHO, Arnaldo. Direito penal econômico e delitos de mero capricho. In: ZANETTI, ANDREA CRISTINA et al. **ANÁLISE CONTEMPORÂNEA-SÉRIE GVLAW**. Saraiva Educação SA, 2009. pp.62-104, p.70

²²⁶ COSTA, Helena Regina Lobo da. Direito penal econômico e direito administrativo sancionador: *ne bis in idem* como medida de política sancionadora integrada. Tese de livre docência. 2013.

²²⁷ Este trabalho não pretende enfrentar a questão a fundo, posto que transborda o objeto, mas não pode deixar de mencioná-la, tanto para situar o problema que se dispõe a examinar, como para ressaltar que os esforços de superação do princípio. Para aprofundamento sobre a temática, conferir: CARNELÓS, Guilherme Ziliani. “**A independência das instâncias**”: investigação sobre origem e critérios de aplicação na esfera penal. 2021. Dissertação de Mestrado em Direito. Fundação Getúlio Vargas.

²²⁸ CAVALI, Marcelo Costenaro. **Insider trading**: repressão administrativa e penal do uso indevido de informação privilegiada. 1ª ed. Rio de Janeiro: Quartier Latin, 2022, p.280-282

²²⁹ As regras administrativas que disciplinam o mercado de capitais desenham o risco permitido nessa seara. Se, em sua atuação no mercado, o agente obedecer às regras de negociação estabelecidas pelo autorregulador e pelo regulador, deixando de infringir qualquer norma administrativa, não terá criado risco proibido ao bem jurídico protegido pela norma penal. Assim, se, por um lado, nem todas as condutas que caracterizem a infração administrativa de [manipulação do mercado] poderão subsumir-se à hipótese de incidência do tipo penal, qualquer conduta penalmente típica terá de preencher, igualmente, os elementos de alguma das figuras ilícitas administrativas. O trecho em destaque fala especificamente sobre manipulação, contudo, plenamente aplicável para o uso de informação privilegiada. Cavalli, tese de doutorado, p.282

caso com trânsito em julgado. Pois pode apontar, com maior probabilidade, que o fenômeno da seletividade do sistema penal está ocorrendo nessa matéria, ou, no mínimo, que o sistema penal não tem sido capaz de detectar, identificar, investigar, processar e julgar esses fatos. Desta forma, é necessário indagar, 21 anos após a entrada em vigor da Lei nº 10.303/2001: quais os critérios para definir fato relevante que o Judiciário criminal brasileiro utilizou, nos anos de 2001-2021, para receber denúncia e reconhecer por sentença a conduta de *insider trading*.

A presente pesquisa propõe-se, portanto, a investigar essas questões, fundando-se no percurso metodológico o qual passa a ser apresentado.

3 PERCURSOS METODOLÓGICOS MISTOS PARA A COLETA, ANÁLISE E INTERPRETAÇÃO DO CONCEITO DE FATO RELEVANTE NO ILÍCITO DE *INSIDER TRADING*

“*In God we trust; all the others must bring data*”²³⁰.

A ciência é um processo cujos dados não são *dados*. Ou seja, não caem do céu, prontos e perfeitos para quem os consome²³¹. Em oposto, são o resultado de longos processos de construção os quais envolvem várias decisões metodológicas²³². E o capítulo que ora se apresenta trata exatamente de decisões e escolhas dos procedimentos usados na tentativa de compreender as significações de fato relevante no contexto do ilícito *insider trading*, nas esferas administrativa e penal.

As explicações sobre método são necessárias pois, apesar da importância da pesquisa de campo como meio hábil para se testar hipóteses, contrastar crenças e fazer avançar o conhecimento, verifica-se que, na área do Direito, as pesquisas costumam limitar-se²³³, apenas, à pesquisa bibliográfica²³⁴.

²³⁰ Atribuído popularmente ao estatístico William Edwards Deming.

²³¹ MONTEIRO, Joana. CABALLERO, Bárbara. Crime e Violência. SHIKIDA, Claudio D. MONASTERIO, Leonardo. NERY, Pedro Fernando. (Ed.) **Guia brasileiro de análise de dados: armadilhas & soluções**. Brasília: Enap, 2021. Disponível em: <https://repositorio.enap.gov.br/handle/1/6039>. Acesso em 02 de fev. 2021.

²³² Nesse sentido, esclarece-se a diferença entre método e metodologia: “um conjunto de várias técnicas ou etapas ou processos forma o “caminho a ser trilhado”, denomina-se como método, ao passo que a metodologia “significa organização racional da investigação, e estaria relacionada à lógica interna da investigação, aos passos e aos meios pelos quais o caminho seria percorrido na construção do conhecimento”. Cf. FINELLI, Lilia Carvalho. Construção e desconstrução da lei: a arena legislativa e o trabalho escravo. 2016. AND MAGALHÃES, Solange Martins Oliveira; SOUZA, Ruth Catarina Cerqueira R. de. A Questão do Método e da Metodologia: uma análise da produção acadêmica sobre professores (as) da Região Centro-Oeste/Brasil. **Educação & Realidade**, v. 37, n. 2, p. 669-693, 2012.

²³³ Refuta-se, desde logo, uma possível – e desnecessária – defesa da existente, mas embrionária, pesquisa empírica jurídica. É de amplo conhecimento os trabalhos, ora citados somente como exemplos: NUNES, Marcelo Guedes. **Jurimetria aplicada ao direito societário**: Um estudo estatístico da dissolução de sociedade no Brasil. 2012. Tese de Doutorado. Pontifícia Universidade Católica de São Paulo; Núcleo de Estudos sobre o Crime e a Penal. Pesquisa em debate: a aplicação da lei de crimes contra o sistema financeiro pelos tribunais brasileiros. Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas (DIREITO GV). Cadernos DIREITO GV; 2010, v. 7, n. 1; pesquisa empírica jurídica: EPSTEIN, Lee; KING, Gary. Pesquisa empírica em direito [livro eletrônico]. **São Paulo: Direito GV**, 2013; ANDRADE, Mariana Dionísio de; ROSA, Beatriz de Castro; PINTO, Eduardo Régis Girão de Castro. *Legal tech: analytics*, inteligência artificial e as novas perspectivas para a prática da advocacia privada. **Revista Direito GV**, v. 16, 2020; DE ANDRADE, Mariana Dionísio. A utilização do sistema R-studio e da jurimetria como ferramentas complementares à pesquisa jurídica. **Revista Quaestio Iuris**, v. 11, n. 2, p. 680-692, 2018. E, no próprio Programa de Pós-graduação da Universidade Federal do Ceará há bons exemplos em pesquisa empírica, citando-se o trabalho ARAÚJO, Geórgia Oliveira. Entre autos e vidas: um estudo de casos e processos criminais de feminicídio na Comarca de Fortaleza entre 2015 e 2019 e os limites do sistema protetivo à violência letal de gênero. 2021.

²³⁴ BEDÊ, Fayga Silveira; DE SOUSA, Robson Sabino. Por que a área do direito não tem cultura de pesquisa de campo no Brasil? *Revista Brasileira de Políticas Públicas*, v. 8, n. 1, p. 781-796, 2018.

Anos de repetição sobre métodos ditos como “deontológicos, analíticos, descritivos e avaliativos”, mas sem critérios minimamente explicativos e replicáveis²³⁵, mostram o lento²³⁶ caminhar²³⁷ do Direito quando inserido no contexto acadêmico²³⁸.

Posner²³⁹ já afirmava que o Direito desconfia da inovação, das rupturas, das ‘mudanças de paradigma’, bem como da energia e do ímpeto dos jovens, e “essas atitudes arraigadas são obstáculos para aqueles que gostariam de direcionar o direito para caminhos mais científicos, econômicos e pragmáticos.”

Por outro lado, quando o jurista se encontra em discussões metodológicas, um dos temas de maior centralidade na produção sobre metodologia recai sobre os limites e

²³⁵ Em um estudo envolvendo 241 artigos encontrados nas revistas de Direito, Sandra Maciel Lima e outros pesquisadores encontraram os seguintes resultados, os quais são demasiadamente preocupantes: 37% não indicam o objetivo no resumo; 61% dos artigos não explicitam o método e/ou a técnica usados para desenvolver a pesquisa; e, por fim, 61% não explicitam os resultados e/ou conclusões. Cf. MACIEL-LIMA, Sandra et al. A pesquisa jurídica em questão: um estudo de revisão sistemática. **Revista de Estudos Empíricos em Direito**, v. 8, p. 1-26, 2021.

²³⁶ Nádia de Araújo narra que o início da pesquisa jurídica científica no País veio na experiência do CEPED, no Rio de Janeiro, com a exportação por parte de órgãos americanos, de um amplo programa de “Direito e Desenvolvimento”, inspirado no francês, de titulação a partir de determinados exames, como a livre docência e o exame para a cátedra. Desta forma, a carreira universitária tinha um sistema de titulação que determinava a sua estrutura. Somente no final dos anos sessenta foi reestruturada a pós-graduação no Brasil, trazendo então, através do CEPED, um modelo à la americana, procurando mudar o enfoque didático, introduzindo o sistema de estudo de casos, com material previamente selecionado, o qual impactou, de maneira profunda, toda a pesquisa jurídica no país. Cf. ARAÚJO, Nádia de. Formação do jurista pesquisador: pressupostos e requisitos, técnicas de pesquisa e ensino na pós-graduação. *Direito, Estado e Sociedade*, n. 14. Rio de Janeiro: PUC-Rio, 1999.

²³⁷ Pedro Demo afirma que o próprio docente não produz conhecimento, não por culpa, mas por defeito original de formação; e a baixa incidência da pesquisa de campo constitui um importante obstáculo ao amadurecimento da pesquisa jurídica no Brasil, observando-se a apropriação, pela Academia, de uma lógica inerente ao ambiente forense, transmutando-se a pesquisa jurídica numa espécie de “pesquisa-advocatória”, pela qual uma parcela da pesquisa jurídica estaria tão contaminada pelo viés de confirmação, que os pesquisadores evitariam ir a campo para não incorrerem no risco de se defrontarem com resultados capazes de frustrar as suas expectativas e preferências ideológicas. Os autores afirmam que há, ainda, um problema ulterior: a disseminação de um modelo de ensino jurídico pouco afeito ao debate, ao questionamento e à crítica, o qual forjaria um ambiente acadêmico fortemente impactado pela mera reprodução de argumentos de autoridade, em detrimento do espírito crítico, autônomo e investigativo que está na base de uma autêntica pesquisa de campo. Em vez de cumprir o seu papel de *locus* do debate e da crítica teórica em relação a práxis jurídica, a Academia tem funcionado muitas vezes como um espaço de mera reprodução técnica dos vieses que são inerentes à prática advocatória. Com efeito, pesquisas ditas “advocatórias” são estudos maculados a priori por um forte viés de confirmação, nos quais todos os argumentos convergem para um único fim: comprovar a validade da hipótese preferida do pesquisador. Cf. DEMO, Pedro. **Avaliação sob o olhar propedêutico**. Campinas: Papirus, 1996. p. 9-10; e Cf. BEDÊ, Fayga Silveira; DE SOUSA, Robson Sabino. Por que a área do direito não tem cultura de pesquisa de campo no Brasil? *Revista Brasileira de Políticas Públicas*, v. 8, n. 1, p. 781-796, 2018.

²³⁸ Marcos Nobre afirma pontua sobre a pesquisa em Direito, quando comparada à área das ciências humanas, encontrar-se em situação de “atraso relativo”, tendo como motivo a combinação de dois fatores fundamentais: o isolamento em relação a outras disciplinas das ciências humanas e uma peculiar confusão entre prática profissional e pesquisa acadêmica. O autor, afirma, ainda, que enquanto outros campos científicos já se encontravam em franca expansão e inserção qualitativa nas décadas de 60 e 70, o Direito ainda começa a trilhar esse caminho, conforme narrado na nota de rodapé 247. Cf. NOBRE, Marcos. Apontamentos sobre a pesquisa em Direito no Brasil. *Novos Estudos Cebrap*. São Paulo. jul. 2003. p. 145-154.

²³⁹ POSNER, Richard. **Fronteiras da Teoria do Direito**. Tradução de Evandro Ferreira e Silva, Jefferson Luiz Camargo, Paulo Salles e Pedro Sette-Câmara. São Paulo: Martins Fontes, 2011. p. 167

possibilidades relativos à conexão entre os métodos quantitativos e qualitativos²⁴⁰. Contudo, não se trata de considerar estes desenhos como antagônicos ou como oposições, como se fazia no passado, mas de pensar mais frutiferamente sobre as condições epistemológicas que tornam possível a integração ou a diferenciação entre as duas tradições.

Assim, nas palavras de Mariana Dionísio²⁴¹, os desenhos de pesquisa para investigações na área jurídica devem comportar elementos empíricos e suporte quantitativo, sem preconceitos metodológicos de qualquer ordem; e, mais do que simplesmente combinar técnicas de coleta de dados, utilizando a triangulação²⁴² de métodos²⁴³, há uma expectativa de reunir elementos da pesquisa qualitativa e da quantitativa, fazendo surgir²⁴⁴ os métodos mistos, considerados como uma terceira via a partir da rejeição à dicotomia entre as abordagens qualitativa e quantitativa²⁴⁵.

Além da dicotomia entre as abordagens, certo é que existem questões complexas as quais podem não ser prontamente respondidas por métodos qualitativos, ou apenas abordagens quantitativas, sendo necessária a admissão de diferentes estratégias de pesquisa que, combinadas, possibilitam a formulação de inferências válidas. Trata-se do uso de uma variedade de métodos e técnicas em uma única peça de pesquisa, que é útil para aumentar a compreensão sobre o problema inicialmente proposto²⁴⁶.

Sendo exatamente essa a lógica proposta no presente trabalho: utilizar da metodologia multimétodo para atingir uma compreensão de fato relevante no contexto do ilícito

²⁴⁰ DA CUNHA REZENDE, Flávio. A "nova metodologia qualitativa" e as condições essenciais de demarcação entre desenhos de pesquisa na ciência política comparada. **Revista Política Hoje**, v. 20, n. 1, 2011.

²⁴¹ DE ANDRADE, Mariana Dionísio; DE CASTRO REMÍGIO, Rodrigo Ferraz. A desnecessária separação entre abordagem qualitativa ou quantitativa para a pesquisa jurídica: repensando as vantagens do pluralismo metodológico para a pesquisa em Direito Processual Civil. **Revista Eletrônica de Direito Processual**, v. 20, n. 1, 2019.

²⁴² Ou seja, de percursos de investigação diferenciados, com objetivos distintos e pressupostos epistemológicos diversos. A triangulação entre os métodos refere-se ao uso de mais de um método para coletar dados em um único estudo. Dada às circunstâncias, o pesquisador provavelmente utilizará uma ou outra triangulação metodológica como método para verificar a credibilidade dos dados coletados. Cf. MOREIRA, Herivelto. Critérios e estratégias para garantir o rigor na pesquisa qualitativa. **Revista Brasileira de Ensino de Ciência e Tecnologia**, v. 11, n. 1, p. 405-424, 2018.

²⁴³ MORSE, J.M. *Principles of mixed methods and multimethod research design*. In A. Tashakkori & C. Teddlie (Eds.), **Handbook of mixed methods in social and behavioral research**, Thousand Oaks, CA: Sage, 2003.

²⁴⁴ As pesquisas de métodos mistos aumentando 17% em meados da década de 1990 a 30% no início de 2000 publicação do *Journal of Mixed Methods Research* como uma interdisciplinaridade internacional jornal, permitindo que comunidades de pesquisa individuais em diferentes países aprendam, e por sua vez, contribui para o rápido desenvolvimento da base de conhecimento de métodos mistos. Cf. O'CATHAIN, Alicia. *Mixed methods research in the health sciences: A quiet revolution*. **Journal of Mixed Methods Research**, v. 3, n. 1, p. 3-6, 2009.

²⁴⁵ CAMPBELL, D.; FISKE, D. *Convergent and discriminant validation by the multitrait-multimethod matrix*. *Psychological Bulletin*, [S.l.], v.56, n.2, p. 81-105, 1958.

²⁴⁶ DE ANDRADE, Mariana Dionísio; DE CASTRO REMÍGIO, Rodrigo Ferraz. A desnecessária separação entre abordagem qualitativa ou quantitativa para a pesquisa jurídica: repensando as vantagens do pluralismo metodológico para a pesquisa em Direito Processual Civil. **Revista Eletrônica de Direito Processual**, v. 20, n. 1, 2019.

de *insider trading*. Para tanto, aplicar-se-á²⁴⁷: 1) revisão integrativa de literatura; 2) metodologia de análise de decisões (MAD); 3) análise de conteúdo, auxiliada pela utilização do *software* livre *Iramuteq* (*Interface de R pour les Analyses Multidimensionnelles de Textes et de Questionnaires*); e 4) estudos múltiplos (de casos), usado especificamente nas ações penais.

Para apresentar cada uma das metodologias ora expostas e, efetivamente utilizá-las na construção do texto, em primeiro lugar, serão retomadas as perguntas de pesquisa. Em seguida, as hipóteses, objetivos e relevância do tema. Após, visualiza-se o caminho da revisão integrativa de literatura. Segue-se apresentando o passo a passo realizado para a formulação da matriz conceitual que serviu de base para a MAD. Por fim, apresentam-se os procedimentos de coleta e de análise dos dados coletados nos estudos múltiplos de dados e as limitações do presente estudo múltimétodo.

3.1 Problema de pesquisa²⁴⁸:

Para formular um problema científico precisa-se levar em conta algumas regras práticas: (a) o problema deve ser formulado por meio de pergunta; (b) o problema deve ser claro e preciso; (c) o problema deve ser empírico²⁴⁹; (d) o problema deve ser suscetível de solução; e (e) o problema deve ser delimitado a uma divisão viável²⁵⁰.

Quivy e Campenhoudt²⁵¹ afirmam que uma boa pergunta deve apresentar as seguintes qualidades: (a) qualidade de clareza – precisão no modo de elaborar a questão; (b) qualidade de exequibilidade – caráter realista do trabalho; (c) qualidade de pertinência: não deve ser moralizadora, nem fazer julgamentos.

Há também dois requisitos que boas perguntas de pesquisa exigem: elas contribuem ao conhecimento existente e possuem alguma importância para o mundo real, não necessariamente sendo uma pergunta única, podendo ser duas perguntas que guardem conexões e cujas respostas sejam complementares. Admitindo-se que um problema com pretensões

²⁴⁷ Os porquês das escolhas serão apresentados em cada subtópico. De igual, o passo a passo de cada uma.

²⁴⁸ Em arremate ao inicialmente relatado, cada tópico do trabalho, quando do presente capítulo de método, explicará sobre o que é cada requisito da pesquisa, para somente depois se mencionar sobre o que *trata* a pesquisa em específico.

²⁴⁹ Empírico, no sentido ora utilizado, é para denotar a possibilidade de perspectiva exploratória do trabalho.

²⁵⁰ GIL, Antônio Carlos. Metodologia da pesquisa. **São Paulo: Atlas**, 2002, p.26.

²⁵¹ QUIVY, R. & CAMPENHOUDT, L.V. (2008) Manual de investigação em ciências sociais. 5.ed. Portugal: Gradiva

científicas é um problema que demanda um método para “resolvê-lo”²⁵², sem a utilização de variações²⁵³ que podem comprometer o entendimento do/a leitor/a.

O problema de pesquisa pode ser concebido, ainda, como um diálogo entre teoria e dados. Formula-se a teoria, analisam-se os dados e há a testagem, em uma reformulação da teoria à luz das evidências empíricas, direcionando os testes à reformulação da teoria a partir dos dados²⁵⁴.

Levando em consideração as construções teóricas expostas, a investigação parte do seguinte problema de pesquisa: quais os critérios para definir fato relevante que o Judiciário criminal brasileiro utilizou, nos anos de 2001-2021, para receber denúncia, reconhecer por sentença e analisar recursos, em crime de *insider trading*?²⁵⁵

Ao propor como objeto de estudo a definição de fato relevante no ilícito de *insider trading*, dois fatos preliminares foram levados em consideração para a definição das perguntas de partida e das escolhas metodológicas: a inexistência de um banco de dados único e acessível contendo informações sobre todos os crimes de *insider trading* no âmbito temporal delimitado e a necessidade de trabalhar com documentos de diferentes fontes para conseguir identificar, mapear e caracterizar as significações de fato relevante. Por esta razão, para que se respondesse ao questionamento condutor, o qual repousa na esfera criminal, foi necessária uma análise anterior realizada no âmbito administrativo na Comissão de Valores Mobiliários, no mesmo recorte temporal e analisando-se tão somente o ilícito de *insider trading*²⁵⁶.

²⁵² EPSTEIN, Lee; KING, Gary. **Pesquisa empírica em direito**: as regras de inferência. 2014.

²⁵³ Por exemplo, apresentar o problema de pesquisa de formas distintas ao longo do texto.

²⁵⁴ ANDRADE, Mariana Dionísio de. **As determinantes da sobrevivência política**: uma análise sobre a duração dos secretários estaduais entre 1990 e 2016. 2018. Tese de Doutorado. Programa de Pós-graduação em Ciência Política da Universidade Federal de Pernambuco (UFPE)

²⁵⁵ Como todo e qualquer processo investigativo, o problema de pesquisa passou por diversos aprimoramentos. A delimitação de recebimento de denúncia, sentença e recursos é devido ao banco de dados ter, na maioria dos casos, abarcar os dois momentos processuais e ter processos que somente se teve acesso ao recurso, mas que replicava a sentença. O intuito inicialmente era acompanhar todos os processos em sua integralidade, abarcando o trânsito em julgado. Contudo, nem se pode obter cópia integral dos processos para verificar se houve trânsito em julgado, tampouco há casos com trânsito em julgado além do CASO 1, conforme será explorado posteriormente.

²⁵⁶ Escusando-se as temáticas diversas, as mesmas dificuldades acompanharam o trabalho já citado de ARAÚJO, Geórgia Oliveira. Entre autos e vidas: um estudo de casos e processos criminais de feminicídio na Comarca de Fortaleza entre 2015 e 2019 e os limites do sistema protetivo à violência letal de gênero. 2021. Havendo, no presente parágrafo, citação indireta ao trabalho.

3.2 Objetivos da pesquisa e hipóteses

Conforme formulações de Mariana Dionísio²⁵⁷, na pesquisa científica, é necessário definir objetivos que indiquem a meta, o que o estudo pretende atingir. Assim, quanto mais claros os objetivos, mais direcionada tende a ser a pesquisa, inclusive no que se refere à escolha dos métodos a serem utilizados.

O objetivo geral a ser atingido neste estudo é a identificação dos critérios delimitadores de fato relevante na esfera criminal; e os específicos são: a) explicar o conceito de mercado, suas características, a sistemática e o papel informacional; b) apresentar o estado da arte da legislação repressiva ao uso de informação privilegiada e os argumentos aptos para tanto utilizando dados teóricos e secundários, a exemplo dos relatórios IOSCO; c) apresentar o conceito de fato relevante no âmbito administrativo por meio da Metodologia de Análise de Decisões; d) apresentar o conceito de fato relevante e identificar sua aplicação no âmbito criminal, a partir de estudos múltiplos; e e) apresentar propostas melhoria a partir dos problemas identificados.

Problemática, conceitos, objetivos e hipóteses são indissociáveis. A hipótese é uma precisão de uma relação de conceitos logicamente articulados entre si por relações presumidas. Uma hipótese, é uma proposição provisória, uma pressuposição que deve ser verificada. Daí a utilidade de conjugar vários conceitos e hipóteses para cobrir os diversos aspectos do problema.

Ora, as hipóteses são apresentadas como a antecipação, uma espécie de resposta provisória à pergunta de partida da investigação. Para conhecer o valor desta resposta é necessário confrontá-la com dados de observação e, sob a perspectiva empírica ora utilizada, na experimentação, na submissão e confrontação aos dados²⁵⁸.

As hipóteses são úteis para expressar as ideias que se deseja testar, projetar o experimento e, junto ao problema de pesquisa, refinar a escolha do método. Para a dissertação, consideram-se as seguintes hipóteses:

(H1), no contexto criminal, o critério estabelecido pela CVM na Instrução 358/02 e na Resolução nº 44/21, ‘possa influir de modo ponderável’; não é suficiente para definir fato relevante;

²⁵⁷ ANDRADE, Mariana Dionísio de. **As determinantes da sobrevivência política: uma análise sobre a duração dos secretários estaduais entre 1990 e 2016**. 2018. Tese de Doutorado. Programa de Pós-graduação em Ciência Política da Universidade Federal de Pernambuco (UFPE)

²⁵⁸ Quivy, R. & Campenhoudt, L.V. Manual de investigação em ciências sociais. 5.ed. Portugal: Gradiva, 2008, p. 136-139.

(H2) No contexto criminal, há pouco ou nenhum espaço para delimitação de critérios de relevância do fato por parte do Judiciário;

(H3) A estrutura jurídica do crime do 27-D da Lei nº 6.385/1976 é de lei penal em branco, portanto, cabe à CVM a elaboração de diretrizes concretas sobre qual seria o parâmetro de informação com “relevância” apta a influir de modo ponderável.

3.3 Relevância do tema, do estudo multimétodo em Direito e ineditismo da pesquisa

Uma função econômica do mercado de capitais a qual merece destaque é a sua capacidade de juntar diversas quantidades de recursos, advindos de múltiplos poupadores. Segundo o último boletim de mercado divulgado pela CVM, em março de 2021, relativo ao mês de fevereiro, observou-se que, mesmo em ano de cenário ainda pandêmico²⁵⁹, o volume médio diário de ações foi na faixa de R\$ 30.2 bilhões, sendo um número crescente, conforme pode ser verificado na figura abaixo:

²⁵⁹ Segundo relatório da B3 e notícias do Infomoney, jornal virtual especializado em mercado, no primeiro ano da pandemia, o número de pessoas que investiram em renda variável, como ações e fundos de investimento imobiliário, quase dobrou, beirando o 1,6 milhão de contas cadastradas na B3.

Cf. BM&FBOVESPA. B3 apresenta Programa Destaque em Governança de Estatais. **B3**, [s.l.], 2021. Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/noticias/governanca-de-estatais-8AE490CA646C889901648491608657A4.htm. Acesso em: 10 maio 2020.

Cf. D'ÁVILA, Mariana Zonta. Bolsa conquista 1,5 milhão de novos investidores em 2020, um aumento de 92% no ano. **InfoMoney**, [s.l.], jan. 2021. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/onde-investir/bolsa-conquista-15-milhao-de-novos-investidores-em-2020-um-aumento-de-92-no-ano/>. Acesso em: 20 fev. 2020.;

ALVARENGA, Bianca. Bolsa dobra o número de investidores em 2020 e vê maior diversificação. **Exame invest.**, [s.l.], 2020. Disponível em: <https://invest.exame.com/me/bolsa-dobra-o-numero-de-investidores-em-2020-e-ve-maior-diversificacao?> Acesso em: 20 jan. 2021.

Figura 2- volume médio diário de ações negociadas em fevereiro de 2021

Fonte: Boletim de Mercado, ano n° 9, volume n° 89, março de 2021 da CVM²⁶⁰.

Os dados referenciados só corroboram o entendimento de que a realidade contemporânea é extremamente influenciada pela economia²⁶¹. Nesse contexto, o estudo se justifica pela atualidade do tema no contexto social, econômico e jurídico, uma vez que o mercado de capitais é estruturado de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do País, o qual assume seu dever de fiscalização, intervindo para proteger a estabilidade da economia, devendo ser exercido dentro dos limites estabelecidos pelos princípios e fundamentos da ordem econômica.

Uma pesquisa relevante, ainda, pela simples constatação de que em 20 anos há somente 1 (um) caso²⁶² com trânsito em julgado relacionado a esse crime. Pois pode apontar, com maior probabilidade, que o fenômeno da seletividade do sistema penal está ocorrendo nessa matéria, ou, no mínimo, que o sistema penal não tem sido capaz de detectar, identificar, investigar, processar e julgar esses fatos.

²⁶⁰ CVM. Comissão de valores imobiliários. Boletim de Mercado. **Portal do governo brasileiro**, Brasília, n. 9, v. 89, mar. 2021. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/publicacao/boletimmercado/anexos/BoletimdeMercado_89_032021.pdf. Acesso em: 20 fev. 2021.

²⁶¹ MARQUES JÚNIOR, William Paiva. Influxos do neoconstitucionalismo na descodificação, micronormatização e humanização do Direito Civil. **Revista da Faculdade de Direito**. Fortaleza, v. 34, p. 313-353, 2013. Disponível em: <http://www.revistadireito.ufc.br/index.php/revdir/article/view/109/90>. Acesso em: 20 jan. 2021.

²⁶² O Caso Sadia e Perdigão, Caso 1 da pesquisa, que transitou em julgado em 2017.

Sendo, até onde se possui notícias, a primeira dissertação em Direito a investigar, a partir da metodologia de multimétodo, com foco na análise de conteúdo, conjuntamente com o *software Iramuteq*, do *studio R*, o conceito de fato relevante na esfera penal.

O modelo multimétodo em direito tem inspiração nos trabalhos – ora elencados de maneira exemplificativa –, de Peter Cane e Herbert M. Kritzer na obra *The Oxford Handbook of Empirical Legal Research*²⁶³; Fabiana Luci²⁶⁴, Ranulfo Paranhos *et. Al.*²⁶⁵, Marco Antônio Franco e Cristina Maria Coimbra²⁶⁶, Mariana Andrade²⁶⁷, Rossano André Dal-Farra e Paulo Tadeu Campos Lopes²⁶⁸.

Na expectativa de reunir elementos da pesquisa qualitativa e da quantitativa, os métodos mistos surgiram em pesquisas que utilizavam um delineamento diferenciado, como nas de Campbell e Fiske²⁶⁹ na validação de características psicológicas.

Certo é que não há uma definição única a qual reúna consenso na comunidade científica sobre como podem ser definidos os métodos mistos. Mas há uma inclinação para o consenso de que é o tipo de estudo no qual um investigador ou grupo de investigadores combinam elementos das abordagens quantitativa e qualitativa (visões teóricas; técnicas de coleta de dados; técnicas de análise de dados etc.) com o objetivo de alargar e aprofundar a compreensão e a corroboração da informação produzida²⁷⁰.

Trata-se, assim, da combinação²⁷¹ de processos completos de investigação dentro de uma mesma pesquisa, que são desenhados e implementados com objetivos e etapas empíricas próprias, com a finalidade de dar uma resposta abrangente às questões de partida.

²⁶³ CANE, Peter; KRITZER, Herbert M. *The Oxford handbook of empirical legal research*. New York: Oxford Handbooks in Law, 2010.

²⁶⁴ DE OLIVEIRA, Fabiana Luci. Triangulação metodológica e abordagem multimétodo na pesquisa sociológica: vantagens e desafios. **Ciências Sociais Unisinos**, [s.l.], v. 51, n. 2, p. 133-143, 2015.

²⁶⁵ PARANHOS, Ranulfo *et al.* Uma introdução aos métodos mistos. **Sociologias**, [s.l.], v. 18, n. 42, p. 384-411, 2016.

²⁶⁶ DO AMARAL, Marco Antônio Franco; VIEIRA, Cristina Maria Coimbra. Métodos mistos de pesquisa em educação: características e possibilidades de aplicação. In: OLIVEIRA, Albertina *et al.* (orgs.). **Vozes da educação**: pesquisas escritas e contemporâneas. São Carlos: Pedro & João editores, 2019.

²⁶⁷ DE ANDRADE, Mariana Dionísio; DE CASTRO REMÍGIO, Rodrigo Ferraz. A desnecessária separação entre abordagem qualitativa ou quantitativa para a pesquisa jurídica: repensando as vantagens do pluralismo metodológico para a pesquisa em Direito Processual Civil. **Revista Eletrônica de Direito Processual**, v. 20, n. 1, 2019.

²⁶⁸ DAL-FARRA, Rossano André; LOPES, Paulo Tadeu Campos. Métodos mistos de pesquisa em educação: pressupostos teóricos. **Nuances: estudos sobre Educação**, [s.l.], v. 24, n. 3, p. 67-80, 2013.

²⁶⁹ CAMPBELL, Donald T.; FISKE, Donald W. Convergent and discriminant validation by the multitrait-multimethod matrix. **Psychological bulletin**, v. 56, n. 2, p. 81, 1959.

²⁷⁰ DAL-FARRA, Rossano André; LOPES, Paulo Tadeu Campos. Métodos mistos de pesquisa em educação: pressupostos teóricos. **Nuances: estudos sobre Educação**, v. 24, n. 3, p. 67-80, 2013.

²⁷¹ Para Tashakkori e Teddlie, os métodos mistos possuem nove características particulares: 1) Ecletismo metodológico; 2) Pluralismo paradigmático; 3) Ênfase na diversidade em todos os níveis de investigação; 4) Ênfase em contínuos em vez de um conjunto de dicotomias; 5) Abordagem iterativa (cíclica) da investigação; 6) Foco sobre a(s) questão(ões) específica(s) da pesquisa; 7) Conjunto de projetos de pesquisa e processos analíticos

Na presente pesquisa, escolhe-se o multimétodo com o intuito de se coletar informação de natureza quantitativa e qualitativa, dando resposta às questões e às hipóteses que constituíram o ponto de partida do presente trabalho. O que se almeja, como produto, é a resposta ao problema inicialmente proposto, decodificando-se o significado de fato relevante no contexto escolhido, propiciando, ainda, a integração, de forma mista e combinada, dos dois tipos de dados e dos respectivos resultados, conforme poderá ser visto, de maneira detalhada, nas páginas que se seguem²⁷².

3.4 Revisão integrativa de literatura

Por vezes a pesquisa qualitativa é ‘acusada’ de ser flexível demais, vaga, imprecisa, sem rigor ou métodos adequados²⁷³. Contudo, a revisão integrativa de literatura²⁷⁴ é um dos modos de demonstrar como uma pesquisa qualitativa pode ir contra todos os estigmas.

O ponto de partida para a revisão de literatura foi baseado em duas estratégias de busca: automática e *snowballing*²⁷⁵. A busca automática foi realizada no *Google Scholar* e *Web of Science*, tendo início em maio de 2020 e finalização de conferência para integrar a revisão integrativa de literatura, em maio de 2021, totalizando 12 meses de investigação.

As bases foram as escolhidas por indexar a maioria das revistas e conferências das mais diversas áreas, sendo a segunda base reconhecida por sua amplitude, contando com 1.9 bilhão de referências citadas em mais de 171 milhões de registros, o que proporcionou uma verificação de uma rede de citações plural, com as devidas quantificações de citações²⁷⁶.

A pesquisa seguiu o estilo de revisão integrativa de literatura – RI, que consiste em um método cuja finalidade é sintetizar resultados obtidos em pesquisas sobre um tema ou questão, de maneira sistemática, ordenada e abrangente. Denomina-se integrativa pois combina

básicos; 8) Tendência para o equilíbrio e compromisso; 9) Dependência de representações visuais. Cf. TASHAKKORI, A.; TEDDLIE, C. *Putting the human back in "Human Research Methodology": the researcher in mixed. Journal of Mixed Methods Research*, v. 4, n. 4, p. 271-277, 2010.

²⁷² CRESWELL, J. W. *Projeto de pesquisa: métodos qualitativo, quantitativo e misto*. Porto Alegre: Artmed, 2007.

²⁷³ PATIAS, Naiana Dapieve; HOHENDORFF, Jean Von. Critérios de qualidade para artigos de pesquisa qualitativa. *Psicologia em estudo*, v. 24, 2019.

²⁷⁴ TRANFIELD, David; DENYER, David; SMART, Palminder. *Towards a methodology for developing evidence-informed management knowledge by means of systematic review. British journal of management*, [s.l.], v. 14, n. 3, p. 207-222, 2003. p. 212

²⁷⁵ WOHLIN, Claes. Guidelines for snowballing in systematic literature studies and a replication in software engineering. *In: 18th international conference on evaluation and assessment in software engineering*, 2014, Londres. *Anais...* Londres: ACM, 2014, p. 1-10.

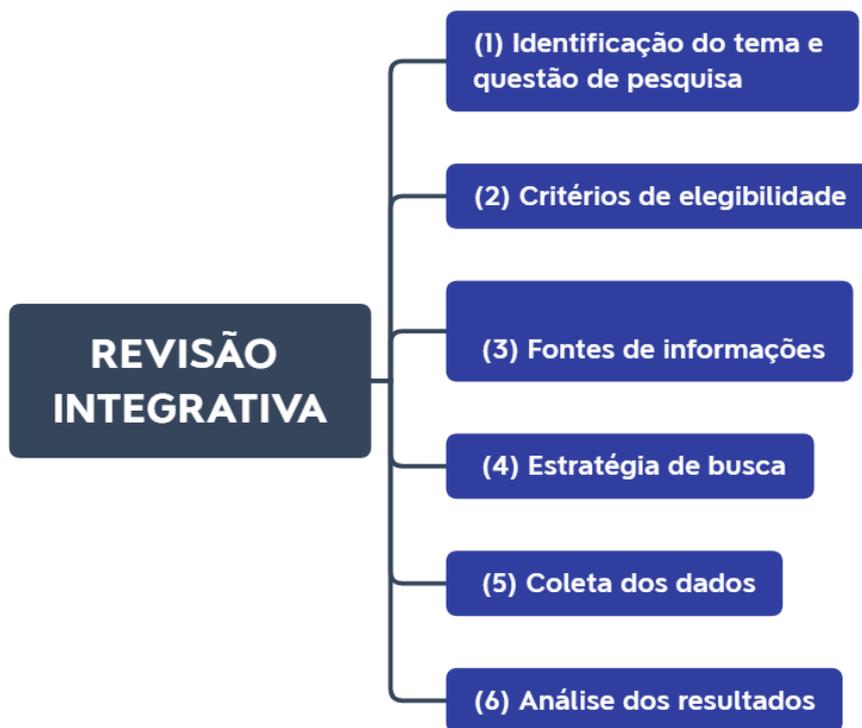
²⁷⁶ WEB of science. A pesquisa confiável começa ora. *Clarivate*, 2021, online. Disponível em: <https://clarivate.com/webofsciencegroup/solutions/web-of-science/>. Acesso em: 20 mar. 2021.

dados de literatura teórica e empírica, proporcionando compreensão mais completa do tema de interesse²⁷⁷.

Além de termos empíricos, a pesquisa ainda conta com ensaios numéricos, demonstrando variedade na composição da amostra da revisão em conjunção com a multiplicidade de finalidades, mas sempre se atendo ao problema proposto: quais os critérios para definir fato relevante que o Judiciário criminal brasileiro utilizou, nos anos de 2001-2021, para receber denúncia e reconhecer por sentença a conduta de *insider trading*?

Para a construção da revisão integrativa, seguiu-se o método proposto por Mendes, Silveira e Galvão²⁷⁸ a partir das 6 (seis) fases demonstradas no fluxograma abaixo:

Fluxograma 1 - Fases da revisão integrativa de literatura



Fonte: elaboração própria, com base em Mendes, Silveira e Galvão²⁷⁹

O primeiro passo foi a busca nas páginas retornadas pelas bases de dados citadas até não encontrar artigos que atendiam aos critérios de inclusão, ou seja, que ajudavam a responder o problema de pesquisa. As *strings* de busca utilizadas foram “*insider trading*”, na

²⁷⁷ TORRACO, R. J. Writing integrative literature reviews: guidelines and examples. **Humam Resource Development Review**, [s.l.], v. 4, n. 3, p. 356–367, 2005.

²⁷⁸ MENDES K.D.S; SILVEIRA, R.C.C.P; GALVÃO, C.M. Revisão integrativa: método de pesquisa para a incorporação de evidências na saúde e na enfermagem. **Contexto Enferm.** [s.l.], out-dez; v. 17, n. 4, p.758-64, 2008.

²⁷⁹ MENDES; SILVEIRA; GALVÃO, 2008.

base de dados *Web Of Science*²⁸⁰; e “comissão de valores mobiliários”; AND²⁸¹ “Instrução 38/2002 da CVM²⁸²”; “*full disclosure*” AND “mercado de capitais”; “fato relevante” AND “mercado de capitais”, todas aplicadas na base de dados *Google Scholar*.

Para complementar a busca automática, foi realizada uma rodada de *snowballing*. A estratégia citada consiste em obter artigos a partir de uma amostra previamente identificada composta por duas etapas: *backward snowballing* e *forward snowballing*.

A primeira consiste em obter artigos a partir da lista de referências e a segunda consiste em identificar artigos que citaram o artigo que está sendo examinado. As citações de cada artigo foram obtidas a partir da primeira base de dados, o *Google Scholar*. Utiliza-se o fluxograma do *Preferred Reporting Items for Systematic Reviews and Meta-Analyses*²⁸³ (PRISMA) para apresentar o processo de seleção dos estudos incluídos nesta RI, conforme Figura 1.

Menciona-se que o recorte temporal foi fixado em “todos os anos”, para ser verificada a relevância do tema, a possibilidade de pesquisa, a viabilidade e quais os referenciais teóricos que poderiam ser usados na elaboração do trabalho, mencionando-se, contudo, que a base *Web Of Science* impõe um recorte de 1945 ao ano corrente, o qual também foi aplicado no *Google Scholar*.

Para fins de análise dos artigos, foram considerados: a pergunta/hipótese dos estudos, o objetivo, a metodologia e a correspondência entre os resultados alcançados e a questão desta pesquisa, bem como a adoção de critérios de elegibilidade: disponíveis na íntegra, e, quando de revistas brasileiras, com *Qualis* a partir de B1.

Essa estratégia, conjuntamente com toda a sistemática da RI, foi adotada para incorporar o máximo de artigos nesta primeira etapa, sendo o detalhamento do processo visualizado na figura 3:

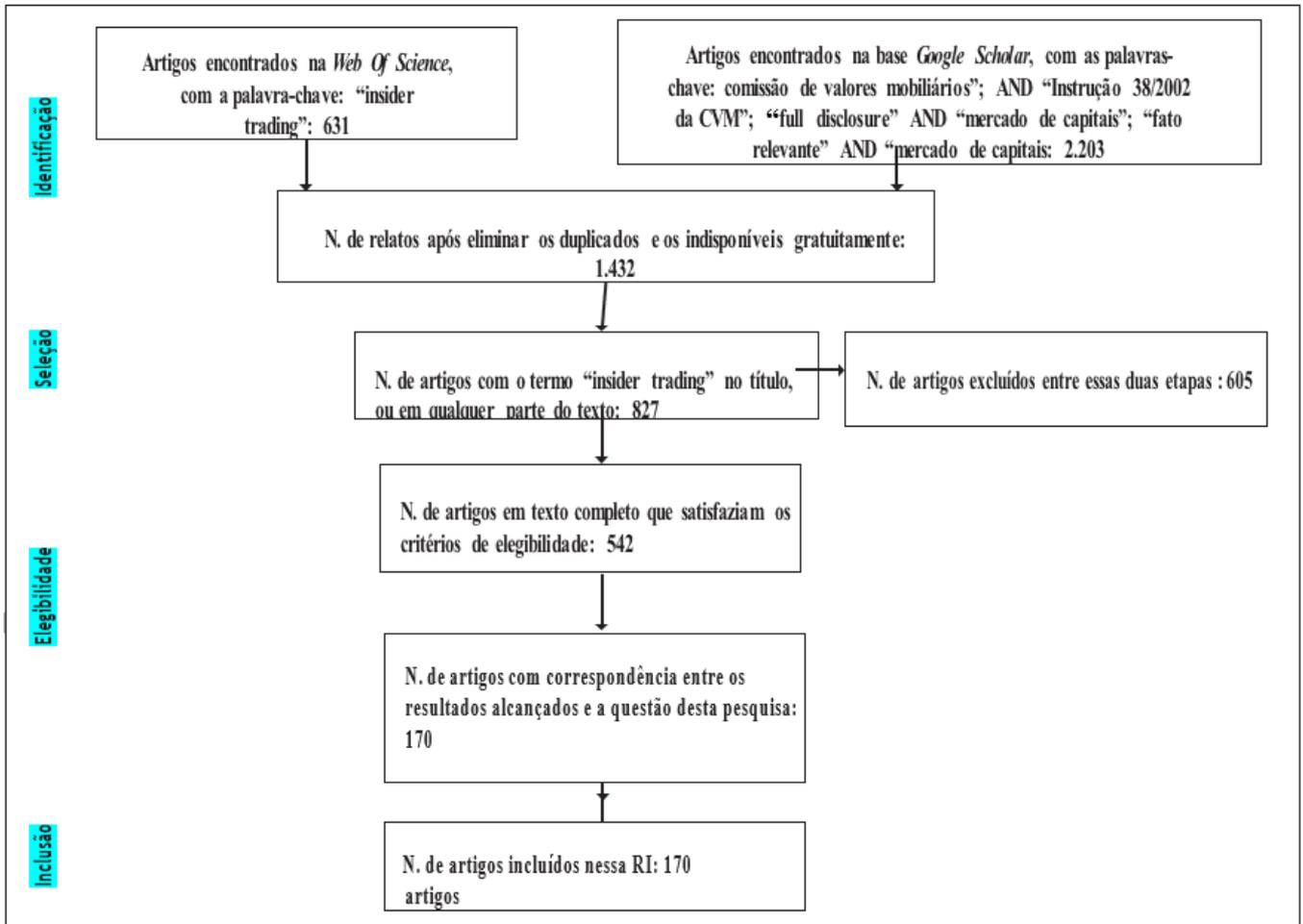
²⁸⁰ As categorias incluídas na pesquisa foram refinadas em “*Law or Business Finance or Economics or Criminology Penology or Multidisciplinary Sciences*”,

²⁸¹ O operador lógico *booleano AND* foi utilizado para unir temas muito genéricos, trazendo conectividade.

²⁸² A RI foi concluída antes da divulgação da Resolução nº 44/2021, mas foi realizada uma nova pesquisa utilizando as mesmas palavras, com a inclusão da nova resolução. Contudo, a nova pesquisa não obteve resultados aptos a serem incluídos na dissertação.

²⁸³ GALVÃO, Taís Freire; PANSANI, Thais de Souza Andrade; HARRAD, David. Principais itens para relatar Revisões sistemáticas e Meta-análises: A recomendação PRISMA. *Epidemiologia e Serviços de Saúde*, [s.l.], v. 24, p. 335-342, 2015.

Figura 3 - Detalhamento do processo de seleção dos estudos conforme recomendação PRISMA. Período de realização da busca: início em maio de 2020 e finalização de conferência para integrar a revisão integrativa de literatura, em março de 2021



Fonte: elaborado pela autora, com base em Galvão, Pansani e Harrad²⁸⁴

Todos os 170 artigos foram devidamente fichados e catalogados em etiquetas no *Evernote*, sendo sua totalidade potencialmente²⁸⁵ passível de ser incluída no trabalho.

3.5 Metodologia de análise de decisões e CVM

Após construir o firmamento teórico da pesquisa, utilizando-se da RI, dá-se início ao caminho exploratório na esfera administrativa, com a aplicação da Metodologia de Análise de Decisões – MAD.

²⁸⁴ GALVÃO; PANSANI, 2015.

²⁸⁵ Menciona-se potencialmente pois a versão final da dissertação passou uma banca de qualificação e diversas revisões da autora e de seus orientadores. Havendo recortes e adições que influenciaram o quantitativo final de artigos efetivamente utilizados, mas o que não desqualifica, tampouco macula ou força a validade da RI.

A pesquisa parte da esfera administrativa por esta ser a responsável por “assegurar acesso do público a informações sobre valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido”, conforme previsão do art. 4º, VI, da Lei nº 6.385/76, já mencionado²⁸⁶, bem como elaborar instruções e resoluções, a exemplo da Resolução nº 44/2021, hoje em vigência, delimitando critérios, os quais servem de parâmetros, para a esfera criminal, o recorte da pesquisa.

Desse modo, os critérios elencados nos PAS estudados colaboram na resposta sobre quais os critérios para definir fato relevante que o Judiciário criminal brasileiro utilizou, nos anos de 2001-2021, para receber denúncia e reconhecer por sentença a conduta de *insider trading*.

O método aplicado foi o desenvolvido por Roberto Freitas Filho e Thalita Moraes Lima²⁸⁷ e permite organizar informações sobre decisões proferidas num determinado contexto, inclusive com a compreensão do seu sentido, forma e fundamentação utilizada.

Os autores²⁸⁸ conceituam o método como uma quinta acepção da palavra metodologia, sendo uma formulação de um protocolo com o qual o pesquisador poderá trabalhar para chegar a resultados apreciáveis e, se possível, comparáveis. Permitindo um grau de precisão e de controle sobre o que é feito maior que nos trabalhos especulativos ou conceituais.

A primeira fase da MAD é a pesquisa exploratória, organizando informações relativas a decisões proferidas no contexto determinado; em seguida, passa-se ao recorte objetivo, o qual corresponde ao problema de pesquisa delimitado²⁸⁹.

A terceira fase da MAD é o recorte institucional²⁹⁰, o qual deve atender aos critérios de pertinência temática e relevância decisória. Sendo selecionado, para tanto, a Comissão de Valores Mobiliários. A escolha da CVM justifica-se por demonstrar a realidade do órgão julgador com maior fluxo decisório no mercado financeiro, tendo em vista ser a primeira instância²⁹¹, bem como de dirimir questões controversas, e por atender ao critério de relevância

²⁸⁶ Ver tópico 2.1.

²⁸⁷ FILHO, Roberto Freitas; LIMA, Thalita Moraes. **Metodologia de análise de decisões**. Universitas Jus, [s.l.], v. 2, 2010.

²⁸⁸ FILHO, Roberto Freitas; LIMA, Thalita Moraes. Metodologia de Análise de Decisões-MAD. Univ. JUS, Brasília, n. 21, p. 1-17, jul./dez. 2010.

²⁸⁹ DOS SANTOS, Ives Nahama Gomes; DE ANDRADE, Mariana Dionísio. A omissão em números: como o Supremo Tribunal Federal decide acerca da figura do garante em crimes ambientais em uma análise a partir da utilização do R Studio. **Revista de Direito Econômico e Socioambiental**, v. 12, n. 2, p. 403, 2021.

²⁹⁰ FREITAS; LIMA, 2010.

²⁹¹ Importante responder, desde logo, um possível questionamento acerca da não inclusão do Conselho Federal do Sistema Financeiro, o chamado conselhinho. Primeiro, a instituição lida com recursos de diferentes órgãos administrativos, como Banco Central do Brasil, CVM, controle de lavagem de dinheiro e regulador de seguros.

decisória, o qual diz respeito ao impacto da discussão no âmbito jurídico e administrativo sancionador²⁹².

O próximo passo da MAD é a constituição de um banco de dados com decisões e em seguida a identificação de como os julgadores tratam o objeto da pesquisa a partir dos elementos narrativos com os quais os argumentos são construídos, para que, por fim, seja feita a reflexão crítica sobre a prática decisória identificada na definição de fato relevante em âmbito administrativo²⁹³.

Para tanto, a busca pelos Votos foi realizada no sítio eletrônico do sistema da própria CVM²⁹⁴ em razão da disponibilidade de dados e da uniformização da metodologia de coleta. Utiliza-se a ferramenta consultas de jurisprudência dos PAS²⁹⁵, com a inserção de palavras-chave preestabelecidas, com o recorte temporal de 3 de abril de 2022 até a data de 25 de fevereiro de 2022, conforme pode ser verificado na figura 4:

Segundo que o impacto nos resultados da pesquisa seria ínfimo, levando-se em consideração que o índice de reforma do conselho, nos anos de 2008 a 2018, por exemplo, no julgamento dos 37 casos relacionados a irregularidades de *insider trading* envolvendo 281 indivíduos, o CRSFN manteve a decisão da CVM para 153 pessoas e revisou apenas 28. Para 11 pessoas, o CRSFN revisou o caso e aumentou o valor da multa. Cf. PRADO, Viviane Muller. *Enforcing Insider Trading Law: The Brazilian Experience*. **Miss. CL Rev.**, v. 38, p. 93, 2019.

²⁹² Dito isto, é de grande valia mencionar que é a CVM o órgão responsável por comunicar indícios de crime para o Ministério Público Federal, sendo com a CVM a conexão entre a esfera administrativa e a criminal. Termo de Cooperação Técnica no endereço: Cf. CVM. Comissão de valores mobiliários. Convênio. **Gov.br**, [s.l.], 2021. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/convenios/mpf.html>. Acesso em: 20 maio 2021.

²⁹³ *Ibidem*.

²⁹⁴

<https://conteudo.cvm.gov.br/sancionadores/index.html?lastNameShow=%2244%2F21%22+%26lastName=%25E2%2580%259C44%2F21%25E2%2580%259D%2520&filtro=exato&dataInicio=&dataFim=25%2F02%2F2022&categoria0=%2Fsancionadores%2Fsancionador%2F&buscado=false&contCategoriasCheck=2>

²⁹⁵ A ferramenta permite a listagem completa de processos, sem necessariamente utilizar palavras-chave. A ferramenta permite realizar consultas tanto das decisões tomadas quanto das atas de reuniões que contêm todas as decisões

Figura 4 - tela de consultas de jurisprudência dos PAS no site da CVM

Processos Sancionadores Julgados

Consulte processos administrativos sancionadores (PAS), instaurados pela CVM e julgados pelo Colegiado, bem como os despachos veiculados aos mesmos.

Os PAS são tramitados pelo Rito Ordinário e julgados pelo Colegiado da CVM. Os processos de Rito Sumário, julgados diretamente pelas áreas técnicas da Autarquia e apreciados em reunião com o Colegiado, podem ser acessados em [Decisões do Colegiado](#), neste portal.

As informações sobre os processos instaurados (administrativo ou sancionador) em curso na CVM, podem ser acessadas em [Andamento de Processos](#), nos **Destaques da página inicial** do Portal e no **menu principal Processos**.

Para pesquisar em todas as categorias, basta digitar, no campo "Termo", o assunto/objeto, ementa, nome do acusado ou número do processo e clicar em "Buscar". Caso deseje uma busca específica, escolha o "Tipo" desejado e clique em "Buscar".

Termo:

Todos os termos Qualquer termo Expressão exata

Data/Período: a

Tipo:

Processos Sancionadores Julgados
 Despachos

Fonte: CVM, 2022 (online).

As palavras-chaves, a justificativa de uso e os resultados de cada uma, são as a seguir apresentados:

Quadro 3 - palavras-chaves, a justificativa de uso e os resultados

Palavra-chave	Justificativa	Resultados ²⁹⁶
"Insider trading"	Palavra relacionada à prática de <i>insider trading</i>	102
"art. 27-D"	Palavra relacionada à prática de <i>insider trading</i>	29
"informação privilegiada"	Palavra relacionada à prática de <i>insider trading</i>	169
"358/02"	Instrução CVM nº 358 de 2002	193
"44/21"	Resolução nº 44 de 2021	1
		Total: 494

Fonte: elaboração própria e CVM (2021).

Após a coleta, todos os 494 PAS foram analisados manualmente e, excluindo-se os repetidos, os que não estavam sob a égide da ICVM nº 358/02, ou que tampouco tratavam sobre *insider trading*, a amostra final foi de 47²⁹⁷ decisões datando desde 2005, data do primeiro julgado²⁹⁸, até 2020, data do último julgado incluído na pesquisa.

²⁹⁶ Nº de Processos Sancionadores Julgados que apareciam na pesquisa com a palavra-chave em questão.

²⁹⁷ De modo algum a pesquisa afirma que só existiram 47 decisões durante o recorte estabelecido. Mas afirma que, nas palavras chaves mencionadas e na ferramenta de busca aplicada, o resultado foi de 47 decisões.

²⁹⁸ O primeiro julgado da pesquisa é o PAS nº 06/2003, o primeiro a ser instaurado sob a ICVM 358/02, julgado somente em 2005.

Os dados da amostra foram tabulados em uma planilha do *Excel*, na qual consta: o nº do PAS; Data de julgamento; assunto; *insider* primário²⁹⁹; sanção para primário e a dosimetria; *insider* secundário; sanção para secundário e a dosimetria; fato relevante; Diretor Relator, justificativa para fato relevante; menção de comunicação ao MPF, e trechos do Voto que merecem menção.

3.6 Estudos múltiplos

Toda construção científica possui seus momentos de maiores esforços. Trabalhar com pesquisa empírica significa ir ao campo, dedicar horas, que formam dias, meses e anos, ao objeto pesquisado. Os estudos de casos múltiplos³⁰⁰, ou somente estudos múltiplos³⁰¹ aplicados no presente estudo, são, sem dúvidas, os maiores esforços de toda a pesquisa.

O estudo de caso é uma investigação exploratória de um fenômeno contemporâneo dentro de um contexto da vida real, se possuindo pouco controle sobre os eventos pesquisados, tendo sido escolhido por ser o método mais indicado para responder questões “como” e “por quê”³⁰².

Em verdade, o estudo de caso não é uma escolha metodológica, mas uma escolha do objeto a ser estudado. Desse modo, quando se pretender repensar o fenômeno investigado, compreender mais de perto as possibilidades relativas à construção de teorias e explicações causais, os tipos adequados de causação, bem como sobre as oportunidades acerca da conexão entre teorias e dados empíricos em desenhos de pesquisa *small-n*³⁰³, é o estudo de caso é a opção³⁰⁴.

²⁹⁹ Com delimitações sobre os cargos que cada um dos indiciados ocupava, para que se tivesse um panorama geral na pesquisa.

³⁰⁰ Ou “estudo de caso coletivo”, quando o “pesquisador não se concentra num só caso, mas em vários, com a finalidade intrínseca e instrumental, um exemplo disso, é a análise de uma determinada política pública tendo como base múltiplos sujeitos ou unidades casos.” Cf. Yin,2007).

³⁰¹ Utiliza-se a expressão estudos múltiplos para que não se incorra em atecniais ou se vá de encontro ao firmado na ampla literatura sobre denominar-se estudo de caso somente os estudos de um único caso, ou até 6 casos por vez. Como no presente trabalho há a análise de 10 casos criminais, optou-se por uma versão própria de estudo de casos, com adaptações pontuais, mas com o mesmo rigor metodológico que os estudos exigem.

³⁰² Yin 2001, p.32

³⁰³ Conexão entre teorias e dados empíricos quando os pesquisadores mobilizam uma reduzida quantidade de casos (small-n). Cf. SMITH, Philip L.; LITTLE, Daniel R. *Small is beautiful: In defense of the small-N design. Psychonomic bulletin & review*, v. 25, n. 6, p. 2083-2101, 2018.

³⁰⁴ REZENDE, Flávio da Cunha. Razões emergentes para a validade dos estudos de caso na ciência política comparada. *Revista Brasileira de Ciência Política*, p. 297-337, 2011.

Aplicando essas diretrizes, o levantamento dos dados se deu, inicialmente³⁰⁵, com um pedido por *e-mail*³⁰⁶ baseado na Lei de acesso à informação – LIA, para todas as varas federais de competência criminal no país, bem como para todas as turmas dos tribunais federais.

O pedido por meio eletrônico foi acompanhado de um requerimento, nos mesmos termos, assinado conjuntamente com o Orientador institucional. O modelo do requerimento pode ser visualizado na figura 5:

Figura 5 - modelo de solicitação de informações para as varas criminais federais e os gabinetes das turmas dos tribunais federais

UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM DIREITO
SOLICITAÇÃO DE INFORMAÇÕES



Bom dia.

Sou Ives Nahama Gomes, pesquisadora vinculada ao Programa de Pós-Graduação em Direito, da Universidade Federal do Ceará, no Mestrado, sob a Orientação do Prof. Dr. William Marques. Estamos desenvolvendo uma pesquisa sobre o uso de informação privilegiada, *insider trading*, no Brasil.

Para tornar a pesquisa possível, solicitamos acesso às referidas informações, tudo com base no direito fundamental de acesso à informação e em conformidade com os princípios básicos da administração pública tutelados pela Lei nº 12.527/11.

1. Quantas ações sobre *Insider Trading*, no recorte temporal de 2001 ao ano de 2021 tiveram trâmite na presente Vara Federal?
2. Quais os números dos processos? São de livre acesso? É possível disponibilizar o acesso para a pesquisa?
3. Quantas condenações por *Insider Trading* houve nessa Vara Federal? Caso seja disponibilizado o acesso aos processos, não é necessário responder aos outros questionamentos.

Desde já, agradecemos imensamente as orientações e possibilidade de acesso aos processos, para tornar possível a pesquisa.

Com os mais respeitosos cumprimentos,

Fonte: elaboração própria (2021).

Conforme o passar os meses, com a insistente ausência de respostas, a pesquisa tentou uma nova abordagem: a de ir em busca dos casos, manualmente, em todos os sites dos tribunais federais e do Superior Tribunal de Justiça e do Supremo Tribunal Federal. As chaves de pesquisa foram basicamente as mesmas da pesquisa no site da CVM, excetuando-se as duas que versavam sobre resoluções próprias da autarquia.

Nesse segundo modo, nos tribunais federais a pesquisa apresentou resultados “quebrados”, com processos que não seguiam a linha cronológica, tampouco tinham todos os

³⁰⁵ Pois não se sabia qual o número real de casos criminais existentes no Brasil.

³⁰⁶ Após a criação de um e-mail específico para esse fim, todos os contatos das varas e dos gabinetes foram catalogados em uma planilha do EXCEL, constante de nome da vara/gabinete, contato da vara/gabinete e do supervisor de vara/gabinete, para que se tivesse a maior probabilidade de resposta possível. Todos os e-mails foram enviados tanto para vara/gabinete como para seus supervisores, a partir do dia 17/02/2021, com data final de tentativa 17/08/2021.

documentos do caso. Sendo encontrado alguns *habeas corpus* e recursos conexos a estes, como por exemplo embargos de declaração ou recurso ordinário constitucional, os quais também não possuíam o processo completo.

Nos tribunais superiores, a pesquisa conseguiu dois bons resultados, nos casos ora denominados 1, 3³⁰⁷ e 6³⁰⁸, tendo o processo na íntegra e em ordem cronológica, totalizando 18.133 (dezoito mil, cento e trinta e três) páginas de material a ser investigado manualmente.

Contudo, se sabia que não existiam somente os três casos mencionados, pois a partir da obra³⁰⁹ de Viviane Muller Prado e Marcelo Costenaro Cavalli³¹⁰, publicada no ano de 2021, se tinha notícias de pelo menos 10 ações penais em curso, então a pesquisa começou a ser redirecionada para varas específicas, em estados específicos (São Paulo e Rio de Janeiro), sendo enviados e-mails insistentes com pedido de informações.

Paralelo a isso, pouco a pouco, até mesmo por documentos acostados nos próprios PAS da CVM, os possíveis números de alguns processos³¹¹ foram sendo localizados, momento que se começou a fazer contato telefônico com as varas de São Paulo³¹². No contato com as varas foi descoberto que os processos estavam no setor de desarquivamento da justiça federal, o qual possui funcionamento próprio, devendo ser solicitado o desarquivamento ou pedido de habilitação como terceiro interessado no processo.

Por ser a solução mais prática, a primeira solução foi a escolhida, procedendo-se ao pedido de desarquivamento no formulário constante na figura 5:

³⁰⁷ Conforme se verá na tabela adiante construída, cada caso ganhou uma numeração própria dentro da pesquisa.

³⁰⁸ Este último precisou de complementação de informações no primeiro grau, pois algumas informações iniciais, como por exemplo a denúncia e o recebimento, não constavam no arquivo principal do Superior Tribunal de Justiça – STJ.

³⁰⁹ PRADO, Viviane Muller; RACHMAN, Nora Matilde; VILELA, Renato e CAVALI, Marcelo Costenaro. *Insider trading: normas, instituições e mecanismos de combate no Brasil*. 2ª Ed. São Paulo: FGV Direito SP, 2020.

³¹⁰ Não é imprescindível a menção, mas também não é um ponto a ser ignorado o fato de Marcelo Cavalli ser Juiz Federal e ter sido o Juiz a sentenciar o primeiro caso de *insider trading* no Brasil. O caminho metodológico narrado pelo autor no livro mencionado, o da pesquisa nos sites de tribunais federais, foi reproduzido algumas vezes nessa pesquisa, mas não retornou os mesmos resultados, podendo indicar, em algum modo, que, a depender da proximidade com aqueles que detém a informação, algumas dificuldades da pesquisa não sejam sentidas.

³¹¹ Associado a isso, houve pesquisa nos veículos de mídia eletrônica, como jornais que possuem editorial específico sobre mercado de capitais, como por exemplo Valor Econômico, Estadão, Exame e *Infomoney*, pesquisando, ano a ano, após alteração das datas nas configurações do *Google*. Buscando ano a ano desde 2001, essa busca rendeu como resultado principal os nomes de alguns réus, a exemplo do CASO 4, 5 e 10, o que facilitou o mapeamento na CVM e no filtro das ligações e e-mail para varas. Embora as notícias encontradas tenham sido apenas utilizadas para estabelecer um indicativo de que os casos encontrados em outras etapas da pesquisa, elas contribuíram para a elaboração do banco de dados e merecem menção.

³¹² Quase 100% dos casos eram de competência da Cidade de São Paulo, na 6ª ou na 10ª Vara Federal.

Figura 6 - Formulário de desarquivamento de processos federais da seção judiciária de São Paulo

Formulário de Desarquivamento

nahama@mendesbezerra.adv.br [Alternar conta](#)

***Obrigatório**

Formulário de Desarquivamento

*Subseções do Interior: peticionar na vara de origem ou enviar este formulário para vista em São Paulo

Endereço para atendimento: Rua Vemag, 668, Vila Carioca, São Paulo/SP
Fones: (11) 2202-9717 ou 2202-9730
Favor ler as orientações de desarquivamento

Processo nº *

Sua resposta

Vara *

Fonte: Justiça Federal de São Paulo, 2021

Como não foi possível o envio das cópias por e-mail, afirmando-se que os dados eram sigilosos, a pesquisa demandou uma viagem até a cidade de São Paulo tão somente com o intuito de obter a integralidade das cópias. A requisição de cópias reprográficas foi preenchida pessoalmente, em formulário próprio, fornecido pela Seção de Atendimento - SUNC quando da vista agendada dos autos.

Os casos foram assim (re)denominados no presente trabalho da seguinte maneira:

Tabela 1 - casos criminais

Nº do processo na Justiça Federal	Nº do caso após red denominação no trabalho
0005123-26.2009.403.6181	Caso 1 – “Caso Sadia e Perdigão”
0009474-42.2009.4.036181	Caso 2 – “Caso Randon S.A”
5067096-18.2012.4.04.7100	Caso 3 – “Caso Mundial S.A”
000835825.2014.4.03.6181	Caso 4 – “Caso Brasil ECODISEL”
0000143-89.2016.403.6181	Caso 5 – “Caso LOG-IN LOGISTICA”
0029174-94.2014.4.02.5101	Caso 6 – “Caso OGX”
0006243-26.2017.403.6181	Caso 7 – “Caso JBS”
0008191-37.2016.4.03.6181	Caso 8 – “Caso Unicasa”

0042650-05.2014.4.02.5101	Caso 9 – “Caso OSX”
0002511-03.2018.04.03.6181 ³¹³	Caso 10 – “Caso Klabin”

Fonte: elaboração própria

A análise documental de cada processo exigiu a desconstrução, e reconstrução do material de pesquisa. A leitura repetida e as diversas observações extraídas da documentação permitiram tomar consciência das similitudes, relações, combinações e padrões dos elementos que compuseram o material pesquisado no caminho da construção conceitual de fato relevante³¹⁴.

Insta mencionar que conforme o próprio nome do estudo indica, o estudo é de casos múltiplos. Desse modo, importa necessariamente ser mencionado todo e qualquer trecho do caso que ajude a responder ao problema de pesquisa. O problema de pesquisa delimitou a investigação no âmbito das decisões judiciais, ou seja, o recebimento da denúncia, a sentença ou acórdãos, mas não há como estudar as decisões ignorando-se o conteúdo das manifestações que a ela deram causa. Assim, trata-se de estudo de casos múltiplos, observando-se cada documento que compõe o caso, mas os critérios delimitadores a serem *considerados* somente serão os mencionados pelo Judiciário no recebimento da denúncia, sentença e acórdãos.

Oferecendo discursos e representações de uma determinada instituição, mesmo que limitados e recortados por um formato burocrático determinado, os autos podem ser concebidos como “artefatos etnográficos”³¹⁵, cujo volume de documentos analisados em cada processo demandou um trabalho de definição bastante clara³¹⁶ dos termos a serem considerados e posteriormente analisados, no formulário de extração de informações que é apresentado no capítulo 4 e, em sua integralidade, em formato de apêndice.

Após a construção do banco de dados dos casos criminais, aplica-se a metodologia de análise de dados qualitativos, denominada análise de conteúdo (AC), a partir da descrição

³¹³ Nº do 2º Grau

³¹⁴ CELLARD, André. A análise documental. In: PIRES, A.; MAYER, R.; LAPERRIÈRE, A. et al. (org.) A pesquisa qualitativa. Enfoques epistemológicos e metodológicos. Petrópolis, RJ: Vozes, p. 295-316, 2010.

³¹⁵ JESUS, Maria Gorete Marques de. '**O que está no mundo não está nos autos': a construção da verdade jurídica nos processos criminais de tráfico de drogas**. 2016. Tese (Doutorado em Sociologia) - Faculdade de Filosofia, Letras e Ciências Humanas, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2016. doi:10.11606/T.8.2016.tde-03112016- 162557.

³¹⁶ A elaboração do formulário de levantamento de dados foi baseada em FOWLER JR., Floyd J. Pesquisa de levantamento. 4ª edição. Porto Alegre: Artmed, 2011.

de um conjunto de passos a serem seguidos para que a análise possa ser concebida e aplicada, na seguinte ordem de execução: categorização, descrição e interpretação³¹⁷⁻³¹⁸.

Essa metodologia de pesquisa é usada para descrever e interpretar a totalidade de qualquer conteúdo objeto de investigação, assim como o próprio nome indica. O conteúdo, de maneira macro, verbal ou não-verbal pode ser toda uma classe de conversas, documentos, textos, vídeos, decisões ou discursos. A análise conduz a descrições sistemáticas de todo o ponto de reflexão³¹⁹.

A AC constitui-se em bem mais do que uma simples técnica de análise de dados, representando uma abordagem metodológica com características e possibilidades próprias. Possuindo um significado especial no campo das investigações sociais aplicadas, pois vai além da técnica objetiva dos dados e freia a técnica subjetiva da análise bibliográfica, é, de maneira dual, uma técnica de leitura e interpretação³²⁰.

Os enunciados lexicais e as representações locais, múltiplas, imediatas, quando associadas, se organizam em função de leis específicas, identificando tipos de ‘mundos’, um campo contextualizado de um espaço semântico específico, o qual deverá ser analisado pelo pesquisador, quando da aplicação do método da análise de conteúdo³²¹.

De certo modo, a análise de conteúdo é uma interpretação pessoal subjetiva por parte do pesquisador com relação à percepção que tem dos dados. A neutralidade na leitura não é possível pois toda leitura se constitui numa interpretação. E toda interpretação é subjetiva.

Mas a subjetividade pode ser mitigada quando se aplica um conjunto de técnicas de análise visando a obter procedimentos sistemático na descrição e decodificação do conteúdo das mensagens, sendo, conforme Bardin³²² assim esquematizado: 1) pré-análise: a fase em que se organiza o material; 2) exploração do material: exploração do material com a definição de categorias, com a fase da descrição analítica, a qual diz respeito ao *corpus* (qualquer material

³¹⁷ Conforme será explorado ainda neste tópico, a ordem de execução e aplicação da AC é fluída, não tendo uma ordem predeterminada rigidamente, mas encontrando pontos em comum. A ordem apresentada na citação de Moraes é somente um primeiro exemplo, sendo uma elaboração do autor tendo como base a ordem clássica de Bardin, que será explicada no momento oportuno.

³¹⁸ MORAES, Roque. Análise de conteúdo. Revista Educação, Porto Alegre, v. 22, n. 37, p. 7-32, 1999, p. 8

³¹⁹ CAREGNATO, Rita Catalina Orano; MUTTI, Regina. Pesquisa qualitativa: análise de discurso versus análise de conteúdo. Texto & Contexto - Enfermagem [online]. 2006, v. 15, n. 4 [Acessado 18 Novembro 2022], pp. 679-684. Disponível em: <<https://doi.org/10.1590/S0104-07072006000400017>>. Epub 12 Nov 2007. ISSN 1980-265X, 2006

³²⁰ MORAES, Roque. Análise de conteúdo. **Revista Educação**, Porto Alegre, v. 22, n. 37, p. 7-32, 1999., p. 8

³²¹ NASCIMENTO, Adriano Roberto Afonso do e MENANDRO, Paulo Rogério Meira. Análise lexical e análise de conteúdo: uma proposta de utilização conjugada. **Estud. pesqui. psicol.** [online]. 2006, vol.6, n.2 [citado 2022-11-18], pp. 72-88. Disponível em: <http://pepsic.bvsalud.org/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1808-42812006000200007&lng=pt&nrm=iso>. ISSN 1808-4281., p. 75

³²² Bardin, L. **Análise de conteúdo**. São Paulo: Edições 70., 2011, p. 47.

textual coletado) submetido a um estudo aprofundado, orientado pelas hipóteses e referenciais teóricos; e 3) tratamento dos resultados: etapa onde ocorre condensação e o destaque das informações para análise, culminando nas interpretações inferenciais; é o momento da intuição, da análise reflexiva e crítica, havendo a inferência e interpretação, conforme pode ser visualizado no fluxograma 2:

Fluxograma 2 - Fases da metodologia de análise de conteúdo



Fonte: elaboração própria, com base na interpretação de Bardin

A escolha da metodologia apresentada como forma de descodificação dos casos criminais analisados no recorte temporal estabelecido, foi por se entender que os objetivos da pesquisa e da posição social do analisador, seriam respondidos de maneira mais adequada partir da técnica de análise que possibilita uma reconstrução do contexto a partir de 6 perguntas³²³, segundo elaboração de Moraes³²⁴: 1) Quem fala? 2) Para dizer o que? 3) A quem? 4) De que modo? 5) Com que finalidade? 6) Com que resultados?.

Assim, tendo como fio condutor uma análise de conteúdo balizada nos resultados, entendendo-se por resultados não tão somente a definição de fato relevante pelos julgadores (Juízes(as), Desembargadores ou Ministros), mas todo o *corpus* que levou às conclusões e seus

³²³ Perguntas estas que serão respondidas, em formato de tabela, ao final de cada tópico.

³²⁴ (1999, p. 11):

possíveis impactos no modo que os participantes do mercado observam a atuação do judiciário, uma categorização séria e significativa deve ser realizada.

Categorização é o ato de catalogar os materiais – ora, as ações penais – constituindo-se numa reprodução adequada e pertinente destes conteúdos, de maneira exaustiva. Exaustiva pois todo o material deve possibilitar a categorização definida de acordo com os objetivos da análise, possibilitando a inclusão de enquadrar todo o conteúdo que ajuda a responder o problema de pesquisa proposto³²⁵.

Contudo, como toda técnica de análise, certas limitações também são inerentes à análise de conteúdo. Uma das críticas mais fortes e recorrentes à metodologia em estudo é o fato de haver uma possibilidade de parcialidade e até mesmo alteração do objeto, em virtude de a análise de conteúdo exigir inferência do pesquisador em suas diferentes fases, sendo a ausência de neutralidade uma limitação³²⁶.

Levando a crítica em consideração, a presente pesquisa tentando limitar a margem de erro e de interferência pessoal, buscou, por meio das tecnologias digitais de *softwares*, uma nova construção dos passos indicados por Bardin com o intuito de realizar uma AC neutra.

Prezando-se pela eficiência do processo, se conta com a análise estatística do *software* livre *Iramuteq* (*Interface de R pour les Analyses Multidimensionnelles de Textes et de Questionnaires*).

A era digital possibilita uma nova dimensão dos produtos, armazenamento, investigação e acesso à informação. Mas, em oposto ao que se acredita pelo senso comum, mesmo quando da utilização de artifícios digitais, o pesquisador é o centro da análise dos dados qualitativos, sendo a sua interpretação a principal ação da pesquisa, pela essência subjetiva dos dados produzidos³²⁷.

O Sistema *R-studio*, ou interface *R studio* foi o escolhido tendo em vista que para a área jurídica é o que se mostra mais adequado, pois possui comando mais simples para profissionais que não são familiarizados com regras estatísticas, permitindo que as fórmulas possam ser salvas de maneira mais intuitiva e acessível na área de trabalho³²⁸.

O *Iramuteq* é uma ferramenta de processamento dos dados, e não um método de pesquisa, o que torna seus resultados instrumentos de exploração, busca e associação em *material* de pesquisa. O *software* utiliza a classificação hierárquica descendente (CHD) e, além

³²⁵ FLICK, Uwe. **Introdução à pesquisa qualitativa**. 3. ed. Porto Alegre: Artmed, 2009.

³²⁶ Ibidem, p. 294

³²⁷ ACAUAN, 2020, p. 2.

³²⁸ (ANDRADE, 2018).

da CHD, o *Iramuteq* incluiu outras formas de análises, como as textuais clássicas, de especificidades, análise de similitude e nuvem de palavras³²⁹.

Diante do desafio da compreensão e descrição do uso dessa ferramenta e da limitação de materiais publicados sobre o uso do *software Iramuteq* em pesquisas na área da ciência jurídica, este trabalho tem o intuito de lançar um olhar mais acurado sobre o seu uso no Direito, especificamente quando associado à Análise de Conteúdo para elaboração de pesquisas empíricas jurídicas de alto impacto. Ademais, tanto quanto pode ser sabido, este é o primeiro trabalho que usa a metodologia de análise de conteúdo associada ao *software Iramuteq* na pesquisa sobre *insider trading*.

Para a análise textual da pesquisa, foi utilizada a classificação hierárquica descendente (CHD), aplicando o método Reinert³³⁰ sendo os segmentos de textos divididos em três linhas, formando o *corpus*, caracterizado pelo conjunto de texto que se pretende analisar.

O *software* executa cálculos e fornece resultados que nos permite a descrição de cada uma das classes, principalmente, pelo vocabulário presente nos segmentos de texto característicos e pelas suas “palavras” com asterisco (variáveis). Além disto, o software fornece uma outra forma de apresentação dos resultados, através de uma análise fatorial de correspondência feita a partir da CHD. Com base nas classes escolhidas, o software calcula e fornece os ST mais característicos de cada classe. Estas classes de segmentos de texto, em nível do *software* são compostas por uma classificação segundo a presença ou ausência de determinado vocabulário³³¹.

Em nível interpretativo, a significação das classes depende do marco teórico de cada pesquisa. Reinert, criador do método, ao estudar a literatura francesa considerou cada classe

³²⁹ (DE SOUSA, 2018).

³³⁰ O método Reinert, além de indicar as classes, também permite identificar que palavras aparecem mais em um cluster do que nos demais, ou seja, quais os termos que são específicos de cada um dos grupos a partir da estatística χ^2 de Pearson, que mede se a presença de um termo em um cluster é estatisticamente diferente da presença do mesmo termo em outros clusters. Assim, podemos usar a distribuição hierárquica de termos que apresentam significância estatística para identificar cada uma das quatro classes ora, conforme o quadro 1 a seguir. A linha de % de ocorrências mostra a participação relativa de cada classe no total de textos classificados pelo algoritmo. Análise de conteúdo automatizada para conversações em redes sociais online: uma proposta metodológica Emerson U. Cervi. Disponível em: <https://www.anpocs.com/index.php/papers-40-encontro-3/gt-31/gt17-22/11253-analise-de-conteudo-automatizada-para-conversacoes-em-redes-sociais-online-uma-proposta-metodologica/file>

³³¹ CAMARGO, Brígido Vizeu; JUSTO, Ana Maria. Tutorial para uso do software (Interface de R pour les Analyses Multidimensionnelles de Textes et de Questionnaires). Laboratório de Psicologia Social da Comunicação e Cognição - UFSC – Brasil. Disponível em: <http://iramuteq.org/documentation/fichiers/tutoriel-portugais-22-11-2018>

como uma noção de "mundo", enquanto um quadro perceptivo-cognitivo com certa estabilidade temporal associado a um ambiente complexo³³².

Assim, o conjunto desses segmentos é repartido em função da frequência das formas reduzidas, possibilitando que seja feita a base do *corpus* original, recuperando os segmentos dos textos e a associação de cada, agrupando, desse modo, as palavras estatisticamente significativas e a análise qualitativa dos dados, as quais são chamadas de Unidade de Contexto Inicial (UCI).

As Unidades de Contexto Elementar (UCE), ou segmentos de texto que compõem cada classe, que poderão ser verificadas nos dendrogramas, são obtidas a partir das UCI, ou seja, a partir do *corpus* delimitado sobre os trechos nos quais constam a definição de fato relevante nas ações penais, cujos resultados são apresentados no capítulo subsequente.

3.7 Limitações do método

Para que se atinja um nível mais sofisticado na produção do conhecimento, é necessário conhecer não apenas os métodos, mas seus riscos e vantagens, ampliando o rigor para as descobertas, tornando mais robustas as inferências e, principalmente, conferindo a maior transparência possível quanto à coleta e tratamento dos dados³³³.

Disto isto, alguns aspectos específicos merecem destaque quando se olha criticamente os métodos mistos em comparação ao monométodo, pois verifica-se um aumento da complexidade das fases da investigação tanto quanto verifica-se o seu impacto e relevância.

As pesquisas que envolvem uma combinação de abordagens metodológicas exigem um planejamento cuidadoso para descrever todos os seus elementos, cujo primeiro ponto é a própria integração dos dados pois requererem mais tempo para a realização da pesquisa. É certo que a fluência na análise qualitativa e quantitativa exige do pesquisador maior interdisciplinaridade e um desafio ao entendimento do rigor de cada método³³⁴, mas o quesito temporal é o principal limitador do método misto.

³³² CAMARGO, Brígido Vizeu; JUSTO, Ana Maria. Tutorial para uso do software (Interface de R pour les Analyses Multidimensionnelles de Textes et de Questionnaires). Laboratório de Psicologia Social da Comunicação e Cognição - UFSC – Brasil. Disponível em: <http://iramuteq.org/documentation/fichiers/tutoriel-portugais-22-11-2018>

³³³ ANDRADE, Mariana Dionísio de. **As determinantes da sobrevivência política: uma análise sobre a duração dos secretários estaduais entre 1990 e 2016**. Tese de Doutorado. Programa de Pós-graduação em Ciência Política da Universidade Federal de Pernambuco (UFPE), 2018.

³³⁴ TASHAKKORI, A.; TEDDLIE, C. Putting the human back in "Human Research Methodology": the researcher in mixed. *Journal of Mixed Methods Research*, v. 4, n. 4, p. 271-277, 2010.

A segunda limitação foi verificada quando da revisão integrativa de literatura, método este que se utiliza de pesquisa em bases de dados eletrônicas, não comportando os livros clássicos de todos os assuntos tratados no trabalho. Sobre *insider trading*, conforme mencionado, foram selecionados, ao final, 170 artigos de revistas cujo rigor acadêmico é atestado, mas as mesmas bases de dados não foram capazes de fornecer, do mesmo modo³³⁵, os livros mais citados. A pesquisa conseguiu verificar os livros tidos como clássicos, pois eram os mais citados nos artigos, mas o trabalho manual aplicado demandou mais tempo e atenção, bem como pesquisa e complementação posterior, fruto de orientações na qualificação do trabalho.

Em um bloco mais geral menciona-se como terceira limitação do método a construção do banco de dados dos estudos múltiplos. Sabe-se que um não dado também é um dado. Os silêncios, por vezes, respondem mais perguntas do que as próprias 23.942 (vinte e três mil novecentos e quarenta e duas) páginas analisadas. Contudo, especialmente em relação à disponibilidade das informações, percebe-se que a necessidade de uma pesquisadora atravessar o país em busca de cópias de processos parece ir além do que se pode ter como *aceitável* quando se pergunta: “até onde se vai pela pesquisa?”.

Para a elaboração de bases primárias, é necessária coleta de material original que, não raro, não se encontra à disposição da população de maneira imediata e a LAI parece não ser operacionalizada pelas varas federais criminais do país.

Porém, com limitações, dificuldades e quase empecilhos, a apresentação da análise descritiva dos resultados, realização de testes e demonstração de possível correlação entre hipóteses e resultados obtidos foi concluída, e passa a ser ora apresentada.

³³⁵ Fornecendo os livros nas próprias bases de dados, por exemplo.

4 OS HOMENS E SEUS SEGREDOS: DELIMITAÇÕES SOBRE FATO RELEVANTE NOS CASOS CRIMINAIS DE *INSIDER TRADING*

[...] “Excelência, o tempo é muito maroto com a gente. Fatos, depois que acontecem, tornam alguns atos anteriores óbvios, depois que o fato aconteceu. Só que antes do fato acontecer eram meras especulações. Não dá para você ganhar na loteria sem comprar bilhete, mas depois que você comprou, por que você ganhou? O que eu quero dizer é que olhando hoje, o fato de ter havido a oferta é que causou, este tumulto todo, podia não ter acontecido.”³³⁶

Visando à compreensão das delimitações de fato relevante nos casos criminais estudados, são apresentados os resultados obtidos pelo levantamento de dados a partir do percurso metodológico anterior.

Embora a análise no âmbito criminal seja a base do levantamento, aspectos administrativos são inicialmente abordados com a finalidade de se estudar o entendimento da autarquia sobre os elementos típicos das infrações administrativas, para prolatar, posteriormente, a relação entre tais ilícitos e o delito previsto no artigo 27-D da Lei nº 6.385/1976.

Desse modo, apoiado no referencial teórico do mercado de capitais e do tipo penal, analisam-se algumas chaves de interpretação interseccionando a análise de conteúdo, com o fito de se verificar, em cada um dos 10 casos: “quem fala?”, “para dizer o que?”, “a quem?”, “de que modo?”, “com que finalidade?” e “com que resultados?”. Formulando-se o aporte empírico necessário para se concluir quais os critérios para definir fato relevante que o Judiciário criminal brasileiro utilizou, nos anos de 2001-2021.

4.1 Delimitações sobre fato relevante no âmbito administrativo

Ancorado na MAD, a pesquisa teve como resultado o acesso, na esfera administrativa, a 47 processos administrativos sancionadores (PAS) tratando da temática de *insider trading*, no âmbito da CVM.

O início da análise de dados pela esfera administrativa se dá pela necessidade de testar as hipóteses 1³³⁷ e 3³³⁸, analisando-se as chaves de interpretação do conceito de fato relevante no âmbito administrativo, especificamente no âmbito da justificativa, para se

³³⁶ Interrogatório de L. fls. 48 da sentença do caso 1.

³³⁷ **H1)** No contexto criminal, o critério estabelecido pela CVM na Instrução 358/02 e na Resolução nº 44/21, ‘possa influir de modo ponderável’; não é suficiente para definir fato relevante

³³⁸ **H3)** A estrutura jurídica do crime do 27-D da Lei 6.385/1976 é de lei penal em branco, portanto, cabe à CVM a elaboração de diretrizes concretas sobre qual seria o parâmetro de informação com “relevância” apta a influir de modo ponderável.

compreender os limites e as potencialidades do conceito de fato relevante. Ademais, sem que se compreenda o significado de “fato relevante” no âmbito administrativo, não há como emitir juízo sobre o crime de negociação com informação privilegiada.

Os elementos iniciais da pesquisa são os exemplos de fatos considerados relevantes, constantes no parágrafo³³⁹ único do artigo 2º da ICVM 358 e o mesmo artigo, mas com diferentes incisos³⁴⁰, da Resolução nº44, a qual hoje figura como norma principal sobre o tema.

³³⁹ “Parágrafo único. Observada a definição do *caput*, são exemplos de ato ou fato potencialmente relevante, dentre outros, os seguintes: I - assinatura de acordo ou contrato de transferência do controle acionário da companhia, ainda que sob condição suspensiva ou resolutiva; II - mudança no controle da companhia, inclusive através de celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas; III - celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas em que a companhia seja parte ou interveniente, ou que tenha sido averbado no livro próprio da companhia; IV - ingresso ou saída de sócio que mantenha, com a companhia, contrato ou colaboração operacional, financeira, tecnológica ou administrativa; V - autorização para negociação dos valores mobiliários de emissão da companhia em qualquer mercado, nacional ou estrangeiro; VI - decisão de promover o cancelamento de registro da companhia aberta; VII - incorporação, fusão ou cisão envolvendo a companhia ou empresas ligadas; VIII - transformação ou dissolução da companhia; IX - mudança na composição do patrimônio da companhia; X - mudança de critérios contábeis; XI - renegociação de dívidas; XII - aprovação de plano de outorga de opção de compra de ações; XIII - alteração nos direitos e vantagens dos valores mobiliários emitidos pela companhia; XIV - desdobramento ou grupamento de ações ou atribuição de bonificação; XV - aquisição de valores mobiliários de emissão da companhia para permanência em tesouraria ou cancelamento, e alienação de valores mobiliários assim adquiridos; XVI - lucro ou prejuízo da companhia e a atribuição de proventos em dinheiro; XVII - celebração ou extinção de contrato, ou o insucesso na sua realização, quando a expectativa de concretização for de conhecimento público; XVIII - aprovação, alteração ou desistência de projeto ou atraso em sua implantação; XIX - início, retomada ou paralisação da fabricação ou comercialização de produto ou da prestação de serviço; XX - descoberta, mudança ou desenvolvimento de tecnologia ou de recursos da companhia; XXI - modificação de projeções divulgadas pela companhia; XXII - pedido de recuperação judicial ou extrajudicial, requerimento de falência ou propositura de ação judicial, de procedimento administrativo ou arbitral que possa vir a afetar a situação econômico financeira da companhia”.

CVM. Comissão de valores mobiliários. **Instrução Nº 358, de 03 de janeiro de 2002**. Dispõe sobre a divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas, disciplina a divulgação de informações na negociação de valores mobiliários e na aquisição de lote significativo de ações de emissão de companhia aberta, estabelece vedações e condições para a negociação de ações de companhia aberta na pendência de fato relevante não divulgado ao mercado. Brasília: Presidente da Comissão da CVM, 2002. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/300/inst358.pdf>. Acesso em: 20 maio 2020.

³⁴⁰ Parágrafo único. Observada a definição do *caput*, são exemplos de ato ou fato potencialmente relevante, dentre outros, os seguintes: I - assinatura de acordo ou contrato de transferência do controle acionário da companhia, ainda que sob condição suspensiva ou resolutiva; II - mudança no controle da companhia, inclusive por meio de celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas; III - celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas em que a companhia seja parte ou interveniente, ou que tenha sido averbado no livro próprio da companhia; IV - ingresso ou saída de sócio que mantenha, com a companhia, contrato ou colaboração operacional, financeira, tecnológica ou administrativa; V - autorização para negociação dos valores mobiliários de emissão da companhia em qualquer mercado, nacional ou estrangeiro; VI - decisão de promover o cancelamento de registro da companhia aberta; VII - incorporação, fusão ou cisão envolvendo a companhia ou empresas ligadas; VIII - transformação ou dissolução da companhia; IX - mudança na composição do patrimônio da companhia; X - mudança de critérios contábeis; XI - renegociação de dívidas; XII - aprovação de plano de outorga de opção de compra de ações; XIII - alteração nos direitos e vantagens dos valores mobiliários emitidos pela companhia; XIV - desdobramento ou grupamento de ações ou atribuição de bonificação; XV - aquisição de valores mobiliários de emissão da companhia para permanência em tesouraria ou cancelamento, e alienação de valores mobiliários assim adquiridos; XVI - lucro ou prejuízo da companhia e a atribuição de proventos em dinheiro; XVII - celebração ou extinção de contrato, ou o insucesso na sua realização, quando a expectativa de concretização for de conhecimento público; XVIII - aprovação, alteração ou desistência de projeto ou atraso em sua implantação; XIX - início, retomada ou paralisação da fabricação ou comercialização de produto ou da prestação de serviço; XX - descoberta, mudança ou desenvolvimento de tecnologia ou de recursos da companhia; XXI - modificação de projeções

A abrangência da expressão “que possa influir de modo ponderável”, como definição de fato relevante, mesmo que mereça elogio pela objetividade e concisão³⁴¹, peca em sua amplitude. Assim, determinar se um fato tem potencial de influência ponderável sobre a decisão de investimento é um processo que, na sua essência, requer uma análise casuística e envolve certo grau de subjetividade³⁴².

A CVM entende que a divulgação dos fatos relevantes, dada a sua natureza não definitiva, deve ocorrer em diferentes fases, à medida que as informações sejam produzidas e se tornem suficientemente concretas, sempre com a ressalva de que estão sujeitas a modificações dado seu caráter incerto³⁴³.

A divulgação nas diferentes fases é somente um dos pontos que tornam a definição de fato relevante fluída, sendo, ao mesmo tempo, sua própria definição e seu ponto de conflito, dando azo ao surgimento de perguntas como:

1. Qual o nível aceitável de alteração na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia pelo fato relevante?
2. Qual o critério para a fixação dos valores do nível de aceitabilidade?
3. Há informações que mesmo exercendo poder de influência não causam danos à liquidez mercantil pelo próprio mecanismo de reajuste do mercado?
4. Pode ser imposto ao mercado uma margem de transações suportáveis com base em fatos relevantes ainda não divulgados? Como seria essa margem?
5. Como se mensurar a influência dos fatos tidos como relevantes nas decisões dos investidores?
6. Poderiam ser fixados critérios matemáticos para afirmar um fato como tendo aptidão para afetar o comportamento dos investidores em relação aos valores mobiliários?

divulgadas pela companhia; e XXII – pedido de recuperação judicial ou extrajudicial, requerimento de falência ou propositura de ação judicial, de procedimento administrativo ou arbitral que possa vir a afetar a situação econômico-financeira da companhia.

³⁴¹ Cavali afirma que parece inegável a necessidade de serem utilizados conceitos amplos na redação normativa [administrativa], dada a multiplicidade de condutas reputadas nocivas ao mercado. Na esfera administrativa, a larga extensão conceitual é menos questionável do que no âmbito penal, dada a maior capacidade cognitiva dos destinatários da norma quanto aos seus deveres e a maior capacidade institucional dos reguladores para o detalhamento das infrações. CAVALI, Marcelo Costenaro. **Fundamento e limites de repressão penal da manipulação do mercado de capitais**: uma análise a partir do bem jurídico da capacidade funcional alocativa do mercado. 352f. Tese (doutorado) – Universidade de São Paulo, 2017.

³⁴² BOECHEM, Felipe Tavares; RIOS, Alexandre Carvalho Pinto. Análise da jurisprudência da CVM sobre o dever de divulgação de fatores relevantes. 2014. Revista de Direito Empresarial. vol. 5/2014. p. 123 – 151. Set – Out. 2014 DTR/2014/17783.

³⁴³ *Ibidem*.

Em buscas de respostas dentro dos precedentes da autarquia, inicialmente verificou-se que dos 47 PAS fruto da MAD realizada, somente 10 (dez) apresentam justificativas no corpo do voto sobre os motivos que levaram à conclusão de aquele fato ser considerado relevante. Restando 37 (trinta e sete) PAS sem menção específica sobre as razões daquele fato ser considerado relevante.

De maneira isolada, a análise dos números 10 (dez) e 37 (trinta e sete), não apresenta conclusões satisfatórias. Não podendo a pesquisa concluir que há uma deficiência de análise por parte dos Diretores ou uma postura silente, sendo necessária a verificação, caso a caso, por meio da análise de conteúdo.

A amostra dos 10 (dez) PAS os quais contêm delimitações sobre fato relevante são os seguintes: PAS CVM nº 06/2003; PAS CVM nº 04/04; PAS CVM nº RJ2013/9904; PAS CVM nº RJ2013/10579; PAS CVM nº RJ2015/5813; PAS CVM nº RJ2012/8010; PAS CVM nº RJ2014/10290; PAS CVM nº RJ2016/5039; PAS CVM nº 01/2014; PAS CVM nº RJ2014/1785; podendo ser visualizado pelos próprios códigos-nominiais que não houve período temporal em destaque – descartando-se a hipótese de somente em uma formação específica de Diretores existir o aprofundamento da justificativa–, havendo a necessidade de análise individual de cada PAS mencionado.

4.1.1 Análise das justificativas presentes nos PAS

O primeiro voto analisado, o PAS CVM nº 06/2003³⁴⁴, de Relatoria da Diretora Norma Jonssen Parente, o qual foi proferido em 14 de setembro de 2005, trata de um caso ocorrido em meados de 2002, no qual os meios de comunicação publicaram diversas reportagens sobre uma possível especulação com ações de emissão da “Globo Cabo S.A.”

De acordo com as matérias veiculadas na mídia da época, e devidamente apuradas pela Superintendência da CVM, a procura por aluguel das ações emitidas pela Globo Cabo havia atingido seu recorde em 20/06/02, refletindo uma forte expectativa de depreciação destes papéis, o que poderia estar relacionado com uma operação de capitalização da companhia noticiada em 12/03/02. A referida operação, no valor de R\$1 bilhão, consistiu na conversão de debêntures e na integralização em dinheiro de novas ações a serem emitidas.

No caso que ensejou o PAS, foi investigado se o então Banco BBA Creditanstalt S.A. teria infringido a ICVM 358/02 ao alienar 2.000.000 (dois milhões) de ações de emissão

³⁴⁴ PAS CVM nº 06/2003

da Globo Cabo às vésperas da divulgação do fato relevante o qual noticiou uma operação de capitalização da empresa no valor de R\$ 1 (um) bilhão, operação esta que contou com a participação direta do banco.

O Voto, o qual concluiu pela absolvição dos acusados³⁴⁵ (todos na categoria primário), quando se dedica à análise do fato relevante da operação de capitalização da empresa, assim a delinea:

(...) fato ou ato relevante é qualquer fato ou ato que seria levado em consideração por um **investidor médio** ao negociar com ações. (...) Afinal, tratando-se de uma das ações **mais líquidas do mercado brasileiro**, seria, a meu juízo, impossível que qualquer informação relevante e sigilosa a seu respeito pudesse ser disseminada ao público sem que se fizesse sentir em suas cotações nos mercados em que eram negociadas (...) contudo, deve-se levar em conta que as ações PLIM4 tinham como característica uma volatilidade excepcional. Comparadas às médias históricas do período, as variações percentuais exposto comentadas não traduzem nenhum comportamento que desvie de seu padrão. A leitura que se pode fazer destes dados é que a divulgação preliminar da operação de capitalização da companhia já havia sido suficiente para que o **mercado absorvesse seus efeitos**. A divulgação do Fato Relevante apenas reforçou algo que já era de domínio público. Desse modo, sendo a informação de domínio público, não há como considerá-la privilegiada e, por consequência, é impossível cogitar acerca do suposto uso indevido desta informação.

Os argumentos expostos podem ser divididos nos seguintes blocos: (I) traz a conceituação normativa de fato relevante; (II) traça um panorama acerca da liquidez da ação; (III) traz ao caso as variações percentuais comparadas às médias históricas do período do caso; (IV) analisa a capacidade, ou não, do mercado absorver o impacto da informação. Essa linha argumentativa parece conduzir para uma explicação a qual responde pelo menos as questões 1-4 apresentadas no início do tópico; indicando que uma informação capaz de influir de modo ponderável pode ser mapeada e, indo além do mero mapeamento, os órgãos de monitoramento podem observar se houve, ou não, a absorção da informação pelo mercado.

³⁴⁵ O voto traçou, ainda, panoramas interessantes sobre a possibilidade, ou não, de haver indícios de utilização de informação relevante: a) com relação a Peterson Balderrama Reis, maior comprador e vendedor de ações PLIM4, embora tenha obtido um pequeno lucro no mercado de opções, realizou prejuízo no mercado à vista, o que provavelmente não teria ocorrido se este investidor detivesse alguma informação privilegiada. b) Alexandre Medaber obteve um pequeno lucro através de bem-sucedidas operações de day-trade. As sucessivas alternâncias entre compras e vendas denotam uma estratégia focada no aproveitamento das oscilações de curto prazo nos preços do papel, comportamento incompatível com o uso privilegiado de informações relevantes. c) O mesmo pode-se dizer do investidor Skopus GPS Fundo de Investimento em Ações. Similarmente, o comitente Morgan Stanley Financial Products Ltd. atuou com igual intensidade nas operações de compra e venda ao longo do período analisado. Mais uma vez, pressupõe-se que, se o investidor detivesse qualquer informação relevante, ele tenderia a atuar de forma muito mais expressiva na ponta vendedora. Os ganhos dos investidores Portfolio Brazil LLC e Principal Business S.A. também foram considerados regulares. A análise dos comitentes sobre a companhia refletia elementos de amplo conhecimento do mercado e que autorizavam a presunção de que as ações fossem se desvalorizar. Logo, apesar do ganho ter decorrido de operações especulativas envolvendo grande quantidade de ações emprestadas, os elementos de prova nos autos não caracterizaram uso privilegiado de informações relevantes por parte destes comitentes. PAS CVM nº 06/2003.

O segundo caso com parâmetros de justificação sobre o que se entende por fato relevante é o PAS CVM Nº 04/04, de relatoria do Diretor Marcelo Fernandez Trindade.

O plano de fundo³⁴⁶ foi o endividamento do Grupo AES com o BNDES e as sucessivas prorrogações e renegociações, que culminaram nas dívidas deixando de ser adimplidas e a AES entrando em mora no pagamento de US\$ 85 milhões decorrentes da compra das ações ordinárias.

Quando se dedica a discorrer sobre o fato relevante do caso, o Diretor constrói a argumentação no sentido de o fato relevante não ser um fato isolado no tempo, mas aquele evento objetivo que conclui uma sucessão de eventos relevantes. Observa-se:

(...) O Fato Relevante, quando consumada a negociação, foi apenas a **conclusão de uma sucessão de eventos relevantes sobre os quais o mercado não estava oficialmente informado, mas o acusado estava**. Estudos mais aprofundados em finanças, notadamente nos Estados Unidos, confirmam que o momento do fato relevante, na maior parte das vezes, não é representado por um evento objetivo localizado no tempo, que de forma clara e definitiva simbolize a ocorrência relevante nos negócios da companhia. Verificou-se naqueles estudos que, frequentemente, o fato isolado (a assinatura de um contrato, por exemplo) não é suficiente para capturar, de uma só vez, o impacto de uma informação relevante. Assim, parece-me que, no caso concreto, não apenas a informação era relevante, no sentido de substancial, como os acontecimentos inclinavam-se para a solução amigável da questão, inclusive por aconselhamento do acusado, como um dos advogados de BNDES e BNDESPar. [grifou-se]

Semelhante é a conclusão no PAS CVM nº RJ2015/5813³⁴⁷, quando se conclui que a divulgação do fato relevante seria o resultado de uma situação que já vinha se construindo anteriormente e, em seu aspecto mais amplo:

(...) Nesse contexto, não importa que o fato relevante efetivamente divulgado em 14/08/2013 dissesse respeito ao pedido da Renill para repactuação da dívida, uma vez que **esse aspecto específico seria o resultado de uma situação que já vinha se construindo anteriormente** e que, em seu aspecto mais amplo, consistia nas fortes evidências de que a Remill não iria quitar tempestiva e integralmente a sua dívida com a Forjas Taurus, o que já constituiria a essência do fato relevante. Desta forma, o fato relevante surgiu quando se configurou de forma consistente a indicação de que haveria inadimplemento pela Renill e que esta não pretendia pagar integralmente o crédito da Forjas Taurus, o que veio a ser confirmado com o não pagamento da primeira parcela no dia 30/06/2013. [grifou-se]

³⁴⁶ Dentre as pessoas envolvidas, ligadas ou contratadas para prestar serviços relativos à operação, 258 foram investigadas. Os filtros de acompanhamento de mercado da CVM detectaram aumento das cotações e do volume de negociação das ações preferenciais de emissão da Eletropaulo, indicando a possibilidade de ter ocorrido vazamento de informações sigilosas. O assunto também foi objeto de notícias da imprensa especializada.

³⁴⁷ O fato relevante, no caso, seria relacionado à postura recalcitrante da Renill quanto ao pagamento da primeira parcela da dívida decorrente da aquisição da SM Metalurgia Ltda., que se venceria em 30/06/2013 e era parte de um negócio cujo valor total era de R\$ 115.350.000,00 (cento e quinze milhões e trezentos e cinquenta mil reais), bem como a intenção da devedora de não quitar a dívida integralmente. Importante, desde logo, ressaltar que o fato relevante, no caso, era o conjunto de circunstâncias que indicavam que a Renill não iria quitar a primeira parcela e que pretendia reduzir o valor total da dívida, o que causaria um abalo econômico-financeiro na Forjas Taurus, com capacidade para afetar o comportamento dos investidores em relação aos valores mobiliários da Companhia

Ora, tem-se uma definição diferente da apresentada no PAS CVM nº 06/2003. Ao afirmar que o “Fato Relevante foi apenas a *conclusão* de uma sucessão de eventos relevantes sobre os quais o mercado não estava oficialmente informado”, e, utilizando-se de um estudo estadunidense, se acosta à conclusão de que “frequentemente, o fato isolado (a assinatura de um contrato, por exemplo) não é suficiente para capturar, de uma só vez, o impacto de uma informação relevante” o Diretor analisa a capacidade, ou não, do mercado absorver o impacto da informação de maneira gradual, ou, nas palavras dos Diretores, o papel da informação como “aspecto específico do resultado de uma situação que já vinha se construindo anteriormente”.

A análise da relevância não como um fato isolado, único, mas como sendo a informação representativa do ápice de um conjunto de negociações ou tratativas, implica em uma análise de todo o contexto de mercado, indicando que não é possível concluir sobre a relevância ou não de um fato sem que haja o acompanhamento anterior e posterior ao seu conhecimento pelo mercado³⁴⁸.

Em verdade, o termo utilizado para referir-se às informações que os investidores podem extrair do respectivo fato é análise qualitativa³⁴⁹. Assim, mesmo que não gerem um

³⁴⁸ O negócio não precisa estar efetivamente concluído para que a informação seja disponibilizada ao mercado. Basta a razoável probabilidade do seu fechamento ou apenas a sua intenção de celebração para que a divulgação aconteça. Assim, a informação ao mercado deve acontecer antes do início ou após o encerramento dos negócios nos mercados em que os valores mobiliários da companhia forem listados. Excepcionalmente, os atos ou fatos relevantes podem deixar de ser divulgados se os acionistas controladores ou administradores da companhia entenderem que sua revelação poderá colocar em risco o interesse legítimo da companhia. Nessa hipótese, é recomendado aos administradores e acionistas controladores da empresa submeter à CVM a decisão de manter em sigilo atos ou fatos relevantes cuja manifestação possa configurar manifesto risco a companhia, nos termos da ICVM 358 e da Resolução nº 44/2021.

³⁴⁹ O à época diretor Pedro Marcílio resumiu esta questão no âmbito do PAS RJ2006/4476, da seguinte forma: empréstimo seria considerado um fato relevante se, por exemplo, sua contratação fosse (i) uma condição suspensiva para a conclusão de uma aquisição relevante já divulgada pela companhia; (ii) uma condição necessária ao início da construção de um projeto industrial substancial também já divulgado pela companhia, ou (iii) suficiente para o equacionamento da situação de liquidez, que poderia levar a companhia à falência ou a requerer recuperação judicial, e que é de conhecimento dos investidores. A determinação da relevância de um empréstimo envolve normalmente uma análise sobre a sua importância econômica para a companhia. Nos PAS RJ2006/4476 e PAS RJ2007/1079, a CVM analisou dois empréstimos da Caemi para sua controladora (VALE) no valor total de US\$400 milhões e concluiu que tais operações: (i) eram relevantes para a Caemi, pois dentre outros fatores, representavam 38,07% do patrimônio líquido desta companhia; e (ii) não eram relevantes para a Vale, pois, dentre outros fatores, representavam 3,42% do patrimônio líquido desta companhia. Além da importância econômica em termos quantitativos, outra questão interessante abordada pelo colegiado nos dois processos acima mencionados refere-se à relevância qualitativa dos empréstimos, especialmente em operações celebradas entre partes relacionadas. No PAS RJ2006/4476, o diretor Pedro Marcílio reconheceu a relevância qualitativa do empréstimo para a Caemi como um dos argumentos (mas não o único) utilizado para determinar que as transações configuravam fatos relevantes. Para este diretor, tais empréstimos demonstrariam um tratamento privilegiado ao acionista controlador que teve o direito de obter um empréstimo abaixo do seu custo de captação, o que não foi conferido aos demais acionistas da Caemi. No PAS RJ2007/1079, o diretor Marcelo Trindade esclareceu que, embora os empréstimos pudessem representar um indício de práticas de governança corporativa menos rigorosas, este argumento isoladamente não seria suficiente para tornar sua publicação obrigatória. No PAS RJ2006/4476, a concentração excessiva de empréstimos em um único devedor (Vale) também foi considerada pelo colegiado como um argumento adicional para considerar as transações como relevantes para a Caemi. Foi ressaltado ainda que o

potencial impacto relevante sobre a situação operacional, patrimonial ou financeira da companhia, um fato poderá ser considerado relevante se os investidores puderem extrair dele elementos significativos para sua decisão de investimento³⁵⁰.

Ainda que a análise isolada das características quantitativas e qualitativas de um fato conduza à conclusão de que ele não é relevante, pode ocorrer, dentro de um contexto mais amplo, que este fato seja considerado importante para a decisão de investimento. Nesse sentido, a análise também deve ser conjuntural, ou seja, o administrador deve avaliar as características de um fato e ponderá-las de acordo com a conjuntura em que a respectiva companhia esteja inserida³⁵¹.

Em tom diferente dos PAS expostos, mas ainda no contexto de uma linha de negociações que culminou com a divulgação de fatos relevantes, o PAS CVM nº RJ2013/10579, desconstrói a argumentação defensiva de que a aprovação do financiamento (fato relevante) foi um ato secundário, meramente operacional.

O contexto do caso³⁵² foi a acusação em desfavor de E.I.M, membro do Conselho de Administração da Renova Energia S.A., e responsável pela área de gestão da Explora Investimentos Gestão de Recursos Ltda., baseando-se no fato de que o Southern Solutions LLC, investidor cujos recursos eram geridos pela Explora, sob a responsabilidade do Acusado, havia

fato de a classificação de risco do devedor ser baixa não seria suficiente para descaracterizar a relevância da operação, uma vez que mesmo um rating muito bom não é garantia de pagamento. CF. BOECHEM; RIOS. Jurisprudência da CVM sobre fato relevante

³⁵⁰ BOECHEM; RIOS. Jurisprudência da CVM sobre fato relevante

³⁵¹ BOECHEM; RIOS. Jurisprudência da CVM sobre fato relevante

³⁵² Além da delimitação de fato relevante o qual conduz a pesquisa, especialmente em relação aos meios probatórios, o PAS CVM nº RJ2013/10579, merece menção Primeiramente, a acusação afirmou que: (i) não havia histórico de negociações com as units antes ou depois do período investigado (28 de dezembro de 2010 a março de 2011); (ii) havia a expectativa de retorno positivo para o investimento diante da notícia divulgada, o que efetivamente ocorreu, e (iii) diante da existência da taxa de performance, havia incentivo para que a Explora obtivesse lucro anormal com a operação, na qual obteve um retorno de 51% sobre o capital investido, em apenas três meses. Como primeira prova, o Voto menciona a participação do Acusado na reunião do Conselho de Administração da Renova de 27 de dezembro, que decidiu pela realização das obras para construção dos parques eólicos, condição indispensável para a aprovação do financiamento, circunstância que lhe teria permitido antever que o BNDES aprovaria o empréstimo requerido pela Companhia. A segunda prova seria o e-mail enviado pelo vice-presidente do Banco S., instituição que assessorava a Renova, a servidor do BNDES, no dia 28 de dezembro, onde o primeiro questiona sobre em que momento o resultado da reunião seria informado à Companhia, e este último afirma que a reunião acabara, mas não sabia qual fora a decisão adotada. A partir desta mensagem, a acusação inferiu que o Acusado sabia que a reunião no BNDES seria realizada naquela data (28 de dezembro) e a decisão seria pela concessão do empréstimo. A terceira prova resultaria do fato de que o Acusado afirmou que mantivera contatos com D.F., R.H. e R.D., diretores da Renova, pessoas que foram científicadas, em 28 de dezembro, da aprovação do financiamento, o que para a acusação comprovaria que estes diretores repassaram a informação para o Acusado, ainda naquela data. Esses acontecimentos, contudo, não foram suficientes para convencer o Diretor que o Acusado detinha a informação que o BNDES aprovaria, no dia 28 de dezembro, o financiamento que lhe fora requerido pela Renova, e dela se utilizou para negociar com as *units* de emissão da Companhia, restando absolvido. Havendo a comunicação do resultado à Procuradoria da República no Estado de São Paulo, para que fossem tomadas as providências cabíveis.

comprado 77.800 (setenta e sete mil e oitocentos) *units* de emissão da Renova, nos dias 28, 29 e 30 de dezembro de 2010, e no dia 03 de janeiro de 2011, pelo valor total de R\$ 1.705.654,00 (um milhão, setecentos e cinco mil, seiscentos e cinquenta e quatro reais), possuindo conhecimento prévio da informação divulgada no Comunicado ao Mercado em 03 de janeiro de 2011, a qual tratava da aprovação dos financiamentos requeridos ao BNDES e BNB.

No Voto consta que a aprovação era condição indispensável para a obtenção dos recursos a serem investidos nas obras de construção dos parques eólicos, cuja execução era inegavelmente relevante para a continuidade operacional da Companhia, como bem retratam os valores divulgados por Comunicado, sendo nestes termos justificada a relevância do fato. Veja-se:

PAS CVM nº RJ2013/10579: de pronto, destaco que assiste razão à acusação quando afirma que o Comunicado divulgado pela Renova, no dia 03.01.11, continha informações relevantes e desconhecidas do mercado. Afinal, foi informado que a Companhia “obteve aprovação de financiamento para seus 14 parques eólicos contratados no 2º leilão de reserva de dezembro de 2009 (LER 2009) junto ao Banco Nacional de Desenvolvimento (BNDES) e ao Banco do Nordeste (BNB). **O volume financiado consolidado alcança R\$904.6 milhões e representa aproximadamente 77% do total de investimentos previstos de R\$1.170 bilhão**”. Assim, não acato os argumentos do Acusado que objetivam descaracterizar a relevância da informação divulgada pela Companhia, sob a justificativa de que os parques eólicos foram contratados em 2009 e a necessidade de financiamento já era prevista; portanto, de conhecimento público, pois tais fatos não são suficientes para descaracterizar a relevância da informação. Diferentemente do que sustenta o Acusado, **a aprovação do financiamento não foi um ato secundário, meramente operacional, muito pelo contrário, a aprovação era condição indispensável para a obtenção dos recursos que seriam investidos nas obras de construção dos parques eólicos, cuja execução era inegavelmente relevante para a continuidade operacional da Companhia, como bem retratam os valores divulgados por Comunicado.** [grifou-se]

A negociação pelo *insider* pode, em determinados casos, ser indício³⁵³ da existência de informação relevante. Em verdade, a relevância dessa informação reside justamente em sua capacidade de influenciar na decisão do investidor. O que não se pode admitir, contudo, é que esse argumento seja considerado prova suficiente do ilícito, sob pena de se construir uma definição circular, que torna dispensável o elemento que está na gênese do *insider trading*: a

³⁵³ Afasta-se dessa definição a informação especulativa, ou seja, todo fato que não passa de uma conjectura (seria especulativo, por exemplo, se essa mesma companhia apenas pudesse a ter a intenção de fazer uma oferta, depois de realizar estudos ainda não iniciados, que indiquem a aquisição como oportuna)”. Na mesma linha, manifestou-se o diretor Marcelo Trindade no PAS 22/99: “a informação deve ser disponibilizada tão logo mereça esse nome, isto é, desde que se trate não de mero projeto inicial e desconexo, mas se tenha traduzido em objetivo concreto da administração ou do controlador. O juízo do administrador é o mais sábio para atestar o momento em que se passa do campo da mera expectativa para o da possibilidade real sobre a efetivação de um negócio, de uma perda ou de um lucro, e a eventual incerteza quanto à concretização final do evento não deve afastar o dever de informar, desde que, naturalmente, seja feita a ressalva quanto àquela incerteza”.

existência da informação privilegiada com o poder de influenciar na cotação ou decisão do mercado.

No sentido de análise de variação “dos preços após a divulgação das informações”, os exemplos do PAS CVM nº RJ2013/9904, do PAS CVM nº 01/2014, do PAS CVM nº RJ2014/1785, PAS CVM nº 2012/8010, e do PAS CVM nº RJ2016/5039 são contundentes e mencionam especificamente:

PAS CVM nº RJ2013/9904: à luz do que dispõe a citada Instrução, fica claro que a confirmação da alienação do controle da Amil configura fato relevante, merecedor de ampla divulgação ao mercado. A UHG, como amplamente citado neste processo, é a maior empresa de benefícios e serviços de saúde nos Estados Unidos da América e líder em medidas inovadoras para a melhoria da saúde da população e do sistema de saúde. A união da Amil com uma empresa desse porte certamente influenciaria na cotação dos valores mobiliários e na decisão dos investidores em comprar, vender ou manter os valores mobiliários de emissão da Amil. **Além disso, o próprio art. 2º da Instrução CVM nº 358/02 apresenta as situações e exemplos de fatos potencialmente relevantes, estando a “assinatura de acordo ou contrato de transferência do controle acionário da companhia, ainda que sob condição suspensiva ou resolutive” entre as hipóteses aventadas.** Afora o aspecto conceitual sobre fato relevante, a acusação identificou uma **continuidade na valorização da cotação das ações após a divulgação do Fato Relevante**, a indicar que a informação influenciou no comportamento dos investidores, a reforçar a conclusão de que a alienação do controle da Amil se tratava de um ato relevante". [grifou-se]

PAS CVM nº 01/2014, assim menciona:

PAS CVM nº 01/2014: anote-se que a relevância da informação sobre o acordo de associação da Globex com as Casas Bahia é inequívoca, **considerando a magnitude da operação societária e as oscilações de volume e cotação da ação após a sua divulgação.** [grifou-se]

O PAS CVM nº 2014/1785, aduz que:

PAS CVM nº 2014/1785: nos termos do art. 2º da Instrução CVM nº 358/0211, é relevante todo fato relacionado à companhia que possa influir, de modo ponderável, na decisão racional dos investidores de comprar, vender ou manter valores mobiliários emitidos por esta companhia. Como a decisão de publicar a informação relevante ocorre, na maioria dos casos, antes que ela seja de conhecimento público, cabe aos administradores realizar avaliação prévia do potencial impacto do fato no comportamento dos investidores. **A administração da TPI, ao avaliar a potencialidade do impacto na cotação das ações da Companhia que poderia seguir-se à divulgação do aumento de capital, não só entendeu tratar-se de hipótese de fato relevante conceituada** pelo art. 2º da Instrução CVM nº 358/02, como fez a divulgação durante o horário de negociação das ações, a revelar que considerou indispensável a pronta disseminação daquela informação ainda durante o pregão. Com efeito, não se pode tirar a razão da administração da TPI de ter publicado aquelas informações na forma de aviso de fato relevante, pois o aumento de capital reduziria sua alavancagem financeira e melhoraria sua estrutura de capital, mitigando riscos na execução dos projetos de longo prazo e maximizando o retorno aos acionistas. E o acerto da decisão dos administradores foi comprovado pela influência que as informações causaram no comportamento dos investidores, dado que o volume e o preço das ações aumentaram significativamente após a publicação do fato relevante. Isso demonstra que o conhecimento sobre a emissão das debêntures influenciou, de modo ponderável, o comportamento dos investidores da Companhia. (...) **É inegável a importância de um investimento da ordem de R\$1,6 bilhão por**

uma companhia do porte da Petrobras e, além disso, o caráter estratégico da parceria para alavancar o potencial de ambas as companhias no mercado de etanol. (...) Ademais, corroboram esse entendimento (i) o fato de a parceira ter sido julgada relevante pelos administradores da Guarani, que a estamparam na forma de fato relevante, tendo entendido, assim, preenchidos os requisitos do art. 2º da Instrução CVM nº 358/023 e (ii) a influência que o anúncio causou no volume de negociação das ações da Guarani, uma vez que no pregão seguinte ao aviso, em 03.05.2010, foi identificado o segundo maior volume negociado da história do papel demonstrando que o conhecimento da parceria influenciou, de modo ponderável, no comportamento dos investidores. Resta evidente, destarte, que um investidor que tomasse conhecimento de que a Guarani iria firmar uma parceria com a maior empresa de óleo e gás do Brasil, previamente à sua divulgação, estaria de posse de uma informação privilegiada, pois saberia, antes de todos os outros investidores, de uma nova perspectiva sobre futuros negócios da Companhia e da grande probabilidade de valorização das ações a partir do momento em que essas informações fossem públicas. [grifou-se]

Veja-se, ainda, o PAS CVM nº 2012/8010:

PAS CVM nº 2012/8010: (...) feita essa introdução, acredito que seja necessária uma ponderação sobre a possibilidade de se classificar como privilegiadas as informações destacadas pela Acusação. Quanto a isso, cabe lembrar que, conforme entendimento já consolidado pelo Colegiado, para que seja considerada privilegiada, uma informação deve atender simultaneamente a dois critérios: o da relevância e o da confidencialidade. Em outras palavras, privilegiada é aquela informação capaz de influir de modo ponderável na cotação dos valores mobiliários emitidos ou nas decisões tomadas por investidores e que ainda não seja de conhecimento público(...) **Independentemente de os resultados virem a confirmar tendências inferidas a partir de demonstrações anteriores, sua dimensão exata só pode ser demonstrada a agentes externos depois de sua (referindo-se à informação)³⁵⁴ aprovação pela administração e divulgação ao mercado.** Reforçando essa constatação, apenas a título de argumentação, cabe lembrar que a Instrução CVM nº 358, de 2002, estabeleceu, em seu art. 13, §4º, uma presunção de que existe informação privilegiada no período de 15 dias que antecede a divulgação de informações financeiras. A própria regulamentação reconhece, portanto, que, previamente à sua divulgação, as demonstrações financeiras de uma companhia atenderiam aos dois critérios exposto mencionados. [grifou-se]

Já o PAS CVM nº RJ2016/5039, em seu tempo:

PAS CVM nº RJ2016/5039: (...) com relação ao primeiro elemento necessário para a caracterização do ilícito em análise (existência de informação privilegiada), resalto que, à época em que os Acusados adquiriram ações BEMA3, a Bematech estava negociando a operação com a Totvs. A notícia era, sem dúvida, relevante, como demonstra **a forte valorização do papel após o anúncio da operação.** Ademais, a operação entre Bematech e Totvs era sigilosa, no momento em que os Acusados adquiriram o papel, só tendo sido noticiada com a divulgação do Fato Relevante. Parece-me, portanto, clara, a existência de informação privilegiada. [grifou-se]

Nos PAS expostos, percebe-se que há uma forte consideração, para a construção do argumento dos Diretores, acerca da continuidade na valorização da cotação das ações após a divulgação do Fato Relevante. Os Diretores não somente verificaram o teor do fato relevante, tampouco só consideraram utilização da informação (em um argumento circular já afastado anteriormente), mas conjugaram fatores de norma + verificação com o mercado. Traduzindo

³⁵⁴ Não presente no original, mas incluso para melhor compreensão do leitor.

uma questão que vai além da possibilidade de se presumir a relevância de determinada informação em razão do fato de o seu detentor ter decidido negociar, mas contendo uma identificação de continuidade na valorização da cotação das ações após a divulgação do fato relevante.

Verifica-se, ainda, que em 2 dos 4 Votos citados nesse bloco de fundamentação além da citação direta da instrução, há a adequação completa de incisos do próprio art. 2º da Instrução CVM nº 358/02; estando a “assinatura de acordo ou contrato de transferência do controle acionário da companhia, ainda que sob condição suspensiva ou resolutiva”, o inciso I da instrução, por exemplo, entre as informações relevantes nos PAS analisados; indicando que as situações mencionadas na norma administrativa, mesmo que responsável por regulamentar um ambiente fluído, sendo cada situação particular e com tons únicos, consegue ser uma boa base de interpretação e previsão, tendo em vista que a pesquisa indicou uma análise da valorização do papel após o anúncio de cada fato relevante.

No âmbito dos Votos ora em estudo, percebe-se uma menção específica ao trabalho de análise sobre a "potência" de determinada informação ser dever da administração da companhia, não sendo um trabalho preditivo, com o intuito de prever antecipadamente qual será o comportamento do investidor diante da nova informação, mas um trabalho de avaliação “diligente e responsável” da administração da companhia, como menciona o PAS CVM nº RJ2014/10290:

Com a definição de fato relevante estabelecida no art. 157, §4º, da Lei nº 6.4046, de 1976, e do art. 2º da Instrução CVM nº 358, de 20027, **é possível constatar que o legislador incumbiu à administração da companhia o dever de avaliar, de maneira ponderada, diligente e responsável, se determinada informação deve receber o devido destaque e ser tornada pública por meio de aviso de fato relevante.** Para cumprir sua obrigação, o administrador deve considerar a possibilidade de a informação influenciar a intenção do investidor em negociar com os valores mobiliários emitidos pela companhia, ou seja, a probabilidade de que a informação produzida no seio da sociedade repercuta no juízo de avaliação que o investidor tem sobre os ativos e passivos da companhia. A esse respeito, cabe trazer à colação manifestação do Diretor Pedro Márcilio, que definiu assim os contornos desta avaliação: “Dado que a decisão de publicar o fato relevante se dá, via de regra, antes que ele seja de conhecimento do público, na maioria das vezes, o administrador deve fazer juízo de valor sobre a probabilidade de que ele impacte a decisão de negociar valores mobiliários emitidos pela companhia, sem, no entanto, poder confirmar, antes da divulgação, se o fato realmente influenciará a decisão dos investidores. É, por isso, **que a análise é sobre a "potência" de impacto e não sobre o real impacto.** Como se vê, o administrador deve avaliar se a informação tem potencial de influenciar o investidor em sua decisão de investimento, **não lhe cabendo, portanto, saber antecipadamente qual será o comportamento do investidor diante da nova informação, ou seja, se o preço da ação valorizar-se-á ou não após a divulgação do fato relevante, pois é muito difícil prever o real impacto da informação no mercado.** No caso dos autos, não se pode tirar razão da Unicasa por ter publicado a adesão ao REFIS como fato relevante, pois a renegociação de dívidas é um fato social com evidente potencial de influenciar a intenção dos investidores. Tanto é assim que o art. 2º, parágrafo único, XI, da Instrução CVM nº 358, de 2002, elencou a hipótese

como exemplo de fato potencialmente relevante, merecedor, portanto, de ampla divulgação pela companhia. Além disso, a adesão ao REFIS tem implicações importantes na vida das companhias, com reflexos no perfil de suas dívidas e nas condições de acesso às diversas fontes de financiamento, bem como faz surgir diferenças entre saldos consolidados e valores registrados na contabilidade. **Com efeito, uma informação que afete o nível de endividamento, o resultado do exercício e o fluxo de caixa de uma companhia certamente possui relevância para um investidor racional tomar a sua decisão de investimento, pois tais parâmetros servem justamente para fundamentar a avaliação da companhia e das ações por elas emitidas, de modo que o valor do benefício auferido pela Unicasa no presente caso não parece irrelevante, como querem fazer crer os Acusados.** [grifou-se]

Como parte do processo de avaliação da relevância de um fato, cabe ao administrador analisar suas características qualitativas e quantitativas, ponderá-las dentro da conjuntura em que a respectiva companhia está inserida. Por análise quantitativa entende-se aquelas relacionadas à mensuração do impacto que o fato poderá causar à companhia. A abstração e nível de dificuldade dependerá das circunstâncias do caso concreto.

A divulgação, denominada por uma parcela de autores como “evidenciação³⁵⁵” não significa apenas divulgar, mas divulgar com qualidade, oportunidade e clareza. Assim, para alcançar a transparência pretendida com *disclosure*, a instituição deve divulgar informações qualitativas e quantitativas³⁵⁶ as quais possibilitem aos usuários formar uma compreensão das atividades desenvolvidas e dos seus riscos, observando os aspectos de tempestividade e detalhamento necessários. O *disclosure* somente será obtido se houver clareza do conteúdo a ser informado dentro do tempo ideal de divulgação da informação ao público interessado³⁵⁷.

O nível de transparência na comunicação é um indicador importante das boas práticas de governança corporativa nas companhias, o que reforça o papel do administrador em avaliar se determinada informação tem potencial de influenciar o investidor em sua decisão de investimento. Por outro lado, se não é possível que todas as informações disponíveis no mercado reflitam no valor da empresa, aquelas consideradas relevantes trazem impactos na valorização do preço da ação, devendo ser efetivamente analisadas e divulgadas.

³⁵⁵ Evidenciação, no sentido ora empregado, funciona como uma abreviação de “evidenciação ao mercado sobre informações relevantes”, sendo majoritariamente utilizada na esfera da contabilidade. Nessa parcela de autores: GOMES, Amaro Luiz de Oliveira; NIYAMA, Jorge Katsumi. Contribuição ao Aperfeiçoamento dos Procedimentos de Evidenciação Contábil Aplicáveis às Demonstrações Financeiras de Bancos e Instituições Assemelhadas. In: **XV CONGRESSO BRASILEIRO DE CONTABILIDADE**. 1996. p. 66-9; IUDÍCIBUS, Sérgio de. Teoria da contabilidade. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2000; e DANTAS, J. A. et al. A dualidade entre os benefícios do disclosure e a relutância das organizações em aumentar o grau de evidenciação. E & G Economia e Gestão, Belo Horizonte, v. 5, n. 11, p. 56-76, dez. 2005

³⁵⁶ Sobre as definições de informações qualitativas e quantitativas, “BOECHEM; RIOS. Jurisprudência da CVM sobre fato relevante”, menciona que

³⁵⁷ DANTAS, J. A. et al. A dualidade entre os benefícios do disclosure e a relutância das organizações em aumentar o grau de evidenciação. E & G Economia e Gestão, Belo Horizonte, v. 5, n. 11, p. 56-76, dez. 2005.

Da leitura dos PAS, percebe-se que as fundamentações podem ser divididas em 6 blocos, conforme verifica-se na tabela 2:

Tabela 2 - PAS CVM adequado à fundamentação

Nº do bloco	Fundamentação	PAS CVM adequado à fundamentação
1	Conceituação normativa de fato relevante	PAS CVM nº 06/2003; PAS CVM nº RJ2013/10579; PAS CVM nº RJ2013/9904, PAS CVM nº 01/2014, PAS CVM nº RJ2014/1785, PAS CVM nº 2012/8010, PAS CVM nº RJ2016/5039; PAS CVM nº RJ2014/10290
2	Panorama acerca da liquidez da ação	PAS CVM nº 06/2003
3	Variações percentuais comparadas às médias históricas do período do caso	PAS CVM nº 06/2003; PAS CVM nº RJ2014/10290
4	Análise da capacidade, ou não, do mercado absorver o impacto da informação	PAS CVM nº 06/2003
5	Fato relevante não ser um fato isolado no tempo, mas aquele evento objetivo que conclui uma sucessão de eventos relevantes	PAS CVM Nº 04/04; PAS CVM nº RJ2015/5813; PAS CVM nº RJ2013/10579
6	Variação dos preços após a divulgação das informações	PAS CVM nº RJ2013/10579; PAS CVM nº RJ2013/9904, PAS CVM nº 01/2014, PAS CVM nº RJ2014/1785, PAS CVM nº 2012/8010, PAS CVM nº RJ2016/5039; PAS CVM nº RJ2014/10290

Fonte: elaboração própria, com base nos dados da pesquisa

Da leitura da tabela 2 exposto, e, ao findar o estudo das fundamentações trazidas no presente tópico, pode ser observado que o número ínfimo de 10 PAS com argumentos específicos e detalhados sobre um fato ser, ou não, ser relevante, não se dá por displicência da CVM ou por desinteresse na temática.

A pesquisa pode concluir que, primeiramente os Diretores da CVM amparam-se na premissa de que se um fato foi divulgado ao mercado, mesmo que se conclua pela sua irrelevância, pode ocorrer, dentro de um contexto mais amplo, que o fato seja considerado importante para a decisão de investimento; fazendo a responsabilidade do filtro de relevância passar primeiramente pela companhia detentora da informação.

Nesse sentido, a análise passa a ser conjuntural, com o administrador tendo protagonismo sobre a avaliação das características de um fato com o intuito de ponderar de acordo com a conjuntura em que a respectiva companhia esteja inserida. Isso não significa afirmar uma ausência de obrigação de fiscalizar, em cada caso concreto, sobre a relevância da informação, admitindo-se que se “foi divulgado, presume-se relevante, presume-se presente as

características do ilícito de *insider trading*”. Em oposto³⁵⁸, torna mais difícil o trabalho dos Diretores de analisar qual o papel daquela informação na decisão dos investidores³⁵⁹.

As dificuldades, que são traduzidas em esforços por parte da autarquia, podem ser verificadas pelas menções, em todos os 47 PAS, de dados oriundos da área técnica da autarquia, auxilia em conclusões como a que havia sido suficiente para que o mercado absorvesse seus efeitos, presente no PAS CVM nº 06/2003. Desse modo, as hipóteses 1³⁶⁰ e 3³⁶¹, as quais forma o fio condutor desse tópico, continuam a ser testadas, aguardando a testagem final após a verificação dos casos penais, pois concluir pela refutação ou confirmação, somente com a análise na esfera administrativa, seria deturpar o objeto de pesquisa e forçar os dados, o que não se deseja.

Ao fim da análise dos PAS, há uma clareza na afirmação de que os investidores do mercado de capitais disponibilizam seus recursos, por confiarem e acreditarem que serão adequadamente utilizados, com base no comportamento passado dos emissores, nos compromissos por eles assumidos, bem como no sistema regulatório existente para prevenir e punir eventuais desvios de conduta.

Sob essa perspectiva, é importante reconhecer que uma das funções do regime de *disclosure* é auxiliar na criação e manutenção da confiança dos investidores no mercado de valores mobiliários, por meio da sinalização de que, ao optarem por captar recursos no mercado, os emissores estarão sujeitos à obrigação de tornar pública uma gama variada de informações a seu respeito, sob a fiscalização de um órgão que tem o total domínio das situações que podem vir a surgir.

³⁵⁸ Critérios como (i) data das operações de compra; (ii) não habitualidade das operações; (iii) interrupção de compra dos ativos; (iv) resultados obtidos; e (v) conexões pessoais e profissionais dos comitentes, são parâmetros usuais para delimitar os acusados em investigações de uso indevido de informação privilegiada, conforme descrição constante no PAS CVM 11/08. Isso não significa que todos os acusados têm que preencher todos os requisitos ou se enquadrar em todos os critérios de investigação de maneira idêntica. Os critérios são balizadores da investigação e não condições da acusação.

³⁵⁹ Destaca-se que a conclusão da pesquisa, após a análise dos 47 PAS, pode verificar dentre as absolvições 5 argumentos preponderantes para não condenar o(s) acusado(s): 1. A informação era de domínio público, não sendo, portanto, privilegiada; 2. O valor do lucro foi mínimo, sendo dispensável e desproporcional a acusação; 3. A acusação não foi capaz de identificar a fonte da informação, limitando-se apenas a afirmar que os indiciados relacionavam-se comercialmente com a Companhia, não podendo ser tida como privilegiada. 4. Não há comprovação, explicação ou descrição de como a informação teria sido obtida ou mesmo quando teria sido obtida; 5. Perfil das aquisições não apresentaria características típicas de aproveitamento de informações privilegiadas. Não podendo ser verificado, em nenhum dos 47 PAS, a conclusão de que o fato não seria relevante.

³⁶⁰ **H1)** No contexto criminal, o critério estabelecido pela CVM na Instrução nº 358/02 e na Resolução nº 44/21, ‘possa influir de modo ponderável’; não é suficiente para definir fato relevante.

³⁶¹ **H3)** A estrutura jurídica do crime do 27-D da Lei nº 6.385/1976 é de lei penal em branco, portanto, cabe à CVM a elaboração de diretrizes concretas sobre qual seria o parâmetro de informação com “relevância” apta a influir de modo ponderável.

Na abertura do tópico, mencionou-se que a definição de fato relevante era fluída, sendo, ao mesmo tempo, sua própria definição e seu ponto de conflito, dando azo ao surgimento de 7 perguntas. Após a leitura dos PAS, as perguntas podem ser devidamente respondidas, como forma de fechamento do tópico administrativo.

Pergunta 1: qual o nível aceitável de alteração na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia pelo fato relevante?

Resposta: o nível “aceitável” de alteração na cotação dos valores mobiliários em determinada companhia não é uma resposta que se constrói com valores matemáticos rígidos e pré-determinados, mas com a análise de variações percentuais comparadas às médias históricas do período do caso; análise da variação dos preços após a divulgação das informações; e a análise da capacidade, ou não, do mercado absorver o impacto da informação; o que é devidamente realizado pela CVM quando das investigações administrativas.

Pergunta 2: qual o critério para a fixação dos valores do nível de aceitabilidade?

Resposta: a análise de variações percentuais comparadas às médias históricas do período da ação.

Pergunta 3: há informações que mesmo exercendo poder de influência não causam danos à liquidez mercantil pelo próprio mecanismo de reajuste do mercado?

Resposta: em verdade, o termo correto não seria “não causam danos à liquidez mercantil”, mas informações que podem desajustar o funcionamento do mercado. Para essa segunda pergunta, sim, há a possibilidade de análise da capacidade, ou não, do mercado absorver o impacto da informação; o que é devidamente realizado pela CVM quando das investigações administrativas.

Pergunta 4: pode ser imposto ao mercado uma margem de transações suportáveis com base em fatos relevantes ainda não divulgados? Como seria essa margem?

Resposta: não é possível que seja imposto ao mercado uma margem de transações pré-estabelecidas, pois pelo próprio funcionamento do mercado de capitais, há uma constante mutação em suas diretrizes transacionais.

Pergunta 5: como se mensurar a influência dos fatos tidos como relevantes nas decisões dos investidores?

Resposta: verificando-se o panorama acerca da liquidez da ação, as variações percentuais comparadas às médias históricas do período do caso; a análise da capacidade, ou não, do mercado absorver o impacto da informação; e a variação dos preços após a divulgação das informações.

Pergunta 6: poderiam ser fixados critérios matemáticos para afirmar um fato como tendo aptidão para afetar o comportamento dos investidores em relação aos valores mobiliários?

Resposta: não é possível que seja imposto ao mercado uma margem de transações pré-estabelecidas, devido o próprio funcionamento (e conceito) do mercado de capitais.

Os tópicos que seguem tratam, de maneira específica, da esfera criminal do trabalho.

4.2 Caso 1: Sadia e Perdigão

Se a escolha da ordem dos casos tivesse sido pelo modelo a ser seguido, provavelmente o “Sadia e Perdigão” ainda seria o primeiro. O processo é importante não somente por ser o primeiro caso que tratou sobre o assunto, ou por citar, 406 (quatrocentas e seis) vezes a expressão “fato relevante”, em suas mais de 5 (cinco) mil páginas, mas por ter tocado em questões que merecem especial detalhamento³⁶².

O Caso 1 diz respeito à ação penal derivada de denúncia oferecida pelo Ministério Público Federal na qual três acusados, ora denominados de L.G.M.J, R.A.S.F e A.P.A³⁶³, teriam negociado valores mobiliários valendo-se de informação relevante ainda não divulgada ao mercado, de que tinham conhecimento e, da qual deviam manter sigilo.

O caso gira em torno do fato da empresa Sadia S.A ter feito uma oferta pública para aquisição voluntária das ações da Perdigão S.A em negociação na bolsa de valores. Antes da divulgação ao mercado sobre a operação de oferta pública de aquisição pela Sadia de ações de emissão da Perdigão, o Diretor de Relações com Investidores, um membro do Conselho de Administração da Sadia, e um funcionário do ABN Amro Bank, banco responsável por assessorar a operação, negociaram *American Depositary Receipts* – ADRs, da Perdigão na Bolsa de Nova York.

³⁶² O recorte da pesquisa é bem específico: delimitações acerca da significação de fato relevante no ilícito de insider trading. Contudo, nada impede que se pontue aspectos outros como, por exemplo, a fixação da competência da Justiça Federal para tratar de matéria de *insider trading*.

³⁶³ Mesmo sendo um processo com trânsito em julgado, a pesquisa se resguarda em somente identificar os sujeitos pelas iniciais para manter um padrão, levando-se em conta que há casos posteriores ainda em trâmite e sob sigilo de justiça.

4.2.1 Dos atos processuais

Na denúncia, datada de 20 de maio de 2009, consta que no dia 16 de julho de 2006, a SADIA S/A fez oferta pública de aquisição da totalidade das ações da PERDIGÃO S/A, no valor de R\$ 27,88 (vinte e sete reais e oitenta e oito centavos) por ação, tendo a finalidade de obter o controle da PERDIGÃO S/A.

A descrição dos fatos do caso, conforme descrito na denúncia, confundem-se com o próprio mérito das acusações em desfavor dos três acusados, motivo pelo qual delinea-se, de modo detalhado, cada uma das acusações, como forma de narrar o próprio caso.

L.G.M.J, no exercício da função de Diretor de Finanças e Relações com Investidores da SADIA S/A, teria participado ativamente dos trabalhos que antecederam a divulgação do Edital de Oferta Pública, incluindo-se uma reunião ocorrida em 7 de abril de 2006, cujo objetivo era de apresentar formalmente a proposta de oferta pública de aquisição das ações da PERDIGÃO S/A aos administradores da SADIA S/A.

Neste mesmo dia L.G.M.J transmitiu, por telefone celular, uma ordem de compra de 5.100 (cinco mil e cem) ADR's de emissão da PERDIGÃO S/A em Nova Iorque (NYSE), no valor unitário médio de US\$ 69,20 (sessenta e nove dólares norte-americanos e vinte centavos), totalizando US 352.907,00 (trezentos e cinquenta e dois mil e novecentos e sete dólares norte-americanos), em nome da empresa offshore "BRACKHILL INVESTMVENTS INO"; tendo efetuado uma segunda ordem de compra de 30.600 (trinta mil e seiscentos) ADIR's, em 29 de junho de 2006. Por fim, no dia 21 de julho de 2006, após a publicação do fato relevante para o fim de comunicar a revogação definitiva da oferta pública de aquisição L.G.M.J ordenou a venda de 15.300 (quinze mil e trezentos) ADR's de emissão da PERDIGÃO S/A em Nova Iorque (NYSE), Estados Unidos da América, ao preço médio unitário de US\$ 23,00 (vinte e três dólares norte-americanos).

O acusado R.A.S.F, em seu tempo, tomou conhecimento das negociações, no exercício da atividade de membro do Conselho de Administração da SADIA S/A, em 26 de abril de 2006. Tendo efetuado a primeira ordem de compra de 10.000 (dez mil) ADR's de emissão da PERDIGÃO S/A em 5 de julho de 2006, uma segunda ordem de compra de 5.000 (cinco mil) ADR's foi ordenada em 7 de julho de 2006, em 12 de julho de 2006, ROMANO ANCELMO FONTANA FILHO, transmitiu uma terceira ordem de compra de 3.000 (três mil) ADR's e, por fim, em 21 de julho de 2006, R.A.S.F transmitiu, por telefone, uma ordem de venda, em nome próprio, de 18.000 (dezoito mil) ADR's de emissão da PERDIGÃO S/A ao preço unitário de US\$ 26,84 (vinte e seis dólares norte-americanos e oitenta e quatro centavos),

totalizando US\$ 483.215,40 (quatrocentos e oitenta e três mil, duzentos e quinze dólares norte-americanos e quarenta centavos).

A.P.A, o terceiro acusado no caso, tomou conhecimento, no exercício da função de Superintendente Executivo de empréstimos estruturados e gestão de portfólio de crédito do Banco ABN (AMVRO REAL 5/A, de informações relevantes que deveriam ser mantidas sob sigilo, as quais se materializaram na oferta pública de aquisição (OPA) das ações da PERDIGÃO S/A pela SADIA S/A, ocorrida em 16 de julho de 2006. Transmitindo, em 20 de junho 2006, uma ordem de compra de 14.000 (quatorze mil) ADR's de emissão da PERDIGÃO S/A, a qual redundou em US\$ 269.919,95 (duzentos e sessenta e nove mil, novecentos e dezenove dólares norte-americanos e noventa e cinco centavos), com a perspectiva de que, quando da publicação da oferta de aquisição, esses ADIR's se valorizassem.

4.2.2 Delimitações sobre fato relevante

A denúncia ofertada pelo Procurador Rodrigo de Grandis³⁶⁴, peça processual necessária a ser considerada na pesquisa, pois embasa o recebimento, conclui pela acusação constante no artigo 27-D da Lei nº 6.385/76³⁶⁵. Contudo, o momento em que se cita a expressão “fato relevante”, no decorrer das 26 páginas, é na página 7, nos seguintes termos: “sucede que, após a publicação do "Edital de Oferta Pública para Aquisições de Ações de Emissões da Perdígão S/A" no dia 17 de julho de 2006, diversos fatos relevantes [4]”.

A nota de rodapé [4] transcreve o artigo 2 da Instrução CVM nº358/2002 e colaciona depoimento de uma testemunha o qual também se aporta na definição do artigo 2 da Instrução CVM nº358/2002, especificamente:

“considera-se relevante, para os efeitos desta Instrução, qualquer decisão de acionista, controlador, deliberação da assembleia geral ou órgãos de administração da companhias aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável: I- na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados; II - na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários. Declinando a natureza de fato relevante da

³⁶⁴ A pesquisa indica nominalmente cada procurador do caso pois é importante mapear a linearidade do próprio funcionamento do Judiciário. Desse modo, saber se os mesmos procuradores e Juízes participaram do início ao fim do processo é um dado a ser levantado.

³⁶⁵ Conforme o próprio nome do estudo aplicado no presente capítulo indica, o estudo é de casos múltiplos. Desse modo, importa necessariamente ser mencionado todo e qualquer trecho do caso que ajude a responder ao problema de pesquisa. O problema de pesquisa delimitou a investigação no âmbito das decisões judiciais, ou seja, o recebimento da denúncia, a sentença ou acórdãos, mas não há como estudar as decisões ignorando-se o conteúdo das manifestações que a ela deram causa.

proposta de aquisição das ações da PERDIGÃO pela SADIA S/A, veja-se o depoimento do advogado M.E.C, *in verbis*: "esclarece que a oferta pública de aquisição da Perdígão SI A pela Sadia S/A é considerada um fato relevante conforme definido na instrução CVM nº 358, de 03 de janeiro de 2002" [cf. fls. 386/388 do procedimento nº 1.34.001.003927/2007-32]".

As menções ao artigo 2º da Instrução CVM nº 358/2002, por si só, não merecem críticas (até mesmo por não ser o intuito da pesquisa criticar a Instrução), mas somente indicam que, no momento processual analisado, as delimitações cingiram-se tão somente em mencionar a definição normativa em sua integralidade.

Um fato importante entre a denúncia e o seu recebimento³⁶⁶ é que houve a determinação do Juízo da 6ª Vara Federal especializada em crimes contra o Sistema Financeiro Nacional e Lavagem de valores de São Paulo para que o Ministério Público Federal se manifestasse expressamente sobre a competência da Justiça Federal³⁶⁷. Manifestação que foi apresentada e seguida pelo Juízo, para processo e julgamento da ação processo penal e, em seguida, recebeu integralmente a denúncia³⁶⁸.

³⁶⁶ Em verdade, houve uma ampla discussão, durante todo o processo, sobre diversas questões as quais não são objeto da pesquisa. Porém, como foi proposto se realizar o estudo de casos múltiplos, se faz necessário o apontamento das questões levantadas, como a alegação de (in)competência da Justiça Federal, quando aceita a competência em âmbito federal, da (in)competência da 6ª Vara Federal especializada em crimes contra o Sistema Financeiro Nacional e Lavagem de valores, alegando-se que o *insider trading* não estava contido em nenhum dos dois crimes que delimitam a competência da vara e, ainda, a alegação de *bis in idem*, devido os acordos realizados com a SEC, os quais se destinavam tão somente à reparar o dano civilmente, nada que dissesse respeito ao procedimento criminal.

³⁶⁷ Após uma longa discussão, o Juiz Federal Márcio Rached Millani, assim decidiu: "uma interpretação que melhor concilia os dispositivos é, sem dúvida, a que diz que o inciso VI não está restringindo o inciso IV – seria um artigo especial – mas o amplia, trazendo para a competência da Justiça Federal hipóteses que, a princípio, caberiam à Justiça Estadual. Pensemos em outra hipótese, por exemplo, um delito financeiro que possua previsão em tratado internacional, nos termos do inciso v do artigo 109, sem que haja qualquer regra de competência em suas disposições. Como se sabe, dispõe o citado inciso que compete à Justiça Federal o julgamento dos crimes previstos em tratado ou convenção internacional, quando, iniciada a execução no País, o resultado tenha ou devesse ter ocorrido no estrangeiro, ou reciprocamente. Ora, se entendermos que os crimes financeiros de competência da Justiça Federal são apenas aqueles com previsão expressa na lei, estaremos, na hipótese imaginada, está estabelecendo a competência da Justiça Estadual para crimes previstos em tratados, uma evidente afronta ao inciso V da Constituição, o que me parece não se coadunar com a finalidade prevista no texto constitucional". Após a conclusão de ser competência da Justiça Federal, o caso também fixou a competência da Justiça Federal de São Paulo, levando em consideração o confessado pelo réu L.G.M. que, quando da emissão das ordens de compra dos ADR's - efetivadas, verbalmente, por telefone celular - encontrava-se ele em território brasileiro, mais precisamente nessa Subseção Judiciária de São Paulo. Assim, no momento da prática do núcleo verbal que veicula o crime de *insider trading*, o "utilizar informação relevante ainda não divulgada ao mercado", o acusado localizava-se na Subseção Judiciária de São Paulo, sendo esta circunstância o suficiente, no entendimento do Juízo do caso, para incidir a lei penal brasileira ao crime, nos termos do artigo 6º do Código Penal: "considera-se praticado o crime no lugar em que ocorreu a ação ou omissão, no todo ou em parte." Assim, bastaria que um único ato executório atingisse o território nacional, ou então que o resultado ocorresse no país, para que estivesse abrangido pela jurisdição penal brasileira, o que teria sido verificado no caso. Para além disso, a CVM informou que o preço dos ADRs e das respectivas ações mantidas no Brasil são fortemente correlacionados, demonstrando, inclusive graficamente, a influência que as operações realizadas na Bovespa geram nos preços dos ativos da NYSE (New; York Stock Exchange) e vice-versa.

³⁶⁸ No ato do recebimento da denúncia, houve ainda, a determinação determinou o prosseguimento da ação penal, não sem antes preconizar que o Ministério Público Federal se manifestasse acerca da possibilidade de oferecimento de proposta de suspensão condicional do processo em relação ao acusado A.P.A. O Ministério Público Federal

No recebimento da denúncia, o trecho designado pelo Juiz Márcio Millani para tratar de fato relevante é assim delimitado:

[...] A denúncia individualizou as condutas dos réus e indicou como a informação relevante teria sido obtida, a sua utilização, o desconhecimento do mercado e a aquisição dos papéis, ou seja, satisfaz todos os requisitos legais. Destarte, havendo prova da existência de fato que caracteriza, em tese, o crime insculpido no artigo 27-D da Lei no 6.385/76, bem como indícios de autoria, recebo a denúncia oferecida pelo órgão ministerial em face dos indivíduos supramencionados, com supedâneo no artigo 395 do Código de Processo Penal.

A totalidade da decisão não adentra na delimitação do que seria fato relevante no caso, colaciona a definição da ICVM nº 358/02, ou sequer menciona qual seria o fato relevante elencado na denúncia, restringindo-se a afirmar que a informação relevante teria sido obtida e como teria sido utilizada, mas não apresenta a fundamentação sobre quais as características de importância que tornaram aquele fato especificamente relevante.

A partir da decisão que recebeu a denúncia, o processo foi conduzido pelo Juiz Federal Marcelo Costenaro Cavali, o qual procedeu à ratificação da denúncia³⁶⁹, em 26 de fevereiro de 2010, sendo somente nos memoriais da acusação, o momento que a pesquisa verificou um olhar mais demorado sobre a relevância da informação.

Os memoriais oferecidos pelo Ministério Público contextualizam o caso de maneira detalhada e atenciosa. Além de utilizarem o depoimento das testemunhas de acusação e defesa³⁷⁰; faz menção aos procedimentos administrativos da CVM; bem como ao interrogatório dos réus, utiliza artigos científicos de doutrina especializada para definir o crime *de insider trading* e fato relevante, a exemplo das obras de Hungria. Parecer publicado na Revista Brasileira de Criminologia e Direito Penal, nº 13, abril-junho de 1996, intitulado "'Doping' negativo-estelionato", p. 103-113; e Ana Maria Prieto Del Pino. *El derecho penal ante el uso de información privilegiada en el mercado de valores*. Navarra: Editorial Aranzadi, 2004. p.

ofertou a proposta de sursis processual a ffs. 246/247, aceita por A.P.A e homologada por esse MM. Juízo Federal a fls. 282/287, fato que ensejou, em “relação especificamente a este acusado, o desmembramento do processo penal”.

³⁶⁹ Na decisão, observa-se que mesmo não se adentrando na delimitação demonstrativa de relevância do fato, construiu um aporte doutrinário considerável sobre o ilícito, nos seguintes termos: “o ponto fulcral da criminalização do delito é a proteção do princípio do *full and fair disclosure*, adotado no Brasil sob inspiração estadunidense, o *insider trader* abala a credibilidade, a estabilidade e a eficiência do mercado de capitais e mina o interesse das pessoas em investir a sua poupança em companhias que, com tais recursos, poderiam prover o desenvolvimento econômico do país. a negociação dos títulos mobiliários deve ocorrer em regime de uniformidade de informação, na medida do possível. Se as negociações se baseiam em informação privilegiada, ou seja, não disponível a todas as partes nas operações, faz-se presente um dos mais nefastos ilícitos econômicos. Quem utiliza indevidamente informação privilegiada afronta frontalmente o princípio básico do *full and fair disclosure*, que orienta os mercados de capitais

³⁷⁰ Os depoimentos de W.F.F; J.F.G.T; F.C.B foram especificamente citados nos memoriais.

343; e Manoel Pedro Pimentel: Crimes contra o sistema financeiro nacional - Comentários à Lei 7.492, de 16.6.86, São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1987, p. 27.

A fundamentação é apresentada em blocos³⁷¹ (BF), para que se melhor visualize e se compreenda o sentido de todo o conteúdo:

Bloco de fundamentação 1: a conclusão inevitável que exsurge da análise dos elementos carreados à presente ação penal, é que, pegando de empréstimo as palavras de HUNGRIA, todos os essenciais da entidade criminal definida no: artigo 27-D da Lei nº 6.385/1976 se acham nitidamente delineados na hipótese sob análise. Senão, vejamos: **usar informação relevante: a proposta de aquisição da totalidade das ações da PERDIGÃO S/A pela SADIA S/A constituía, inegavelmente, uma informação relevante, na forma do que dispõe o artigo 157, parágrafo quarto, da Lei nº6.404/1976, pois concretamente ostentava a aptidão de influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia (...).** O mesmo se pode dizer sob a perspectiva administrativa, ante a redação do artigo 2 da Instrução CVM nº358, de 3 de janeiro de 2002, que considera relevante: "qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembleia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável: I - na cotação o dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados; II - na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários; III - na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados.

Nesse primeiro momento, percebe-se que o MPF conclui pela “inegável” relevância da informação de proposta de aquisição da totalidade das ações da PERDIGÃO S/A pela SADIA S/A, embasando-se em normas societárias e administrativas.

Possibilitando a afirmação, portanto, de que fato relevante é, no entender do MPF, o fato o qual tem o poder de alterar uma decisão de investimento de um investidor racional. Sendo importante que o fato tenha força suficiente para alterar a decisão de investimento, independentemente de uma alteração na cotação dos valores mobiliários vir a ocorrer³⁷².

As menções pelo MPF das definições constantes nas legislações esparsas, são dúbias pois tem o potencial de induzir à conclusão de que a natureza da norma é em branco quando a simples menção aos conceitos não é suficiente para lastrear o raciocínio. Nas palavras de Frederico Horta, o emprego da técnica legislativa da remissão a outras normas legais ou extralegis complementares da norma penal incriminadora é uma característica do direito penal contemporâneo, o qual tem a função de sancionar ilícitos determinados administrativamente e

³⁷¹ Cada peça processual ou decisão analisada em cada caso terá seus próprios blocos de fundamentação (BF), iniciando sempre do 1. Assim se decidiu para facilitar a compreensão do leitor de que cada análise foi feita com referencial individual, facilitando-se, também a leitura e esquematização explicativa.

³⁷² VASCONCELLOS, Camila Ornellas Smith de. A definição do conceito de atos e fatos relevantes pela comissão de valores mobiliários em processos administrativos sancionadores julgados pelo colegiado nos últimos três anos. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. vol. 84/2019. p. 45 – 65. Abr. – jun. 2019 DTR\2019\34691

cooperar, assim, com a gestão estatal de riscos e interesses conflitantes em contextos sociais cada vez mais amplos e complexos³⁷³.

O Direito penal administrativo, como denomina o autor³⁷⁴, é aquele voltado para o crescente universo de normas incriminadoras de ilícitos tradicionalmente sancionados pelo direito administrativo ou para a tutela das próprias funções de inspeção e vigilância da administração pública.

Contudo, ao verificar-se que as delimitações no bloco de fundamentação 1 foram amparadas na norma cível e administrativa – esta tendo menções majoritárias –, a pesquisa não conseguiu observar como a mera menção auxiliou na “construção da definição os essenciais da entidade criminal definida no: artigo 27-D da Lei nº 6.385/1976”, ao ponto de funcionarem como complementos exteriores à norma penal³⁷⁵. Podendo ser, em oposto, um indicativo de um tipo penal aberto. Porém, conforme o próprio nome indica, bloco de fundamentação 1 é somente o primeiro a tratar de fato relevante nos memoriais do MPF, motivo pelo qual segue-se com a análise.

Bloco de fundamentação 2: **deveras, chega mesmo a ser intuitivo que a publicação de uma OPA acarrete a elevação dos preços dos valores mobiliários das companhias envolvidas na operação, notadamente em relação às ações e certificados da companhia cujo controle acionário se pretende adquirir. In casu, em 21 de julho de 2006, o preço da ação da PERDIGK -0 /A, chegou a ser negociado a R\$ 29,55 (vinte e nove reais e cinquenta e cinco centavos), recuando lentamente até que, no dia 22 de agosto de 2006 voltou a ser negociado por preço próximo ao observado na primeira semana de julho de 2006, qual seja, R\$ 21,50 (vinte e um reais e cinquenta centavos) [cf. relatório da CVM].** Outrossim, a proposta de aquisição da PERDIGÃO S/A pela SADIA S/A, comunicada originariamente ao acusado L.G.M.J na reunião do dia 7 de abril de 2006 /não pode ser considerada uma informação vaga, imprecisa e genérica, ou, ainda, um boato, um sussurro captado ao léu. **Com efeito, dada a natureza e magnitude do empreendimento noticiado para os representantes máximos da SADIA S/A, tudo aquilo que fora discutido na sede do Banco ABN A 1RO Real S/A corporificou-se em informação precisa, concreta e, por consequência, juridicamente relevante para dar azo à incidência da norma delineada no artigo 27-D da Lei nº 6.385/1976.** [grifou-se]

³⁷³HORTA, Frederico. **Elementos normativos das leis penais e conteúdo intelectual do dolo: Da natureza do erro sobre o dever extrapenal em branco.** Marcial Pons Brazil, 2018. P.209

³⁷⁴ Certo é que o autor tece uma dura crítica ao direito penal administrativo. Mas utiliza-se a sua expressão na parte que não distorce o seu pensamento, o qual consiste em afirmar: “o direito penal administrativo se imiscui no direito penal acessório ou secundário como um todo, verificando-se sempre que a punibilidade de uma conduta for determinada, entre outros requisitos, pela desobediência perturbadora a normas administrativas ou típicas da administração, impostas em função da gestão de riscos socialmente compartilhados, independentemente da lesão de um bem jurídico ou da exposição deste a circunstâncias críticas que lhe acarretem efetivo risco de lesão. Pois bem, uma vez que o emprego das leis penais em branco se relaciona à administrativização do direito penal, não se justifica limitar ao universo dos crimes contra a ordem econômica, a análise dos erros relacionados a essas leis. Por outro lado, a expressão direita penal administrativa extrapola a mera designação do objeto de análise para destacar o fenômeno político criminal que o caracteriza, prestando-se mais à crítica da promiscuidade entre o ilícito penal e o administrativo no direito contemporâneo que à delimitação dos seus domínios preferenciais de ocorrência.” Cf. HORTA, Frederico. **Elementos normativos das leis penais e conteúdo intelectual do dolo: Da natureza do erro sobre o dever extrapenal em branco.** Marcial Pons Brazil, 2018. P.210-2011

³⁷⁵ MEZGER, Edmund, Derecho penal – Parte General, Buenos Aires: Bibliográfica Argentina, 1958.

Inicialmente, a afirmação constante no trecho exposto sobre uma conclusão “intuitiva” sobre a relevância é preocupante quando analisada no contexto de processo penal. Contudo, a expressão pode ter sido somente utilizada como uma ferramenta persuasiva de argumentação, pois quando da leitura atenta do trecho verifica-se uma menção, mesmo que indireta, à variação da ação (e sua liquidez ocasionada pelo fato relevante) vislumbrada no período de 21 de julho de 2006, momento em que chegou a ser negociada a R\$ 29,55 (vinte e nove reais e cinquenta e cinco centavos), e o dia 22 de agosto de 2006, data em que a ação voltou a ser negociada por preço próximo ao observado na primeira semana de julho de 2006, qual em R\$ 21,50 (vinte e um reais e cinquenta centavos).

Neste azo, o BF2 se digna a delinear a existência de um critério objetivo, após a menção específica ao relatório da CVM, baseando-se em uma leitura afastada de subjetividade e incerteza a respeito da variação dos preços, quantidades e dos volumes negociados. Afinal, uma variação de, por exemplo, 5% na cotação ou no volume financeiro pode ser atípica ou não, conforme a volatilidade histórica do papel.

Todavia, a interpretação ora mencionada foi realizada com base no arcabouço teórico da pesquisa, reafirmando-se que a análise objetiva da variação da ação ficou demonstrada de maneira *indireta*, restando ausente a menção enfática do emprego de tratamento estatístico para o efetivo monitoramento das negociações com valores mobiliários emitidos pela companhia, ou, pelo menos a menção em nota de rodapé desses termos amplamente utilizados no relatório da CVM.

Sobre a relevância da informação em termos mais concretos, e, sobre o momento em que a informação passa a ser, de fato, relevante, os memoriais do MPF assim se dedicam:

Bloco de fundamentação 3: sob esse contexto, o critério político-criminal mais acertado para definir em que momento a informação produzida no curso da atividade negocial passa a ser relevante para o crime de *insider trading* parece estar com ANA MARIA PRIETO DEL PINO, **que lastreia o conceito de informação privilegiada no fato dela ser idônea para influir no preço de um ou mais valores mobiliários com a sua divulgação**. DEL PINO adota a postura de que a informação deve ser analisada sob um juízo *ex ante*, ou seja, **deve-se observar o potencial da informação em causar uma alteração nos preços dos títulos mobiliários**. Dessa forma, a determinação da capacidade da notícia em modificar a cotização pode ser aferida por duas vias distintas, uma objetiva, outra, subjetiva. **A objetiva leva a analisar diretamente a própria informação, centrando a atenção no impacto que sua difusão é capaz de provocar no mercado. A subjetiva conduz a avaliar a capacidade da mesma [notícia] em influir na tomada de decisões por um investidor tipo**. Este segundo caminho é o escolhido pela jurisprudência norteamericana, que adotou para sua materialização o critério do *reasonable man* ou *reasonable shareholder*. **Com respeito a esse padrão valorativo se considera que a informação é relevante quando se pode afirmar que se refere a fatos que um investidor racional ou sensato haveria considerado importantes no momento de adotar uma decisão**. Um outro critério sugerido pela Eminent Professora da Universidade de Málaga para verificar o nível de relevância de má informação no

delito de *insider trading* relaciona-se à probabilidade/magnitude, formulado originariamente pela jurisprudência norte-americana. Em conformidade com modelo, deve-se sopesar tanto a probabilidade indicada de que ocorra o fato como a magnitude antecipada à luz das atividades desempenhadas pela sociedade empresária. **Segundo esse padrão (probabilidade/magnitude), uma notícia relativa a um efeito futuro (*soft information*) será relevante se, em que pese ser incerta sua materialização, ela puder ser considerada como um marco na história do ente emissor.** Destarte, em conformidade com o magistério doutrinário de ANA PRIETO DEL PINO, e possível asseverar o seguinte, *in verbis*: "*La relevancia de una información depende tanto del grado de certeza relativo a la verificación del hecho así que la misma se refiere como de la importancia de dicho evento dentro de la actividad de la empresa en cuestión, de manera que la aplicación del test probabilidad/magnitud como método para la determinación de la relevancia a de una noticia supone ya valorar su concreción*". [grifou-se]

Primeiramente verifica-se um esforço e dedicação do MPF em ir em busca de literatura internacional sobre o crime de *insider trading*. Não somente em buscar doutrina sobre o ilícito tratado de maneira cível ou administrativa, mas de maneira criminal, com todas as nuances e peculiaridades específicas que somente o estudo de tipos criminais é capaz de abordar.

Segundo, a partir da autora citada nos memoriais, extrai-se que deve se observar o potencial da informação em causar uma alteração nos preços dos títulos mobiliários em duas vertentes: (a) analisar diretamente a própria informação e sua capacidade de influência na tomada de decisões por um investidor racional; (b) analisar se a informação pode ser considerada como um marco na história do ente emissor. Esse segundo argumento merece destaque pois oferece um questionamento interessante, em que pese peculiar, para delimitação de relevância: essa informação será um marco na história da companhia? No Caso 1, segundo as conclusões nos memoriais do MPF, tudo indica que sim, conclusão com a qual se concorda.

Contudo, insta mencionar que nem todas as informações relevantes serão, necessariamente, um marco na história da companhia. Tratar como relevante somente esse critério um tanto quanto poético é ignorar a necessidade da já mencionada análise da volatilidade histórica do papel, baseada no emprego de tratamento estatístico aplicado ao monitoramento das negociações com valores mobiliários.

Entende-se o raciocínio aplicado, mas alerta-se para sua necessidade de completude.

Ademais, em que pese o esforço de trazer aos memoriais citações penais em doutrina específica, incluindo-se menção ao entendimento originariamente traçado pela jurisprudência norte-americana, observa-se que não houve menções aos precedentes da própria CVM, a exemplo do PAS CVM nº 06/2003 (estudado na primeira parte do presente capítulo), o qual foi proferido em 14 de setembro de 2005, ou seja, anterior ao oferecimento da denúncia.

Menciona-se especificamente essa questão por entender que a necessária aproximação entre as esferas administrativa e penal, é um processo o qual demanda uma intersecção entre as esferas. As previsões e precedentes administrativos não devem ser tidos como parâmetros interpretativos absolutos, mas a inegável capacidade institucional dos reguladores para o detalhamento das infrações, pode ajudar a construir o arcabouço teórico (material), necessário ao aplicador penal, enquanto as delimitações mais profundas sobre qual das duas persecuções deve prevalecer não ocorrem.

Se o caminho até agora proposto para mitigar os efeitos da administrativização do direito penal e hiperinflação do direito administrativo sancionador³⁷⁶, pode ser melhor entendido a partir de uma das propostas de Helena Regina Lobo³⁷⁷ e Marcelo Cavalli³⁷⁸, onde, para além de uma futura – e necessária – delimitação pelo legislador das condutas que merecem sanções somente administrativas ou somente penais, o órgão administrativo competente deverá, diante de possível figuração de crime, encaminhar os autos à justiça penal, decidindo, então, o Ministério Público acerca da investigação ou processamento campo penal; há questões anteriores e posteriores nessa sistemática. E o começo desse caminho pode ser traçado a partir do aprofundamento dos atores penais em questões técnicas já decididas pela CVM em momentos similares.

Não há como desejar um futuro em que haja o protagonismo da esfera penal apartado de uma estrutura técnica que a Comissão de Valores Mobiliários possui há mais de 30 anos de decisões.

³⁷⁶ Bem como as controvérsias acerca da existência, ou não, do *bis in idem* quando da existência de sanções administrativas e penais para um ilícito com identidade dos sujeitos sancionados, identidade fática e identidade das circunstâncias que caracterizam o ilícito.

³⁷⁷ Tese de livre docência

³⁷⁸ Cavalli, tese de doutorado, p. 311-312. “Essa autonomia dos procedimentos, no entanto, não se apresenta como a melhor solução do ponto de vista do desenvolvimento de uma política sancionatória integrada. É preciso pensar em mecanismos mais racionais de distribuição da competência punitiva. Na Espanha, por exemplo, o artigo 272 da *Ley de Valores Mobiliarios* se refere à “prejudicialidade penal” (...) Como se vê, os procedimentos, em princípio, correm separadamente, mas, quando os fatos forem os mesmos ou outros que tornem “racionalmente impossível” a sua separação, o procedimento administrativo ficará suspenso até o pronunciamento judicial final; finalizado o processo, a decisão aí tomada vinculará a esfera administrativa. A solução afigura-se interessante, com algumas adaptações. Propugnou-se, anteriormente, de lege ferenda, uma distinção mais clara entre os ilícitos administrativo e criminal. Realizada essa alteração, a efetiva caracterização – assim como a comprovação – do delito se tornaria mais difícil, de modo que em quantidade reduzida de casos haveria necessidade de persecução penal. Nesse cenário, uma vez finalizada a investigação, as conclusões atingidas pela CVM – com ou sem o apoio de outras instituições – seriam enviadas ao Ministério Público Federal apenas diante de indícios mínimos de conduta criminosa. O Ministério Público, após análise da suficiência dos indícios colhidos, proporia imediatamente a ação penal, requisitaria a realização de diligências complementares ou, eventualmente, o arquivamento da investigação apenas sob o aspecto penal. Assim, a formação da opinio delicti pelo Ministério Público, titular da ação penal pública, condicionaria a atuação sancionadora da CVM. Enquanto não manifestada a opinio delicti, a CVM ficaria impedida de iniciar qualquer procedimento administrativo sancionador. Se promovido e deferido o arquivamento do feito na esfera penal, somente então poderia a autarquia iniciar a persecução administrativa

Seguindo-se a análise, o quarto e último bloco de fundamentação constante nos memoriais do MPF traz 4 (quatro) questionamentos:

Bloco de fundamentação 4: **postas assim as coisas, é lícito indagar: (i) a informação de que a SADIA S/A detinha condições de elaborar uma oferta pública de aquisição (OPA) em face da PERDIGÃO S/A, recebida pelo acusado L.G.M.J na reunião do dia 7 de abril de 2006 era idônea para influir no preço de uns mais valores mobiliários a partir de sua divulgação ao mercado? (ii) é razoável presumir, mediante juízo *ex ante*, que a divulgação da oferta pública de aquisição (OPA) da PERDIGÃO S/A ostentava a aptidão de acarretar a alteração nos preços dos títulos mobiliários das duas companhias? haver) (iii) um investidor racional, sensato, considerado importante, no momento de estabelecer suas diretrizes, a intenção de a SADIA S/A adquirir, por intermédio de uma oferta pública de aquisição (OPA), a PERDIGÃO S/A? (iv) a oferta pública de aquisição (OPA) da PERDIGÃO 1 S/A, publicada no dia 16 de julho de 2006, pode ser considerada um marco na história da SADIA S/A?** As respostas, sem o menor resquício de dúvida, são positivas para todas as perguntas. Por conseguinte, é forçoso concluir que as informações obtidas por L.G.M.J a partir da reunião do dia 7 de abril de 2006 caracterizam-se como relevantes e, assim, ensejam a incidência do tipo penal de uso indevido de informação privilegiada. [grifou-se]

O último bloco de fundamentação mostra o interessante sistema de perguntas montado pelo MPF. A intenção de elaborar perguntas demonstra uma linearidade de pensamento e até mesmo um desenvolvimento com uma perspectiva de um problema claramente delimitado a ser resolvido.

Contudo, as respostas, ou melhor, a resposta, limita-se a afirmar que: “as informações obtidas por L.G.M.J a partir da reunião do dia 7 de abril de 2006 caracterizam-se como relevantes e, assim, ensejam a incidência do tipo penal de uso indevido de informação privilegiada”, percebendo-se que, após a apresentação das perguntas, o MPF não se dedicou a responder, de maneira pormenorizada igualmente se verifica (mesmo que com críticas pontuais) nas páginas e blocos de fundamentação exposto. Todavia, esse fato talvez seja um modo de construção peculiar do próprio membro do MPF, o qual entendeu ser adequado limitar-se a argumentar previamente, não posteriormente aos questionamentos.

Na mesma linha de explicações pormenorizadas, tem-se os memoriais da CVM, que figurou como assistente à acusação no caso 1.

Bloco de fundamentação 1: a primeira definição do que seja um fato relevante encontra-se no §4 do art. 157 da Lei nº6.404/76. Segundo esse dispositivo, relevante é o fato que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia. Com base nessa definição legal, o art. 2º da Instrução CVM nº 358/02, cujo inteiro teor segue anexo ao presente, em seus incisos I e II, especificou duas situações aparentemente distintas. O inciso II tem uma redação quase igual à do § 4 do art. 157 da Lei nº6.404/76, adicionando, apenas, a possibilidade de o fato poder alterar a decisão do investidor de “manter o valor mobiliário”. Como a decisão de manter o valor mobiliário reflete a decisão sobre a venda (i.e., se decido vender, decido não manter e se decido não vender, decido manter) é sinal de que a definição do inciso II

é equivalente à do §4 do art. 157 da Lei nº 6.404/76. O inciso I, por seu turno, trata da possibilidade de o fato alterar a cotação dos valores mobiliários. Como o preço é formado em razão da demanda e da oferta (que decorrem da intenção de comprar e vender) ele também está, de todo modo, implícito no art. §4º do art. 157 da Lei nº6.404/76. A Instrução CVM nº 358/02 ainda completa o art. 157, § 4ª da Lei nº 6.404/76 com uma lista exemplificativa de fatos que, usualmente, são relevantes para uma companhia (conforme art. 2º, parágrafo único.) Verifica-se, por conseguinte, que tanto a Lei nº 6.404/76 quanto a Instrução CVM nº358/02 apresentam conceitos gerais (*standards*) considerando relevante um fato que pode influenciar a decisão de investimento dos investidores.

No BF1, percebe-se, com intensa semelhança ao observado nos memoriais do MPF e até mesmo nas decisões administrativas dos PAS, a definição amparada em bloco de fundamentação de definição nominal. Como o dever de informar é um dos alicerces da regulação do mercado de capitais em todas as jurisdições com um mercado de capitais que intenta ser forte, a rememoração das definições nominais são importantes e, por óbvio, devem estar presentes nas manifestações acusatórias ou defensivas.

Bloco de fundamentação 2: **não se exige, portanto, a efetiva influência, basta que tenha “força suficiente” para influenciar.** Nesse sentido, vale transcrever o seguinte trecho do voto proferido pelo então Diretor-Relator, Pedro Oliva Marcílio, nos autos do PAS CVM RJ Nº2006/5928, julgado em 17 de abril de 2007: **“conceito de fato relevante. Fato relevante é o fato que tem o poder de alterar uma decisão de investimento de um investidor racional.** A relevância de um fato não é afetada mesmo que, após sua divulgação, constate-se que não houve mudança na cotação das ações ou no volume negociado. O que importa é que o fato tenha força suficiente para alterar a decisão de investimento, independentemente de essa alteração vir a ocorrer. Negócios não definitivos ou ainda não concluídos podem ser considerados como “fato relevantes”, nos termos da Lei nº6.404/76: “Fatos Não Definitivos, Concluídos ou Formalizados. Não se exige que a informação seja definitiva ou esteja formalizada para que se considere um fato como relevante e, portanto, sujeito ao dever de divulgação. Basta que a informação não seja meramente especulativa, mera intenção não baseada em fatos. Informações sobre atos bilaterais (contratos, reestruturações societárias etc.) podem ser divulgáveis, independentemente de consenso entre as partes, desde que uma delas já tenha tomado a decisão de realizar o negócio, fazer uma oferta de compra ou tenha a intenção de prosseguir uma negociação ou concluir uma negociação em andamento. Nesses casos, divulga-se a intenção, mas não a conclusão do negócio. Em termos de decisão de investimento, a formalização de um negócio jurídico tem pouca relevância, ao contrário do impacto na esfera jurídica das partes, desde que os investidores, a partir das informações divulgadas, não vislumbrem a possibilidade de que a negociação possa não ser concluída. Os investidores, usualmente, incorporam o “valor” do negócio ao preço do valor mobiliário antes de sua formalização. Em outra decisão mais recente, esta Autarquia também esclareceu, de maneira muito didática, o momento no qual pode-se caracterizar um fato como relevante em operações societárias ainda não concluídas. **A esse respeito, cabe transcrever o voto proferido pelo Diretor Marcos Pinto, no âmbito do PAS CVM nº24/2005, julgado em 7 de outubro de 2008:** “... tenho alguns esclarecimentos adicionais a fazer, sendo que o primeiro' diz respeito ao momento em que se caracteriza o fato relevante no contexto das operações societárias ainda não concluídas. A defesa afirma que o recebimento de uma oferta de compra que não é firme e a existência de tratativas intermitentes não caracteriza a fato relevante. Eu discordo dessa afirmação. Tanto na vigência da Instrução CVM nº 31/84, quanto na vigência da Instrução CVM nº 358/02, o fato relevante se caracteriza tão logo a informação se torna capaz de influir, de modo ponderável, na cotação das ações da companhia. [grifou-se]

Nesse BF2 percebe-se a delimitação de relevância de um fato: aquele que tem o poder de alterar uma decisão de investimento de um investidor racional. O que importa é que o fato tenha força suficiente para alterar a decisão de investimento, independentemente de essa alteração vir a ocorrer. Essa construção é a partir da menção aos precedentes da própria CVM, o que havia restado ausente nos memoriais do MPF e, pela leitura do bloco de fundamentação 2 dos memoriais da CVM, poderiam ter auxiliado a responder as perguntas finais do MPF, não as deixando lacunosas.

Bloco de fundamentação 3: esse é o critério adotado pelas instruções da CVM e consagrado pelo art. 155 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976: Art. 155(...) §1º Cumpre, ademais, ao administrador de companhia aberta, guarda sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, obtida em razão do cargo e capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários, sendo-lhe vedado valer-se da informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários. **Pois bem: a mim parece óbvio que o recebimento de uma oferta de compra de controle, ainda que não firme; e a existência de tratativas, ainda que intermitentes, são sim fatos capazes de influenciar a cotação das ações da companhia. Em vista, disso, parecem-me irrelevantes as afirmações da defesa de que o preço da venda ainda não estava definido e de que ainda pairavam dúvidas quanto à concretização da operação. No nosso regime jurídico, só uma pergunta deve ser feita: a informação de que dispõe o administrador ou controlador pode: influir de modo ponderável na cotação dos valores mobiliários? Se a resposta for afirmativa, há fato relevante.** É claro que a existência de fato relevante não significa que o administrador ou controlador seja, necessariamente, obrigado a divulgá-lo ao mercado. Ele pode deixar de fazê-lo, conforme ressalta a lei e nossa regulamentação, para proteger interesse legítimo da companhia. Assim, se a divulgação de uma informação ainda incerta puder causar especulações indesejáveis, o administrador ou controlador pode deixar de divulgá-la para proteger a companhia. Mas daí a afirmar que, nessa situação, o controlador ou administrador também pode negociar com as ações, de posse de uma informação que, mesmo incerta, o coloca em posição de vantagem em relação aos demais acionistas - isso não me parece de modo algum aceitável. Inaceitável e injurídico. Deixe-se bem claro. Pois tanto a CVM nº 31/84, revogada, como a Instrução CVM nº 358/02 e a Lei nº 6404/76, em vigor, vedam, de maneira clara, qualquer negociação enquanto o fato relevante estiver pendente de divulgação (...). [grifou-se]

Neste último bloco de fundamentação, percebe-se que há uma menção mesmo que velada ao conceito previsto na Instrução CVM nº 358/02. A formulação da pergunta: “a informação de que dispõe o administrador ou controlador pode: influir de modo ponderável na cotação dos valores mobiliários? Se a resposta for afirmativa, há fato relevante.”, nada mais é que a transformação da definição trazida na ICVM nº 358/02 em uma pergunta, para qual a resposta já é sabida.

Contudo, mesmo que ausente de demonstrativo gráfico, a autarquia contextualiza sua posição de considerar o fato do caso relevante, usando argumentos constantes do próprio caso, com a afirmação que um: “recebimento de uma oferta de compra de controle, ainda que

não firme; e a existência de tratativas, ainda que intermitentes, são sim fatos capazes de influenciar a cotação das ações da companhia.”

Em termos *delimitadores* sobre fato relevante, a sentença criminal condenatória proferida pelo Juiz Marcelo Costenaro Cavali, é a primeira peça a ser considerada de maneira efetiva³⁷⁹. Nas palavras do Juiz do caso, “o ponto de discórdia diz respeito a serem ou não relevantes as informações detidas pelos acusados quando realizaram as operações”³⁸⁰, e as delimitações sobre a definição de relevante têm início na página 35 da sentença e são finalizadas na página 49, sendo, portanto, 14 páginas e 56 citações à expressão “fato relevante”.

Dito isto, passa-se à análise dos blocos de fundamentação:

Por ser o primeiro caso criminal de *insider trading*, o julgador faz uma – necessária – evolução histórica da figura do *insider trading*. Faz uma análise sobre o bem jurídico e afirma que: “(...) regra geral, depreende-se na tipificação desse delito o objetivo de proteger a confiança dos investidores na transparência das informações existentes no mercado de capitais”.

Bloco de fundamentação 1: “o tipo se vale, também, da expressão ‘informação relevante’ contida na descrição típica. **Eis onde se encontra o nó górdio da discussão travada na presente ação penal.** Em outros termos, em essência, acusação e defesa estão de acordo quanto ao fato de que ocorreram negociações com ADRs por parte dos acusados L e R. Não há discordância quanto às datas em que tais operações ocorreram e nem quanto a fato de que os acusados possuíam dever de sigilo. **O ponto de discórdia diz respeito a serem ou não relevantes as informações detidas pelos acusados L e R. no momento em que realizaram as operações. Para se chegar a uma conclusão sobre essa questão, é necessário que se perquiram quais são as informações relevantes que, caso utilizadas para a obtenção de vantagem indevida podem caracterizar o delito. (...) trata-se, sem dúvida, de elemento normativo jurídico (ou normativo impróprio) do tipo, eis que encontra definição em outras regras jurídicas.** O artigo 155 §1º, da Lei das S.A fornece a noção fundamental sobre o que se deva entender por informação relevante, ao referir àquela informação que “ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, obtida em razão do cargo e capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários”. O artigo 157, §4 da Lei das S.A, se refere a fato relevante como aquele “que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia.”. Por outro lado, o fato de ter sido obtida em razão do cargo não é o que qualifica a informação como relevante. O próprio significado comum do termo "relevante"- que significa importante, saliente, proeminente - indica que não deva ser levado em consideração, dentro do conjunto de atributos que constitui o conceito, a forma de obtenção da informação. **É dizer que uma informação não será ou deixará de ser relevante pelo fato de ter sido obtida em razão do cargo exercido pelo detentor ou por outra forma. É preciso mais. Do cotejo das leis pertinentes, especialmente as disposições do artigo 155, §1º, e do artigo 157, §4º, da Lei das S.A, é possível depreender que informação relevante é aquela capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários.** Especificando esse conceito, a Instrução CV'M nº 358/2002 prevê (...) Em seguida, lista, no parágrafo único do artigo

³⁷⁹ Pois conforme mencionado anteriormente, demonstra-se cada menção à relevância da informação no caso, tendo em vista que se trata de estudo de casos múltiplos, mas os critérios delimitadores a serem considerados somente serão os mencionados pelo Judiciário no recebimento, sentença e acórdãos.

³⁸⁰ Fls. 35 da sentença do processo de nº 0005123-26.2009.403.6181

2º, um rol não exaustivo de 22 condutas que constituem "exemplos de ato ou fato potencialmente relevante" (...) [grifou-se]

Já no BF1, percebe-se, em essência, acusação e defesa estão de acordo quanto ao fato de que ocorreram negociações com ADRs por parte dos acusados L.G.M.J e R.A.S.F, quanto às datas em que tais operações ocorreram e quanto ao fato de que os acusados possuíam dever de sigilo. Sendo a controvérsia restringida a saber se as informações eram, ou não, relevantes.

No início da argumentação decisória, o julgador afirma que a expressão em análise é elemento normativo jurídico (ou normativo impróprio) do tipo, pois encontra *definição* em outras regras jurídicas. Posicionamento com o qual se concorda, mas que merece um recorte.

Afirmar que a definição se encontra em outras regras jurídicas, pode alargar demasiadamente a função das disposições dos artigos 155, §1º e 157, §4º, da Lei nº 6.404/1976, que poderiam ser tidas como a complementação do tipo penal do artigo 27-D da Lei nº 6.385/1976, quando assim não é.

Os artigos da Lei nº 6.404/1976, bem como a ICVM nº 358/02, apenas fornecem noções conceituais, aplicadas na esfera societária e administrativa, sobre o que se potencialmente se possa entender por informação relevante. Constituem-se, portanto, elementos normativos, os quais se referem à antijuridicidade, expondo circunstâncias prenes de normatividade, relacionando-se com a ilicitude do fato³⁸¹, sendo elementos próprios da antijuridicidade, os quais integram a tipicidade pois constituem (ou devem constituir) objeto do dolo³⁸², e do injusto típico os quais somente podem ser determinados mediante uma especial valoração diante da situação fática³⁸³.

Esse raciocínio é aplicado ao final do bloco de fundamentação 1, quando o julgador após o norte fornecido pelos artigos citados obtém a valoração do elemento normativo jurídico do tipo, e fixa o parâmetro de informação relevante como aquela capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários.

Bloco de fundamentação 2: em conclusão, informação relevante, em sentido técnico, **é aquela que tem o poder de alterar uma decisão de investimento (compra, venda ou manutenção) de um investidor racional.** Importa, portanto, a sua potencialidade para tanto, independentemente de efetivamente provocar esse efeito. **Eis, portanto, a primeira questão que se coloca: a possível realização de uma oferta pública de aquisição de ações da PERDIGÃO.S.A. era uma informação que detinha a capacidade de influir de modo ponderável em uma decisão de investimento (compra, venda ou manutenção) de um investidor racional? Há algumas**

³⁸¹ MARQUES, José Frederico, Curso de Direito Penal: volume I – propedêutica penal e norma penal, São Paulo: Saraiva, 1954.

³⁸² SANTOS, Juarez Cirino dos, **A moderna teoria do fato punível**, Rio de Janeiro: Revan, 2002.

³⁸³ MEZGER, Edmund, **Derecho penal** – Parte General, Buenos Aires: Bibliográfica Argentina, 1958.

situações no mercado de capitais que permitem presumir a ocorrência de determinados efeitos sobre os preços dos valores. Assim, por exemplo, os preparativos para a realização de um aumento de capital por meio de oferta pública de novas ações já constituírem fato relevante, na medida em que se sabe que essas operações importam, em regra, valorização anormal dos valores mobiliários da companhia emissora. **Parece-me claro que uma oferta de aquisição de ações leve, presumivelmente, ao aumento de preço das ações.** Isso em decorrência direta da lei da oferta e da procura. **Qualquer pessoa que acompanhe minimamente o mercado de capitais sabe que qualquer especulação sobre a possível tentativa de aquisição de uma determinada companhia reflete, em regra, quase absoluta de forma positiva, no valor de suas ações. Em um estudo específico sobre a prática empírica do *insider trading*, pesquisadores da UFMG relatam que “o anúncio de uma fusão ou aquisição é um momento oportuno para essa prática, visto que quase sempre causa impactos significativos nas expectativas dos agentes do mercado e nos preços dos títulos”.** Portanto, dúvida não há de que oferta pública, por parte da SADIA S.A., de aquisição das ações da PERDIGÃO S.A., é considerada uma informação relevante, isto é, teria aptidão para influenciar de forma ponderável as decisões de investimento e, conseqüente, a cotação dos ativos da PERDIGÃO e, por S.A. [grifou-se]

No BF2, a decisão fixa como parâmetro de relevância a ser utilizado o poder de alterar uma decisão de investimento (compra, venda ou manutenção) de um investidor racional. Sendo verificado, no caso em análise, que a notícia de uma possível aquisição da PERDIGÃO S/A pela SADIA S/A, seria a informação com o poder de alterar as decisões dos investidores, sob três fundamentos, dois de ordem prática: (i) em decorrência direta da lei da oferta e da procura do mercado; (ii) a especulação sobre a possível tentativa de aquisição de uma determinada companhia reflete, em regra, quase absoluta de forma positiva, no valor de suas ações; arrematada por uma afirmação de ordem teórica/acadêmica: (iii) um estudo específico sobre a prática empírica do *insider trading*, realizado por pesquisadores da Universidade Federal de Minas Gerais – UFMG, o qual relatou que “o anúncio de uma fusão ou aquisição é um momento oportuno para essa prática, visto que quase sempre causa impactos significativos nas expectativas dos agentes do mercado e nos preços dos títulos”.

De fato, há pesquisas utilizando o método de estudo de evento³⁸⁴ obtendo evidências empíricas da prática de *insider trading* nas variáveis de retorno acionário anormal e na quantidade de negociações, além indícios nas demais variáveis analisadas por cada caso.

³⁸⁴ O estudo de evento é um método que consiste, basicamente, na verificação da influência de eventos específicos na performance das empresas, através da investigação dos efeitos de tais eventos nos valores de mercado dos títulos das empresas. O método vem sendo utilizado em diversos trabalhos científicos da área financeira, sendo que a sua utilização no Brasil vem sendo vista sistematicamente em periódicos e congressos. Cf. SOARES, Rodrigo Oliveira; ROSTAGNO, Luciano Martin; SOARES, Karina Talamini Costa. Estudo de evento: o método e as formas de cálculo do retorno anormal. **XXVI Encontro Nacional dos Programas de Pós-graduação em Administração**, v. 27, p. 30-33, 2002.

O estudo realizado no Brasil³⁸⁵, devidamente mencionado na sentença, constituiu em uma análise da prática de *insider trading* em anúncios de Fusões e Aquisições (F&As) ocorridos na economia brasileira nos anos de 2004 a 2007. Essa prática ilegal foi confirmada, identificando-se variações anormais no comportamento de variáveis ligadas às ações no mercado além do retorno acionário anormal, com indícios de que nos dez dias relativos que precederam aos anúncios das F&As analisadas as ações apresentaram um comportamento anormal, indicando utilização de informação privilegiada.

Em uma análise realizada com 194 empresas no Estados Unidos³⁸⁶, os resultados confirmam estatisticamente o que a maioria dos *traders* já teria transacionado em posse de alguma informação sobre a F&A. Especificamente naquele contexto, o vazamento de informações privilegiadas ocorreria em um nível significativo até 12 dias úteis antes do primeiro anúncio público de uma proposta de fusão.

No Chile³⁸⁷, nos processos de anúncio de fusões e aquisições o período de vazamento de informações é em um espaço de tempo menor, fixado no dia anterior ao anúncio da M&A, mas um estudo revelou um possível vazamento de informações em todos os 13 anúncios de F&A registrados no país no período da pesquisa.

Esses dados embasam, de maneira suficiente, o entendimento formulado pelo Juiz do caso 1, pois somam-se ao arcabouço teórico delimitador do conceito de relevância a ser usado e, à menção expressa ao gráfico contido às fls. 10 do procedimento investigatório criminal nº 1.34.00 1.003X27/2007-32, apenso ao processo; o qual retrata o valor dos ADRS da Perdigão S.A de janeiro de 2003 a junho de 2006, demonstrando que o papel estava com preço em patamar elevado quando da compra efetuada pelos acusados.

Bloco de fundamentação 3: não obstante, ligada a essa questão, há que se perguntar a partir de que momento a informação se torna relevante. Meras cogitações intrassocietárias a respeito de uma eventual e futura operação a ser realizada já podem ser suscetíveis de caracterizar uma informação relevante? É possível traçar um paralelo com o campo do direito das obrigações, onde cada vez maior atenção tem sido dedicada à responsabilidade civil pré-contratual, isto é, àquela surgida ainda no âmbito das tratativas negociais. Tem-se reconhecido que a formatação de um negócio ainda incipiente pode ser suficiente para gerar expectativas legítimas. **Do mesmo modo, no âmbito da verificação da prática de *insider trading*, a mera expectativa de realização de um negócio jurídico de vulto deve ser já considerada um fato relevante. Deve-se exigir uma postura rígida por parte dos dirigentes da**

³⁸⁵ CAMARGOS, Marcos Antônio de; ROMERO, Julio Alfredo Racchumi; BARBOSA, Francisco Vidal. Análise empírica da prática de *insider trading* em fusões e aquisições recentes na economia brasileira. **Encontro Nacional de Engenharia de Produção**, v. 27, 2007.

³⁸⁶ KEOWN, Arthur J.; PINKERTON, John M. Merger announcements and insider trading activity: An empirical investigation. **The journal of finance**, v. 36, n. 4, p. 855-869, 1981.

³⁸⁷ AMÉSTICA-RIVAS, Luis et al. Uso de información privilegiada en fusiones y adquisiciones en sectores industriales de Chile en el periodo 2010-2014. **Cofin Habana**, v. 13, n. 2, 2019.

companhia. A vedação ao *insider trading* traduz um dever de lealdade, especialmente dos administradores, em relação à companhia. A partir do momento em que se tem notícia de algum ato ou fato que, ainda que sujeito a diversos condicionantes, possa vir a ser considerado relevante, deve o administrador ou equiparado se abster de negociar os valores mobiliários que possam ter seus preços afetados. (...) Note-se que não se trata de punir a mera cogitação (*cogitationis poenam nemo patitur*). O que se pune é o ato efetivo de negociação dos valores mobiliários. Mas, pune-se a conduta, a partir do momento em que existe uma expectativa de um ato ou fato possa efetivamente influir na cotação dos valores mobiliários. Além disso, como exposto, a possibilidade deve ser discutida de fato dentro da empresa – daí se referir a cogitação intrassocietária – não bastando a cogitação de uma única pessoa, não compartilhada. **As provas colhidas nos autos apontam exatamente no sentido de que já desde a primeira aquisição de ADRS por parte do acusado L., no dia 07/04/2006, já se formara uma “informação relevante” porque capaz de influir nos preços dos valores mobiliários, e privilegiada, eis que não divulgada ao mercado.** (...) A informação relevante detida pelo acusado não era a de que seria realizada efetiva oferta pública de aquisição de ações, mas, simplesmente, a de que existia essa possibilidade. Era o quanto bastava para que o preço das ações da PERDIGÃO S.A. - e os ADRs relacionados - detivesse grande potencial de alta. Trata-se exatamente da hipótese de incidência do, artigo 157, §50, da Lei das S.A., segundo o qual "Os administradores poderão recusar-se a prestar a informação (§1º alínea e), ou deixar de, divulgá-la (§4º), se entenderem que sua revelação poria em risco interesse legítimo da companhia, cabendo à Comissão de Valores Mobiliários, a pedido dos administradores, de qualquer acionista, ou por iniciativa própria, decidir sobre a prestação de informação e responsabilizar os administradores, se for o caso. [grifou-se]

O bloco de fundamentação 3, seja pelo tamanho, seja pela complexidade das questões que dirime, merece atenção pois estabelece o parâmetro sobre a partir de que momento a informação se torna relevante.

Ao mencionar que “no âmbito da verificação da prática de *insider trading*, a mera expectativa de realização de um negócio jurídico de vulto deve ser já considerada um fato relevante”, o julgador arremata o argumento lembrando da exigência de uma postura rígida por parte dos dirigentes da companhia no contexto de negociações. Assim, fixa o critério de relevância como sendo a partir do momento em que existe uma expectativa de um ato ou fato possa efetivamente influir na cotação dos valores mobiliários.

Certo é que a decisão não menciona julgados da CVM para corroborar seu argumento, a exemplo do PAS CVM Nº 04/04 que concluiu: “o fato relevante não é um fato isolado no tempo, mas aquele evento objetivo que conclui uma sucessão de eventos relevantes”. Contudo, utiliza o arcabouço probatório do caso para indicar que “desde a primeira aquisição de ADRS por parte do acusado L., no dia 07 de abril de 2006, já se formara uma “informação relevante” porque capaz de influir nos preços dos valores mobiliários, e privilegiada, eis que não divulgada ao mercado.”, mantendo a linha decisória traçada nos blocos de fundamentação anteriores.

Ao final, os acusados foram condenados nestes termos:

L. M condenado a pena de 1 (um) ano e 9 (nove) meses de reclusão, em regime inicial aberto; e b) à pena de multa no valor de R\$ 349.711,53 (trezentos e quarenta e nove mil, setecentos e onze reais e cinquenta e três centavos). Substituo a pena privativa de liberdade pelas penas restritivas de direitos de: a) prestação de serviços à comunidade ou a entidades públicas, a ser definida pelo Juízo da Execução Penal, devendo ser observadas as aptidões do condenado (CP, artigo 46, §30), bem como a natureza do delito; e b) proibição do exercício do cargo de administrador e/ou conselheiro fiscal de companhia aberta pelo prazo de cumprimento.

R. 1 (um) ano, 5 (cinco) meses e 15 (quinze) dias de reclusão, em regime inicial aberto; e b) à pena de multa no valor de R\$ 374.940,52 (trezentos e setenta e quatro mil, novecentos e quarenta reais e cinquenta e dois centavos). Substituo a pena privativa de liberdade pelas penas restritivas de direitos de: a) prestação de serviços à comunidade ou a entidades públicas, a ser definida pelo Juízo da Execução Penal, devendo ser observadas as aptidões do condenado (CP, artigo 46, §30), bem como a natureza do delito; e b) proibição do exercício do cargo de administrador e/ou conselheiro fiscal de companhia aberta pelo prazo de cumprimento da pena.

A pesquisa verificou, após a sentença, uma especificação argumentativa nos recursos do MPF e da Procuradoria da CVM. Assim, nos recursos da acusação, as matérias que tiveram papel central foram aquelas que tratavam sobre dosimetria da pena, não podendo ser verificado menção específica à questão da relevância da informação.

A discussão em torno da relevância somente reaparece no acórdão do Tribunal Regional Federal da 3ª Região – TRF3, tanto em decorrência do efeito devolutivo da apelação criminal, tanto pela necessidade de enfrentamento das teses defensivas que mantiveram a linha argumentativa de inexistência de relevância das informações.

Em voto que julgou parcialmente procedente a apelação ministerial, a fim de majorar as penas impostas aos acusados L.G.M.F para 02 (dois) anos, 06 (seis) meses e 10 (dez) dias de reclusão, em regime aberto, e R.A.F. para 02 (dois) anos e 01 (um) mês de reclusão, em regime aberto. Reconhecendo, ainda, em relação a cada um dos réus, o dever de indenizar os prejuízos sofridos à título de dano moral coletivo, no valor mínimo de R\$ 254.335,66 (duzentos e cinquenta e quatro mil, trezentos e trinta e cinco reais, e sessenta e seis centavos) para o acusado L.G.M.F, e, de R\$ 305.036, 36 (trezentos e cinco mil, trinta e seis reais, e trinta e seis centavos) para o acusado R.A.F. As fundamentações são assim divididas:

Bloco de fundamentação 1: conforme bem ressaltado pelo MM. Juiz a quo, o tipo penal em epígrafe **contém diversos elementos normativos cuja complementação emana do Direito Societário, ou seja, o delito em apreço é uma norma penal em branco que traz em seu bojo expressões que necessitam de complementação por uma lei ou ato infralegal.** *Ab initio*, uma das elementares do tipo que depende de complemento é a expressão "de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo", ou seja, refere-se ao sujeito ativo do delito de *insider trading*. Assim, o tipo penal do artigo 27-D da Lei nº 6.385/76 estabelece que o sujeito ativo do crime de *insider trading* tem o dever de manter em sigilo, a informação relevante ainda não divulgada ao mercado da qual teve conhecimento. A Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002, que dispõe acerca da divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas, regulamentou a Lei de Mercado de Capitais (Lei nº 6.385/76), estabelecendo no artigo 8º um rol de funções ou cargos exercidos

por agentes que têm o dever de manter em sigilo as informações relativas a ato, ou fato relevante, notadamente os diretores e membros do conselho de administração. (...) **A elementar "informação relevante" constitui-se em elemento normativo jurídico que depende de complementação de lei ou ato infra-legal (arts. 155, §1º e art. 157, §4º, da Lei nº 6.404/76; art. 2º da Instrução CVM 358/2002).** No caso vertente, a informação relevante objeto de discussão consiste na realização de oferta pública de aquisição e ações da Perdigão pela Sadia, pois o valor **das ações da empresa Perdigão pode sofrer variação de preços no mercado e também ter influência na decisão do investidor de comprar, vender ou manter aqueles títulos, conforme bem observado pelo magistrado de primeiro grau.** [grifou-se]

Primeiramente, no que diz respeito ao entendimento do Tribunal de ser o tipo penal do artigo 27-D da Lei nº 6.385/76 uma norma penal em branco, esta é uma interpretação equivocada e não constante na sentença de primeiro grau, a qual utilizou a expressão “elemento normativo jurídico (ou normativo impróprio)”.

Lei penal em branco, por definição doutrinária, é aquela que tem a aplicabilidade condicionada a existência de outras regras jurídicas. Noutra dizer, é aquela norma a espera de um complemento que virá de instrumento jurídico externo ao próprio tipo penal. Assim, a razão de ser de tais normas encontra-se na necessidade, a qual a ordem jurídica reconhece, de somar a esfera penal a determinadas categorias de prescrições administrativas, a serem emanadas em relação a contingências futuras, gerais ou particulares³⁸⁸.

Os tipos das normas penais em branco devem ser integrados por outra disposição, também de ordem normativa, não lhes faltando o preceito, mas a *completude* que virá com a disposição integradora³⁸⁹. Os chamados tipos abertos³⁹⁰ (os que contêm elementos normativos ou subjetivos)³⁹¹ são aqueles cujo entendimento, definição e preceito exato exige particular

³⁸⁸ FARIA, A. Bento de Código Penal brasileiro (comentado), vol. I, Rio de Janeiro: Distribuidora Record, 1958. *Apud* OLIVEIRA, João Guilherme Silva Marcondes de. Do caráter aberto dos tipos penais: revisão de uma dicotomia. 2010. Dissertação de Mestrado. Universidade de São Paulo.

³⁸⁹ FARIA, A. Bento de Código Penal brasileiro (comentado), vol. I, Rio de Janeiro: Distribuidora Record, 1958. *Apud* OLIVEIRA, João Guilherme Silva Marcondes de. Do caráter aberto dos tipos penais: revisão de uma dicotomia. 2010. Dissertação de Mestrado. Universidade de São Paulo.

³⁹⁰ Os tipos abertos, de sua sorte, são aqueles nos quais (i) existe uma descrição incompleta da conduta proibida, (ii) o que se deve à sua estruturação por elementos normativos e/ou subjetivos, (iii) razão pela qual não mantêm efeito indiciário perante a ilicitude, (iv) que precisa ser comprovada positivamente; (v) ademais, esses tipos demandam a interpretação por parte dos operadores, (vi) pois o comportamento somente pode ser individualizado com o encontro de uma norma geral, (vii) que se busca através de uma valoração autônoma, que extravasa o mero campo dos termos da lei, um verdadeiro juízo de valor global. ”. OLIVEIRA, João Guilherme Silva Marcondes de. **Do caráter aberto dos tipos penais:** revisão de uma dicotomia. 2010. Dissertação de Mestrado. Universidade de São Paulo.

³⁹¹ Para João Guilherme Silva Marcondes, os elementos descritivos “permitem a descrição completa da conduta proibida, permitindo o reconhecimento por mera atividade sensorial, de modo que o trabalho do juiz se resume à subsunção, individualizando o comportamento com os dados do próprio tipo, um tipo penal fechado. De seu turno, os elementos normativos acarretam uma descrição incompleta da conduta proibida, exigindo uma atividade de compreensão espiritual, de forma que o magistrado é obrigado a realizar um juízo valorativo, utilizando outras normas (heterointegração), quer jurídicas, quer morais ou culturais, para individualizar a ação, tutelada, então, por um tipo aberto. A análise dos tipos abertos demonstra que o relevante não é se o tipo contém caracteres subjetivos, referentes ao âmbito da psique do agente, mas sim se tais elementos – sejam eles objetivos ou subjetivos – demandam uma valoração judicial, tornando a descrição da conduta incompleta. Ou seja, o importante é se a

apreciação por parte do juiz. Não são termos vazios de sentido, mas necessitados de interpretação para que se fixe o seu sentido justo, de acordo com a figura típica e com o caso em análise³⁹².

Assim, o crime em comento encaixa-se na descrição de um tipo aberto, contendo um elemento normativo o qual só pode representando sob a “lógica pressuposição de uma norma ou de um valor, sejam especificamente jurídicos ou simplesmente culturais, legais ou supralegais, determinados ou a determinar; elementos que assim não são sensorialmente perceptíveis, mas só podem ser espiritualmente compreensíveis ou avaliáveis”³⁹³, exigindo, para sua verificação *in-concreto*, um juízo de valor dentro do próprio plano da tipicidade³⁹⁴.

De fato, nas duas figuras há uma insuficiência, mas a forma como se suprirá esta carência é diversa em cada uma. A norma penal em branco não se concretiza a figura delitiva após seu complemento, que ainda continuará a ser uma abstração legal. No tipo aberto, aberto, por sua vez, o momento de integração é o mesmo da concretização da norma, que doravante será individual³⁹⁵.

Assim, o tipo penal do artigo 27-D da Lei n° 6.385/76 não precisa de uma complementação por uma lei ou ato infralegal, mas somente de valoração pelo aplicador da lei, por ser um tipo aberto, contendo, portanto, elementos normativos ou subjetivos, cujo trabalho de integração da norma é atribuição do aplicador do Direito, diante de cada caso.

Em verdade, o que se pode interpretar da sentença é que os arts. 155, §1° e art. 157, §4°, da Lei n° 6.404/76 e art. 2° da Instrução CVM 358/2002, são tão somente parâmetros os quais servem para *guiar e exemplificar* uma melhor interpretação do aplicador penal, sobre o que é relevância; sendo, portanto, um tipo penal aberto, no qual o art. 134³⁹⁶ do Código Penal, por exemplo. A palavra “desonra” contida no art. 134° do CP faz surgir questionamentos sobre

composição do tipo apresenta ou não elementos normativos. A ideia é que ao se pautar pelos valores sociais, em uma atitude razoável, que procura o termo médio de significação daquele preceito, o juiz não estará agindo de modo arbitrário, pois exerce sua liberdade de acordo com a consciência social, com aquilo que se espera geralmente; enfim, o magistrado vem a confirmar a expectativa da sociedade”. OLIVEIRA, João Guilherme Silva Marcondes de. Do caráter aberto dos tipos penais: revisão de uma dicotomia. 2010. Dissertação de Mestrado. Universidade de São Paulo.

³⁹² BRUNO, Aníbal. Sobre o tipo no Direito Penal, in **Estudos de direito e processo penal em homenagem a Nélson Hungria**, Rio de Janeiro, São Paulo: Forense, 1962, p.60

³⁹³ DIAS, Jorge de Figueiredo. **Direito Penal: parte geral: tomo I: questões fundamentais: a doutrina geral do crime**, São Paulo: Revista dos Tribunais; Portugal: Coimbra Editora, 2007.

³⁹⁴ MARQUES, José Frederico. **Curso de Direito Penal: volume I – propedêutica penal e norma penal**, São Paulo: Saraiva, 1954.

³⁹⁵ Marcondes Oliveira arremata: “o problema das normas penais em branco centra-se na divisão dos poderes, na competência legislativa e na localização do complemento, ao passo que nos tipos abertos a questão está na própria lei, em sua deficiência e aplicação pelos juízes”. OLIVEIRA, João Guilherme Silva Marcondes de. Do caráter aberto dos tipos penais: revisão de uma dicotomia. 2010. Dissertação de Mestrado. Universidade de São Paulo.

³⁹⁶ “expor ou abandonar recém-nascido, para ocultar *desonra* própria”.

seu significado, tendo em vista que o próprio conceito de honra é mutável e não previsível em todas as épocas e lugares. Logo, a diferente composição em cada situação fática leva o juiz a se colocar de maneira diversa perante eles, analisando elementos do próprio caso.

A definição da situação fechada ou aberta de um tipo penal passa pela possibilidade ou não de *interpretação* do magistrado, pois os tipos abertos, formados por elementos normativos e subjetivos somente tem sua significação identificada em função dos elementos exteriores ao tipo³⁹⁷. Não termos vazios de sentido, mas necessitados de interpretação para que se fixe o seu sentido justo, de acordo com a figura típica”³⁹⁸

Assim, diferentemente do que mencionado no voto, a definição de fato relevante não faz com que o tipo previsto no artigo 27-D da Lei n° 6.385/76 deva ser *definido*, de maneira rígida e fechada, pela CVM (ou normas societárias).

Bloco de fundamentação 2: (...) **Ademais, convém ressaltar que o momento exato de uma informação se tornar relevante é a partir da expectativa gerada na realização de um negócio jurídico de grande vulto, in casu, a potencialidade de realização de oferta pública de aquisição das ações da Perdigão pela Sadia, conforme, observado pelo MM. Juiz a quo.** (...) Pois bem. No dia 7 de abril de 2006, a empresa Sadia foi contatada pelo Banco ABN AMRO Real S/A acerca da possibilidade de oferta hostil das ações da Perdigão. Iniciaram-se assim os estudos relativos à oferta em que estiveram envolvidos os profissionais da empresa: Walter Fontana Filho (Presidente do Conselho de Administração da Sadia S/A), Eduardo Fontana D'Ávila (Vice -Presidente do Conselho de Administração da Sadia), o acusado L.M, conforme missiva enviada à CVM pelo próprio acusado, datada em 31/07/2006 (fls. 44/45 do apenso procedimento investigatório criminal sob n° 1.34.001.003927/ 007-32). Os dois primeiros profissionais citados exposto tomaram conhecimento do Projeto nesta mesma data, consoante documentos de fls. 391/392 do referido apenso procedimento investigatório criminal encaminhado pelo próprio coacusado ao escritório de advocacia TOZZINI, FREIRE, TEIXEIRA E SILVA. O acusado também tomou conhecimento deste projeto no dia 7 de abril quando este foi indagado pelo magistrado de primeiro grau. Ainda nesta reunião, dita como "encontro informal" pelo próprio acusado, estiveram presentes: Fábio Barbosa (Presidente do Banco ABN Amro S/A) e João Roberto Gonçalves Teixeira (vice -Presidente do Banco). A reunião que foi realizada nas de do Banco ABN na data referida foi o primeiro acontecimento relevante que originou o projeto relativo à oferta pública de ações da Perdigão. Assim, verifico que, não se tratou de um mero "encontro informal", pois estavam presentes profissionais ocupantes de funções de alta relevância das duas empresas que acreditavam "na efetiva viabilidade do projeto", conforme bem ressaltado pelo magistrado de primeiro grau. (...) **Isto porque, com a mera divulgação ao mercado da possibilidade de ser realizada a oferta pública de aquisição não solicitada de ações da empresa Perdigão conduziria a uma variação na cotação dos valores mobiliários da sobredita empresa.** Isto, por sinal, influenciaria na decisão do investidor de comprar, e, posteriormente vender as ações da empresa Perdigão, sendo que esta hipótese foi confirmada pelo depoimento da testemunha J.T (...) [grifou-se]

³⁹⁷ DOTTI, René Ariel, Curso de direito penal: parte geral, Rio de Janeiro: Forense

³⁹⁸ BRUNO, Aníbal. Sobre o tipo no Direito Penal, in **Estudos de direito e processo penal em homenagem a Néelson Hungria**, Rio de Janeiro, São Paulo: Forense, 1962, p.60

No bloco de fundamentação 2, verifica-se a reiteração de posicionamento do juiz sentenciante sobre qual o momento exato de uma informação se tornar relevante: “ é a partir da expectativa gerada na realização de um negócio jurídico de grande vulto, *in casu*, a potencialidade de realização de oferta pública de aquisição das ações da Perdigão pela Sadia”. Assim, cada passo da operação poderá gerar uma informação relevante, desde que tenha potencial para influenciar o preço do valor mobiliário³⁹⁹.

Neste sentido, tem-se o regulamento da União Europeia nº 596/2014, especificamente o art. 7º, 1, o qual esclarece sobre o momento a partir do qual operações prolongadas no tempo devem ser consideradas relevantes:

1. Para efeitos do presente regulamento, a informação privilegiada engloba os seguintes tipos de informação: a) A informação com caráter preciso, que não tenha sido tornada pública e diga respeito, direta ou indiretamente, a um ou mais emitentes ou a um ou mais instrumentos e que, caso fosse tornada pública, seria idónea para influenciar de maneira sensível o preço desses instrumentos financeiros ou dos instrumentos financeiros derivados com eles relacionados; b) Em relação aos instrumentos derivados sobre mercadorias, toda a informação com caráter preciso que não tenha sido tornada pública e diga respeito, direta ou indiretamente, a um ou mais desses instrumentos derivados ou diga respeito diretamente ao contrato de mercadorias à vista com eles relacionado e que, caso fosse tornada pública, seria idónea para influenciar de maneira sensível o preço desses instrumentos derivados ou contratos de mercadorias à vista e se trate de informação que deveria normalmente ser divulgada ou que deve ser divulgada por força das disposições jurídicas ou regulamentares a nível da União ou a nível nacional, das regras do mercado, dos contratos, das práticas ou dos usos existentes nos mercados de derivados sobre mercadorias ou nos mercados à vista em causa;

No Recurso Especial de nº 1.569.171 - SP (2014/0106791-6), o qual ocasionou o trânsito em julgado do primeiro caso, configurando o primeiro trânsito em julgado sobre o tema registado até hoje, os blocos de fundamentação são assim divididos:

Bloco de fundamentação 1: ater-me-ei ao exame do elemento normativo do tipo, por ser este o objeto principal da irresignação recursal, sendo necessário, para tanto, explorar o conceito jurídico-econômico de "informação privilegiada," sobretudo as normas regulamentares da Comissão de Valores Mobiliários – CVM –, a Lei de Sociedades Anônimas (Lei n. 6.404/1976), bem como a doutrina pátria. **Cumpre esclarecer que as "informações" apenas terão relevância para esfera penal, especificamente para a configuração do crime do art. 27-D da Lei n. 6.385/1976, se a sua utilização ocorrer antes de serem divulgadas no mercado de capitais.** Isso porque os fatos com potencial de influência sobre as decisões dos investidores devem ser comunicados publicamente, conforme determinam os arts. 3º e 6º, parágrafo único, da Instrução Normativa n. 358/2002 da Comissão de Valores Mobiliários. Da leitura dos referidos comandos normativos, conclui-se que, quando o *insider* detiver informações relevantes sobre sua companhia deverá informá-las ao mercado tão logo seja possível (art. 3º da Instrução Normativa n. 358/2002 da CVM e 157, § 4º, da Lei n. 6.404/1976), ou, no caso em que não puder fazê-lo, por entender que sua revelação colocará em risco interesse da empresa (art. 6º da Instrução Normativa), deverá abster-

³⁹⁹ CAVALI, Marcelo Costenaro. *Insider trading: Repressão administrativa e penal do uso indevido de informação privilegiada*. 1ª ed. Rio de Janeiro: Quartier Latin, 2022, p.219.

se de negociar com os valores mobiliários referentes às informações privilegiadas, enquanto não forem divulgadas. Com efeito, "para a caracterização do delito, o agente deve utilizar a informação privilegiada, negociando, em seu nome ou no de terceiros, com valores mobiliários, sendo que esta informação de que se vale o insider deve ser relevante e capaz de propiciar vantagem indevida, para si ou para outrem. **Desde logo se anteveem dois elementos normativos do tipo; a relevância da informação e a posterior negociação com valores mobiliários**" (CASTELLAR, João Carlos. *Insider Trading e os novos crimes corporativos*, Rio de Janeiro: Editora Lúmen Júris, 2008. P. 109). **Conforme anotou o acórdão recorrido, em termos gerais, podemos encontrar a definição de "informação relevante" no art. 155, § 1º, da Lei n. 6.404/1976, bem como no art. 2º da Instrução n. 358/2002 da CVM, que dispõem respectivamente (...). João Carlos Castellar, citando Costa Pinto, aduz que, "além desse critério de índole normativa, a informação 'deve ter em relação à realidade que descreve um mínimo de materialidade ou objetividade ou, noutros termos, a consciência mínima para permitir a sua utilização por um investidor médio', ou seja, a informação deve estar dotada de potencialidade para 'influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia, como prevê o artigo 157, § 4º, da Lei n. 6.404/1976'**". Continua o ilustre doutrinador: "[...] para que se possa fazer um juízo de prognose relativamente à idoneidade da informação, este autor sugere que se faça uma comparação: 'se a informação quando publicada fosse, num juízo de previsibilidade reportado ao momento *ex ante* da operação, suscetível de gerar apetência pela compra ou venda de ativos, esta informação revelava idoneidade para influenciar a evolução da cotação. Se as alterações que poderia induzir fossem sensíveis, será informação privilegiada" (CASTELLAR, João Carlos. *Insider Trading e os novos crimes corporativos*, Rio de Janeiro: Editora Lúmen Júris, 2008, p. 112/113). **Assim, pode-se dizer que informação relevante é aquela que: "a) não foi tornada pública; b) é capaz de influir de modo ponderável na cotação de títulos ou valores mobiliários (*price sensitive*); c) seja precisa ou concreta. A informação tanto pode dizer respeito aos títulos, à companhia emissora especificamente ou a um determinado seguimento econômico** (BALTAZAR JUNIOR, José Paulo, *Crimes Federais*, São Paulo, Editora Saraiva, 2015, 10ª ed., p. 572).

No BF1, percebe-se uma consolidação do entendimento de que as informações apenas terão relevância para esfera penal, especificamente para a configuração do crime do art. 27-D da Lei n. 6.385/1976, quando: “a) não foi tornada pública; b) é capaz de influir de modo ponderável na cotação de títulos ou valores mobiliários (*price sensitive*); c) seja precisa ou concreta; d) e tanto pode dizer respeito aos títulos, à companhia emissora especificamente ou a um determinado seguimento econômico”. Assim o fazendo de maneira objetiva e interligada às decisões anteriores, bem como trazendo citações de doutrina especializada nacional e internacional (atualizada à época), sobre a temática.

Bloco de fundamentação 2: voltando ao caso em concreto, não há controvérsia quanto às datas em que as operações ocorreram e nem quanto ao fato de que o acusado participou das discussões e tratativas visando à elaboração da oferta pública de aquisição de ações da Perdigão S.A., obtendo, na reunião do dia 7 de abril de 2006, informações confidenciais de sua companhia – Sadia S.A. – as quais, no exercício de sua profissão, tinha o dever de manter em sigilo. Tanto é verdade que, no desenrolar das negociações, conforme ressaltou a Corte de origem, "houve preocupação dos participantes daquela reunião de que não fosse divulgado ao mercado o projeto de oferta pública de aquisição das ações da Perdigão, ou seja, o processo foi tratado por absoluto sigilo pelos próprios profissionais, conforme podemos observar pelo depoimento de Fábio Barbosa que disse no bojo do procedimento investigatório

criminal: 'para fins de confidencialidade, internamente, as empresas foram denominadas de 'blue' (Sadia) e 'red' (Perdigão)' (fl. 328 do referido apenso do procedimento investigatório criminal). Tendo, inclusive, o próprio acusado L.M se preocupado em não divulgar o teor da negociação aos seus subalternos" (fls. 1.750/1.751). **Diante desse contexto, concluiu o Juiz sentenciante que "dúvida não há de que uma potencial oferta pública, por parte da SADIA S.A., de aquisição das ações da PERDIGÃO S.A., é considerada uma informação relevante, isto é, teria aptidão para influenciar de forma ponderável as decisões de investimento e, por conseguinte, a cotação dos ativos da PERDIGÃO S.A." (fl. 1.176). Acrescentou, ainda, o Juiz singular que, "no âmbito da verificação da prática de insider trading, a mera expectativa de realização de um negócio jurídico de vulto deve ser já considerada um fato relevante. Deve-se exigir uma postura rígida por parte dos dirigentes da companhia. A vedação ao insider trading traduz um dever de lealdade, especialmente dos administradores, em relação à companhia.** A partir do momento em que se tem notícia de algum ato ou fato que, ainda que sujeito a diversos condicionantes, possa vir a ser considerado relevante, deve o administrador, ou equiparado se abster de negociar os valores mobiliários que possam ter seus preços afetados" (fl. 1.176). **Assim, forçoso reconhecer que a conduta do recorrente se subsume à norma prevista no art. 27-D da Lei n. 6.385/1976, que foi editada justamente para assegurar a todos os investidores o direito à equidade da informação, condição inerente à garantia de confiabilidade do mercado de capitais, sem a qual ele perde a sua essência, notadamente a de atrair recursos para as grandes companhias.** [grifou-se]

Em igual tom de consolidação, quando a decisão adentra no tema sobre em qual momento se consolida a relevância da informação, o BF2 afirma que a “mera expectativa de realização de um negócio jurídico de vulto deve ser já considerada um fato relevante.” Salientando que “deve-se exigir uma postura rígida por parte dos dirigentes da companhia. A vedação ao *insider trading* traduz um dever de lealdade, especialmente dos administradores, em relação à companhia.” Reproduzindo, em sua integralidade, o raciocínio despendido na sentença criminal condenatória.

4.2.3 Análise de conteúdo do caso 1

Nesse espectro, apresenta-se a tabela 3, contendo as perguntas e respostas da análise de conteúdo, após findar a análise do caso 1:

Tabela 3 – Análise de Conteúdo do caso 1

Análise de conteúdo do caso 1	
1) Quem fala? – quem definiu o fato relevante	Juízo da 6ª Vara Federal especializada em crimes contra o Sistema Financeiro Nacional e Lavagem de valores de São Paulo. Juiz do caso: Marcelo Costenaro Cavali.

2) Para dizer o que?	(i) Fato relevante é sem dúvida, elemento normativo jurídico (ou normativo impróprio) do tipo, eis que encontra definição em outras regras jurídicas, especialmente as disposições do artigo 155, §1º, e do artigo 157, §4º, da Lei das S.A e art. 2º da ICVM 358/02. Dessas definições, (ii) é possível depreender que informação relevante é aquela capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários. Assim, (iii) informação relevante, em sentido técnico, é aquela que tem o poder de alterar uma decisão de investimento (compra, venda ou manutenção) de um investidor racional. Ademais, (iv) no âmbito da verificação da prática de <i>insider trading</i> , a mera expectativa de realização de um negócio jurídico de vulto deve ser já considerada um fato relevante. Portanto, no caso em tela, (v) dúvida não há de que oferta pública, por parte da SADIA S.A., de aquisição das ações da PERDIGÃO S.A., é considerada uma informação relevante, isto é, teria aptidão para influenciar de forma ponderável as decisões de investimento e, conseguinte, a cotação dos ativos da PERDIGÃO e, por S.A.
3) A quem?	Aos acusados, ao MPF e ao assistente de acusação
4) De que modo?	Sentença criminal condenatória foi a decisão preponderantemente delimitadora da definição de fato relevante.
5) Com que finalidade?	Estabelecer parâmetros, dentro das delimitações penais, sobre fato relevante.
6) Com que resultados?	Condenação dos acusados em primeiro grau, exasperação da pena em segunda instância e, os posicionamentos do juiz sentenciante foram, além de mantidos, replicados nos acórdãos que o seguiram.

Fonte: elaborado pela autora.

4.3 Caso 2– Randon S/A

Nos meses de junho e julho de 2002, período que antecedeu a publicação de fato relevante, ocorrido em 15.08.2002, foram adquiridas ações das sociedades anônimas Randon Participações S.A e Fras-Le S.A. pelos acusados R.A.R.; A.R.; A.M.S.; E. T.; N.T.R.; D.R.R, o que lhes proporcionou a obtenção de vantagem indevida, nos termos do artigo 27-D da Lei nº 6.385/76 c/c o artigo 29 do Código Penal.

4.3.1 *Dos atos processuais*

Segundo a denúncia⁴⁰⁰, R.A.R, na época dos fatos Diretor – Presidente da Randon S/A e controlador indireto da DRAMD Participações Ltda⁴⁰¹; A.R, Vice-Presidente da Randon S/A e Sócio da DRAMD; A.M.S, Diretor da Randon S/A; E.T, Diretor da Randon S/A e Fras-Le S/A; N.T.R, esposa de R.A.R e sócia da DRAMD; D.R.R, filho de R.A.R e sócio da DRAMD e J.J.V.B.N, Diretor da empresa Geração Futuro C.V Ltda, nos meses de junho e julho de 2002, período que antecedeu a publicação de fato relevante, ocorrido em 15/08/2002, teriam adquirido ações das empresas Randon Participações S/A e Fras-Le S/A. utilizando informações relevantes, ainda não divulgadas ao mercado, das quais tinham conhecimento, proporcionando dessa forma a obtenção de vantagem indevida, mediante negociações com valores mobiliários.

O fato relevante em questão, divulgado pela empresa em 15/08/2002, comunicou a sua associação com a empresa Meritor Heavy Vchile Systems, LLC, integrante do grupo Norte-Americano ArvinMeritor, INC, por meio da venda de parcela expressiva de participação societária detida na controlada Suspensys Sistemas Automotivos Ltda. O fato relevante gerou valorização de proximamente 120% (cento e vinte por cento) no valor das ações da companhia.

4.3.2 *Delimitações sobre fato relevante*

Na denúncia, em nenhum dos trechos se verifica a menção, para além da indicação do fato relevante divulgado pela empresa, do que seria fato relevante. As argumentações da peça que inaugurou o procedimento criminal resumem-se a citar o procedimento administrativo 22/2004 da Comissão de Valores Mobiliários, a exemplo do seguinte trecho: “tal fato restou apurado no Inquérito Administrativo 22/2004 da CVM e, através do quadro abaixo, verifica-se

⁴⁰⁰ Datada de 04 de maio de 2009, oferecida pela Procuradora da República Luciana Guarnieri ao Juízo do Vara Federal Criminal de Caxias do Sul/RS. Em 9 de julho de 2009, o Procurador da República Adriano Augusto Silvestrin Guedes, requereu a declaração de incompetência do Juízo da Vara do Rio Grande do Sul, baseando-se no argumento de que a utilização de informação privilegiada para obter vantagem patrimonial ocorreu no ambiente de Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA). A argumentação foi acatada pelo Juiz Federal, em 14 de julho de 2009. Contudo, insta mencionar que não se concorda com a argumentação utilizada e posteriormente acatada. Conforme se verifica no artigo 6º, do Código Penal: “considera -se praticado o crime no lugar em que ocorreu a ação ou omissão, no todo ou em parte, bem como onde se produziu ou deveria produzir-se o resultado”. Assim, basta que um único ato executório tivesse sido realizado no Rio Grande do Sul, o que efetivamente ocorreu, para que a competência fosse fixada para a Justiça Federal do estado. Afirmar que o crime ocorreu no ambiente de Bolsa de Valores de São Paulo e, por isso, a competência é da Justiça Federal de São Paulo é criar uma anomalia jurídica onde todos os crimes de mercado de capitais devem ser julgados pela Justiça Federal de um estado específico, o que não é correto.

⁴⁰¹ DRAMD é a controladora de Randon S.A, detendo 77,44% das ações ordinárias e 16,96% das ações preferenciais (fl.504, apenso I, volume II, do processo físico constante no Departamento de Processos Arquivados da Justiça Federal de São Paulo).

que o início das operações de compra de papéis do grupo Randon ocorreu no mês de junho, ou seja, antes da divulgação do fato relevante.” Elencando, ainda, como testemunhas somente (dois) membros da CVM, o Presidente-Relator do Inquérito Administrativo 22/2004 do PAS, Marcelo Fernandez Trindade e o Inspetor da Comissão de Valores Mobiliários, e o Inspetor da Comissão de Valores Mobiliários, Sérgio Nei Vieira Elias.

O recebimento da denúncia, devidamente formalizado em 29 de junho de 2011, pelo Juiz Federal Douglas Camarinha Gonzales, não destoa da primeira peça processual. Nada cita, menciona ou desenvolve sobre o fato dito como relevante.

Contudo, decidir é uma atividade contextualizada, situada em um momento, em um espaço, inserida em um evento sociológico. Decidir é uma atividade tematicamente orientada, em uma decisão há uma ideia central, um tópico, um tema global que se pretende desenvolver, devendo ser direcionada ao momento específico do processo. O momento do recebimento da denúncia é aquele no qual repousa o objetivo de analisar se as acusações são manifestamente ineptas, ou se falta algum pressuposto processual, condição para o exercício da ação penal ou justa causa para o exercício da ação penal.

Assim, a primeira manifestação⁴⁰², cuja previsão é aquela constante no art. 396 do Código de Processo Penal – CPP em que pese possuir caráter liminar, tem o propósito de evitar inúmeros problemas de natureza lógico-processual os quais seriam causados caso se considerasse efetivo o recebimento somente na fase do art. 399 do CPP⁴⁰³, sendo necessário que o desenvolvimento da afirmação: “havendo prova da existência de fato que caracteriza, em tese, o crime inculcado no artigo 27-D da Lei no 6.385/76”, com pelo menos a descrição de qual fato foi considerado relevante, fosse verificado na decisão.

Desse modo, mesmo que o Superior Tribunal de Justiça – STJ considere a decisão a qual recebe a peça acusatória (art. 396, CPP) como ato despido de conteúdo decisório⁴⁰⁴, não se submetendo, pois, à exigência constitucional de motivação elencada no art. 93, IX da

⁴⁰² A reforma instituída pela Lei nº 11.719/2008 foi bastante ampla, conferindo ao juiz a oportunidade de se manifestar duas vezes acerca da viabilidade da acusação, mediada por uma manifestação defensiva. Sendo a primeira constante no art. 396 do CPP e a segunda no art. 399 do CPP.

⁴⁰³ CHOUKR, Fauzi Hassan. **Código de processo penal: comentários consolidados e crítica jurisprudencial**. Saraiva Educação SA, 2017., p. 638

⁴⁰⁴ Insta mencionar que não se concorda com esta posição jurisprudencial. Ao se referir ao dever de motivação como uma garantia processual, Gomes Filho ressalta que tamanha exigência, em relação aos provimentos de natureza penal, integra e completa todo um sistema de garantias cuja estrita observância é condição de legitimidade de qualquer medida punitiva no Estado de Direito. A fundamentação apresenta uma dupla função, já que tanto é considerada endoprocessual como extraprocessual, não se limitando a ter como seus destinatários somente as partes processuais, mas servindo para toda a sociedade. Desse modo, em todos os atos processuais deve ser exigida a motivação constante no artigo 93 da constituição não podendo ser admitida que na primeira decisão do Juízo penal a regra do art. 93, IX da Constituição da República, possa ser flexibilizada. Cf. GOMES FILHO, Antônio Magalhães. *A Motivação das Decisões Penais*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2001.

Constituição da República⁴⁰⁵; é de se salientar que delimitação acerca de qual fato foi tipo como relevante e no que consistiria a relevância, no espectro das acusações, não configura motivação, mas somente verifica se os requisitos da denúncia já oferecida satisfazem os requisitos do artigo 41⁴⁰⁶.

A decisão tem, como último ato, a absolvição sumária dos acusados R.A.R e N.T.R com fulcro no artigo 397, IV, do Código de Processo Penal, em virtude de o fato narrado na denúncia encontrar-se prescrito.

Aos demais, conforme requisição do MPF para analisar a possibilidade de oferecimento da proposta de suspensão condicional do processo, assim foi procedido tempos após a decisão que recebeu a denúncia, tendo sido pagas multas individuais que, somadas, chegam a R\$ 51 mil. Com isso, a ação criminal foi extinta.

4.3.3 Análise de conteúdo do caso 2

Os resultados ora analisados podem ser assim agrupados:

Tabela 4 – Análise de conteúdo do caso 2

Análise de conteúdo do caso 2	
1) Quem fala? – quem definiu o fato relevante	A pesquisa não pode verificar a informação
2) Para dizer o que?	A pesquisa não pode verificar a informação
3) A quem?	A pesquisa não pode verificar a informação
4) De que modo?	A pesquisa não pode verificar a informação
5) Com que finalidade?	A pesquisa não pode verificar a informação
6) Com que resultados?	A pesquisa não pode verificar a informação

Fonte: elaborado pela autora.

⁴⁰⁵ Veja-se, por todos, AgRg no HC 256.620/SP, julgado em 11.06.2013, pela Sexta Turma

⁴⁰⁶ Art. 41 do CPP: A denúncia ou queixa conterá a exposição do fato criminoso, com todas as suas circunstâncias, a qualificação do acusado ou esclarecimentos pelos quais se possa identificá-lo, a classificação do crime e, quando necessário, o rol das testemunhas.

4.4 “Caso Mundial”: Mundial S/A

O Caso Mundial, doravante denominado Caso 3, é fruto de uma denúncia anônima para a Bolsa de Valores, depois disso, um ofício da BOVESPA formalizando o início das investigações com a atuação da CVM.

O teor da denúncia anônima foi no sentido de que as ações da MUNDIAL S/A passaram a apresentar, a partir de abril de 2011, sem razão aparente, um expressivo crescimento no volume e valor das negociações realizadas na Bolsa de Valores de São Paulo. Assim, conforme consta dos autos, identificou-se, principalmente nos primeiros sete meses do ano de 2011, uma sobrevalorização das ações da empresa MUNDIAL S/A, as quais alcançaram seu valor máximo na data de 19/07/2011, apresentando um movimento atípico e muito distinto em relação ao movimento do índice Bovespa.

4.4.1 *Dos atos processuais*

O Inquérito policial n.º 08XX/2011⁴⁰⁷, cujo início se deu em 10 de agosto de 2011, lastreou a denúncia oferecida em 30 de novembro de 2012, a qual indiciou R.F; M.L.C; P.B.C; P.B.M; R.F; G.A.W.T; D.B.B; M.B.T; J.H.J; E.V.H; por incursos nas sanções do art. 288 do Código Penal, em concurso material com o art. 27-C da Lei nº 6.385/76 e com o art. 27-D.

Da leitura da denúncia, percebe-se que o foco da narrativa possui uma lupa para a manipulação de mercado, traçando, de maneira detalhista, um quadro ilustrativo do movimento atípico das ações preferenciais da MUNDIAL S/A (MNDL4), que valiam R\$ 0,30 (trinta centavos de real) em 1º de março de 2011, com um volume financeiro de apenas R\$ 34.858,00 (trinta e quatro mil, oitocentos e cinquenta e oito reais), decorrentes de 52 (cinquenta e dois) negócios, e o alcance do preço de R\$ 5,11 (cinco reais e onze centavos), contabilizando uma valorização de 1.600%, em 19 de julho de 2011.

A expressiva variação em um lapso temporal extremamente curto, somada ao fato de não haver uma causa subjacente que justificasse tamanha movimentação e variação financeira, configuravam indícios importantes da manipulação do mercado para o Procurador da República José Osmar Pumes.

Já com relação ao uso de informação privilegiada, essa teria sido especificamente por parte de R.F em relação às suas operações de compra de ações a termo realizadas a partir de 13/12/2010, propiciada pela estreita relação por ele mantida com M.C. Na gravação de uma conversa entre R.F e um analista do Citigroup, P.F, no dia 02/12/2010, encontrada pela Polícia

⁴⁰⁷ N° alterado com a finalidade de manter o sigilo.

Federal e transcrita aos autos, R.F citaria dados ainda não divulgados sobre os resultados financeiros da MUNDIAL e sobre a redução de suas dívidas fiscais, denotando conhecer detalhadamente a situação da Companhia.

Assim, a única menção presente na denúncia à expressão Fato Relevante pode ser assim transcrita: “anunciando um negócio envolvendo a alienação de um terreno de sua propriedade, que diminuiria em R\$ 30 milhões sua dívida com o Estado do Rio Grande do Sul.” Sendo, desse modo, uma menção ao próprio fato relevante posteriormente divulgado pela MUNDIAL S/A em 14 de fevereiro de 2011.

O ensaio de intersecção com a esfera administrativa presente no caso, a qual merece destaque, é a menção específica à CVM por 56 (cinquenta e seis) vezes só na denúncia, colacionando-se recortes da comunicação oficial da CVM à autoridade policial, do Processo Administrativo Sancionador CVM RJ nº 2012/11002; do Relatório de Análise Preliminar da CVM; e do Termo de Acusação Formal da CVM. Por óbvio, é um mero ensaio pois a utilização de meios de provas quando do curso processual administrativo não é novo, mas somente mais um meio de prova habitualmente utilizado para construções acusatórias. Contudo, especificamente a utilização do Relatório de Análise Preliminar da CVM; e do Termo de Acusação Formal da CVM indica que houve uma análise do ambiente mercantil quando do acontecimento relevante.

No recebimento da denúncia pelo Juiz titular da 1ª Vara Federal Criminal da Subseção Judiciária de Porto Alegre, em 14 de dezembro de 2012, o trecho destinado a narrar o fato dito como relevante, assim pode ser transcrito: “teria utilizado informações relevantes ainda não divulgadas ao mercado, capazes de propiciar, para si e para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiros, com valores mobiliários”. Resignando-se a somente transcrever a definição legal, nada acrescentando ou ponderando, não sendo sequer mencionado qual o fato relevante divulgado pela MUNDIAL S/A em 14/02/2011⁴⁰⁸.

Após o recebimento da denúncia, foi proferida sentença⁴⁰⁹ absolvendo sumariamente os réus quanto ao crime previsto no art. 288 do CP, com fundamento no art. 386,

⁴⁰⁸ Fato relevante acerca dos resultados financeiros da MUNDIAL e sobre a redução de suas dívidas fiscais.

⁴⁰⁹ Interessante pontuar que houve a interposição de embargos de declaração pela defesa de M.L.C, arguindo justamente a omissão em delimitar qual seria o fato relevante no caso. Veja-se: “Efetivamente, era indispensável a indicação precisa a quais resultados financeiros, redução de dívidas fiscais ou faturamento e receitas de terrenos se refere a acusação; e mais, era indispensável a indicação de fatos concretos que demonstrassem sua capacidade de propiciar vantagem indevida na negociação com valores mobiliários – considerando-se, especialmente, o quanto mais exposto pela defesa no mesmo capítulo I-C de sua resposta à acusação. De fato, embora recaia sobre a acusação o ônus de comprovar suas imputações, não se pode tolher da defesa a oportunidade de provar serem as mesmas infundadas. Ou seja, na espécie, deve-se viabilizar a defesa refutar, além da imputação absurda de que o

III, do CPP, tendo sido determinado o prosseguimento do feito em relação aos delitos previstos na Lei 6.385/76. Na oportunidade, foi determinada a certificação dos antecedentes criminais dos réus, para verificação da possibilidade de oferecimento do benefício de suspensão condicional do processo em relação aos réus; P.B.C; P.B.M; R.F; G.A.W.T; D.B.B; M.B.T; J.H.J; E.V.H, ficando consignado o prosseguimento da presente ação penal apenas em relação aos corréus R.F; M.L.C.

Os memoriais da acusação seguem o mesmo ritmo das peças que o antecederam. As 4 menções à expressão fato relevante são transcrições integrais da denúncia, não sendo metodologicamente necessário que haja a repetição de trechos que não ajudam a responder ao problema de pesquisa. Sendo verificado um aporte teórico delimitador de fato relevante somente na sentença.

4.4.2 Delimitações sobre fato relevante

A sentença condenatória proferida em 07/11/2016 dedica espaço para tratar sobre a delimitação de fato relevante⁴¹⁰, o qual verifica-se nos blocos de fundamentação abaixo:

Bloco de fundamentação 1: [...] Ainda conforme BALTAZAR JUNIOR (ob. cit., p. 571), **a informação relevante constitui-se em elemento normativo do tipo, a ser aferido no caso concreto, uma vez que, de acordo com o art. 155, § 1º, da Lei 6.404/76, é considerada informação relevante "qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, obtida em razão do cargo e capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários"** Informação relevante portanto, para fins penais, é toda aquela que a) não foi tornada pública; b) é capaz de influir de modo ponderável na cotação de títulos ou valores mobiliários; e c) seja precisa e concreta. [grifou-se]

De forma acertada⁴¹¹, o Juiz sentenciante afirma que informação relevante se constitui em elemento normativo do tipo. E, assim o é, diante da impossibilidade de prever todas as condutas de possível ocorrência na sociedade que causem lesão ou perigo de lesão a bens jurídicos tutelados. O legislador penal brasileiro trabalha com elementos normativos do

peticionário teria repassado quaisquer informações a Rafael Ferri ou a quem quer que seja, a alegação de que essas informações poderiam hipoteticamente ser consideradas “relevantes” para os fins do art. 27-D da Lei 6.835/76, evidenciando eventualmente que não eram sigilosas e já seriam de domínio público, que não tinham caráter preciso, ou que não eram *price-sensitive* e não conferiam vantagem indevida na negociação com valores mobiliários. Para tanto, no mínimo, a denúncia deve apontar quais dados reputa caracterizar a “informação relevante” elementar do tipo. Nesses termos, respeitosamente, é de rigor o acolhimento dos presentes aclaratórios, a fim de que seja suprida na r. sentença a omissão em tela, apontando-se, a partir da denúncia, precisamente qual é a “informação relevante” objeto da acusação do delito do art. 27-D da Lei nº 6.385/76, bem como enfrentando-se os aspectos suscitados pela defesa no capítulo I-C de sua resposta à acusação.”

⁴¹⁰ A partir da página 84 da sentença condenatória.

⁴¹¹ Acertada no sentido de indo ao encontro da posição adotada pela linha argumentativa doutrinária ora presente.

tipo que necessitam de valoração e complementação pelo aplicador do Direito, criando tipos abertos, nos quais não descreve de forma precisa e completa a conduta indesejada.

Assim, vê-se que o art. 27-D da Lei n. 6.385/76 estabelece como elemento do tipo a existência de “informação relevante ainda não divulgada ao mercado”, permitindo ao aplicador do Direito uma valoração de juízos do que seja informação privilegiada, de acordo com o seu horizonte hermenêutico de interpretação e a valoração de provas, inclusive produzidas em âmbito administrativo especializado, para delimitar no que consiste a relevância do fato assim tido, no caso concreto.

Bloco de fundamentação 2:[...] Por fim, as defesas alegam que o delito de "*insider trading*" exige, para sua configuração, que a informação repassada seja certa, precisa, o que não era o caso. Ocorre **que a informação não necessariamente precisa ser exata para que seja utilizada em negociação no mercado com valores mobiliários. Basta que gere expectativas em um sentido positivo ou negativo. No caso dos autos, embora não tenha sido exata, era concreta e precisa quanto à redução do endividamento da Companhia, como exposto, tendo desencadeado o movimento de F. no sentido de efetuar aquisições no mercado a termo, elevando a sua posição comprada.**

Mesmo que o trecho pareça deslocado e contraditório com o trecho citado no próprio bloco de fundamentação 1, a afirmação de que a informação não necessariamente precisar ser exata para que seja utilizada em negociação no mercado com valores mobiliários, vai de encontro ao entendimento⁴¹² de que a divulgação do fato relevante pode ser, por vezes, o resultado de uma situação que já vinha se construindo, sendo uma *conclusão* de uma sucessão de eventos relevantes sobre os quais o mercado não estava oficialmente informado.

Após as delimitações exposto, a sentença condenatória concluiu pela aplicação das seguintes penas: ao réu R.F - prática do crime previsto no Art. 27-D da Lei 6.385/76 (uso de informação privilegiada), à pena privativa de liberdade de 1 (um) ano e 3 (três) meses de reclusão, e à pena de multa de 31 (trinta e um) dias-multa, arbitrando o valor do dia-multa em 15 (quinze) salários-mínimos vigentes à época do fato (dezembro de 2010). M.L.C - prática do crime previsto no Art. 27-D da Lei 6.385/76 (uso de informação privilegiada), à pena privativa

⁴¹² Entendimento este inclusive constante nos PAS analisados na pesquisa, a exemplo do PAS CVM nº RJ2015/5813. A Diretiva 2003/124/CE especifica que a informação é precisa se indicar uma série de circunstâncias que ocorrem ou podem ocorrer razoavelmente ou em um evento que ocorreu ou pode razoavelmente esperar que ocorra, quando essa informação não é suficientemente específica para permitir que seja pode vir a procurar que a possibilidade dessa série de ocorrências ou os preços de instrumentos financeiros ou de instrumentos financeiros ou os resultados de resultados correspondentes a este artigo. E acrescenta “informações que um investidor razoável pode usar como parte da base de suas decisões de investimento”. Cf. DIRECTIVA 2003/124/CE DA COMISSÃO de 22 de dezembro de 2003 que estabelece as modalidades de aplicação da Directiva 2003/6/CE do Parlamento Europeu e do Conselho no que diz respeito à definição e divulgação pública de informação privilegiada e à definição de manipulação de mercado. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32003L0124&from=PT>

de liberdade de 1 (um) ano e 3 (três) meses de reclusão, e à pena de multa de 31 (trinta e um) dias-multa, arbitrando o valor do dia-multa em 15 (quinze) salários-mínimos vigentes à época do fato (dezembro de 2010).

Uma virada interessante para o caso é verificada no julgamento dos recursos defensivos, cujo voto data de 17 de dezembro de 2019. O TRF da 4ª região, ao analisar os autos e as teses defensivas conclui pela absolvição⁴¹³ vez que não existiria uma informação relevante relacionada à empresa Mundial S/A *pendente de divulgação*, uma vez que os dados constantes nos e-mails e diálogos que orientaram a condenação dos recorrentes ou são demasiadamente genéricos. Ou seja, existiria uma informação relevante, mas não privilegiada. O bloco de fundamentação tratando da temática é assim formulado:

Bloco de fundamentação 1: os elementos probatórios constantes do feito e utilizados pela acusação e pela sentença não se prestam a demonstrar que havia uma informação relevante relacionada à empresa Mundial S/A **pendente de divulgação**, uma vez que os dados constantes nos e-mails e diálogos que orientaram a condenação dos recorrentes ou são demasiadamente genéricos, ou não possuíram mínima correlação necessária com os fatos que se confirmaram posteriormente na realidade da empresa, ainda que sob a tarja de mera expectativa; ou, ainda, **não se consolidaram como informações obtidas com o acesso privilegiado, vez que eram de conhecimento público ou eram compartilhadas com outros acionistas da Companhia.**

Conforme observado, a prática de *insider trading* se caracteriza⁴¹⁴ por meio do uso de informações privilegiadas, as quais não sejam de conhecimento público, mas privilégio de pessoas que, dentro da companhia, estejam ocupando cargo ou posição de confiança, tendo acesso a informações restritas⁴¹⁵.

Assim, o *insider*, em seu sentido primário, sendo aquele que possui cargo ou posição de confiança na companhia detentora das informações confidenciais, possui obrigatoriamente um relacionamento profissional com a empresa emissora, não devendo se utilizar dessa vantagem para negociar no mercado de capitais⁴¹⁶, utilizando de uma vantagem

⁴¹³ Da leitura do voto pode ser extraído, além da ausência de privilégio da informação, que não haveria, para o relator, uma relação de proximidade entre R.F e M.L.C, já que os poucos contatos havidos entre ambos não revelaram indicativos da existência de uma ligação mais estreita, tampouco denotaram qualquer ajuste destinado à consecução do fim criminoso. “Não há prova de que se comunicavam por telefone. Não foram noticiadas reuniões frequentes e os e-mails constantes nos autos são de teor conciso e conteúdo sumário, sem qualquer sinal de intimidade ou de acordo de vontades entre os réus. Assim, não há evidências concretas de que R.F e M.L.C atuaram em colusão, para, através do uso de informação privilegiada, realizar operações no mercado mobiliário, para a obtenção de vantagem ilícita.”

⁴¹⁴ Dentre outros aspectos, incluindo-se a relevância da informação, eixo condutor do trabalho.

⁴¹⁵ ADIERS, Leandro Bittencourt. **Valores Mobiliários, Especulação e Consequências Jurídicas**, p. 174

⁴¹⁶ DIAS, Amanda Tayar Duarte, Questões atuais envolvendo o insider trading”. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais** nº 45, jul.-set./2009, Editora Revista dos Tribunais, pp. 121/148. p. 128.

não garantida aos demais investidores: comprar ou vender ativos a um preço que ainda não reflete a realidade mercantil.⁴¹⁷

No caso, o Relator do Voto absolutório conclui que as provas (e-mails e conversas) usadas na sentença para condenação de R.F e M.L.C são demasiadamente genéricas, não possuindo a mínima correlação necessária com os fatos que se confirmaram posteriormente na realidade da empresa, ainda que sob a tarja de mera expectativa; ou, ainda, não se consolidaram como informações obtidas com o acesso privilegiado, vez que eram de conhecimento público ou eram compartilhadas com outros acionistas da Companhia.

4.4.3 Análise de conteúdo do caso 3

Diante do exposto linhas exposto, os resultados analisados podem ser assim agrupados:

Tabela 5 - Análise de conteúdo do caso 3

Análise de conteúdo do caso 3	
1) Quem fala? – quem definiu o fato relevante	Sentença criminal condenatória proferida pelo Juízo da 1ª Vara Federal Criminal da Subseção Judiciária de Porto Alegre,
2) Para dizer o que?	Que informação relevante constitui-se em elemento normativo do tipo, a ser aferido no caso concreto, uma vez que, de acordo com o art. 155, § 1º, da Lei 6.404/76, é considerada informação relevante "qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, obtida em razão do cargo e capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários" Informação relevante portanto, para fins penais, é toda aquela que a) não foi tornada pública; b) é capaz de influir de modo ponderável na cotação de títulos ou valores mobiliários; e c) seja precisa e concreta ⁴¹⁸ . A informação, ainda, não necessariamente precisa ser exata para que seja utilizada em negociação no mercado com valores mobiliários. Basta que gere expectativas em um sentido positivo ou negativo.
3) A quem?	Aos acusados, ao MPF e à CVM, enquanto assistente de acusação

⁴¹⁷ EIZIRIK, Nelson *et al*, Mercado de capitais – regime jurídico, pp. 524-525.

⁴¹⁸ Mesmo que a primeira parte do “para dizer o quê” seja uma citação do autor BALTAZAR JUNIOR, a partir do momento em que ela foi trazida ao corpo do texto da sentença, passou a fazer parte constitutiva do ato decisório, tanto é que serviu de reforço argumentativo para o Juiz sentenciante e suas ponderações.

4) De que modo?	Sentença criminal condenatória foi a decisão preponderantemente delimitadora da definição de fato relevante.
5) Com que finalidade?	Estabelecer parâmetros, dentro das delimitações penais, sobre fato relevante.
6) Com que resultados?	Condenação dos acusados em primeiro grau, absolvição em segunda instância, mas que não questionou a relevância, somente o privilégio da informação e os indicativos da existência de uma ligação mais estreita

Fonte: elaborado pela autora.

4.5. Caso 4 – “Brasil ECODISEL”.

Infortuitamente não se obteve acesso ao caso 4 da pesquisa, o qual tratava sobre o processo de nº 000835825.2014.4.03.6181. A justificativa utilizada pela 6ª Vara Federal Criminal de São Paulo foi de sigilo de processo, mesmo após ser solicitado cópia parcial, somente com as peças principais, a saber: denúncia, recebimento da denúncia, memoriais de defesa e acusação e sentença, caso houvesse. Sem nomes ou quaisquer outras informações que pudesse identificar os envolvidos no caso. Não se obteve resposta ou cópia por qualquer outro meio eletrônico ou físico.

4.6 Caso 5 – LOG-IN

Em síntese, o Caso 5 tem como arcabouço fático as acusações de que o Diretor de relação com investidores da empresa LOG-IN LOGÍSTICA INTERMODAL S/A, em 28 de novembro de 2011 adquiriu 25.000 (vinte e cinco mil) ações da LOG-in, no valor de R\$104.169,00 (cento e quatro mil, cento e sessenta e nove), e em 01 de dezembro de 2011 adquiriu 20.000 (vinte mil) ações da mesma Companhia, no valor de R\$81.001,00 (oitenta e um mil e um) perante a BM&Bovespa, na posse de informação referente ao pedido de prorrogação do contrato de arrendamento firmado entre a controlada da LOG-in, a empresa TVV, e a Companhia Docas do Estado do Espírito Santo – CODESA, autoridade portuária local, o que só veio a ser divulgado, em 09.12.2014, na qualidade de “Fato Relevante”.

4.6.1 Dos atos processuais

A denúncia, oferecida em 18 de dezembro de 2015 assinada pelo Procurador Anderson Vagner Gois dos Santos, foi devidamente recebida pelo Juízo da 10ª Vara Federal

Criminal de São Paulo em 04 de fevereiro de 2016. Contudo, em nenhum dos dois momentos há atos processuais dignos de menção pois, além de serem peças objetivas, ambas com 2 páginas, os fatos narrados limitam-se a narrar o já mencionado na abertura do tópico.

Os memoriais da acusação, de igual modo, não merecem menções específicas, pois limitam-se a: a) colacionar depoimentos das testemunhas para construir a tese de que houve o crime (o que não é o objeto de estudo); b) afirmar que a prova documental é robusta a corroborar a materialidade e autoria; levando-se em consideração de que o PAS da CVM de nº 2015-3974, teria trazido a comprovação, a um só tempo, de infração administrativa, e da prática do crime de *insider trading*; c) a situação de que no âmbito da própria empresa o dado era tido como fato relevante, já que gerava uma expectativa por parte dos investidores, conceito fundamental no Mercado de Capitais, pouco importando para a configuração do tipo penal a característica de não ser vinculante. Sendo somente na sentença que pode ser verificada um estudo mais aprofundado sobre relevância no Caso 5.

4.6.2 Delimitações sobre fato relevante

A sentença criminal proferida em 19 de dezembro de 2016 pela Juíza Fabiana Alves Rodrigues dedicou, 6 (seis) das 9 (nove) páginas, à temática do fato relevante no caso. Utilizando como provas: a) Notícia de fato - NF nº 1.34.001.005225/2015-01, instruída pelo Processo Administrativo aberto pela Comissão de Valores Mobiliários RJ -2015-3974; b) cópia digitalizada do PAS CVM RJ-2015/3974 com novos andamentos no procedimento administrativo; c) operação de compra de ações da LOG-IN Logística Intermodal S/A pelo réu em 28.11.2014 (25.000 ações) no valor de R\$104.169,00 e em 01.12.2014 (20.000 ações) da mesma companhia no valor de R\$81.001,00 na BM&FBovespa; d) "Comunicado de Fato Relevante", em 09.12.2014, sobre o protocolo em 08.12.2014 junto à SEP (Secretaria de Portos da Presidência da República) do pedido de prorrogação antecipada do contrato de arrendamento do TVV - Terminal de Vila Velha.

Os trechos especificamente sobre a temática do fato relevante são divididos em 2 blocos de fundamentação, os quais seguem abaixo:

Bloco de fundamentação 1: “não há dúvidas de que o acusado comprou ações ordinárias emitidas pela LOG-in LOGÍSTICA INTERMODAL S/A, nos dias 28.11 e 1.12.14, e que a empresa divulgou, no dia 9.12.2014, fato relevante consistente no “pedido de prorrogação antecipada do contrato de arrendamento do TVV. **Diversos elementos dos autos apontam, no entanto, que não houve a prática de conduta delitiva.** A primeira consideração reside na análise do alegado fato relevante. **A prova nos autos não permite afirmar, com juízo de certeza exigido para a condenação penal, que o acusado tivesse ciência, por ocasião da compra das ações, de que o**

protocolo “de pedido de prorrogação antecipada do contrato de arrendamento do TVV, tinha a natureza de fato relevante. O documento a fls. 203 do arquivo RJ2015-3974” da mídia a fls. 218 aponta que o acusado recebeu correspondência eletrônica de F.G, com comunicação do protocolo do pedido de renovação antecipada do contrato de arrendamento do TVV (...) a divulgação do fato como relevante ocorreu no dia seguinte, em 09.12.2014. **Vê-se que o próprio acusado inquiriu G.F sobre a possível natureza de fato relevante do protocolo do pedido de prorrogação antecipada do contrato de arrendamento. A leitura do texto normativo (ICVM 358/02) que trata de fatos relevantes aponta que é razoável supor que houvesse dúvidas sobre a efetiva natureza do fato relevante do mero pedido de prorrogação antecipada do contrato, notadamente porque, conforme relatado pelas testemunhas, tratava-se de pedido não vinculante para a empresa e tampouco havia certeza de aceitação pelo órgão regulador. O procedimento administrativo da CVM não traz qualquer avaliação sobre a efetiva natureza de fato relevante do evento objeto destes autos, que foi assim considerado porque a empresa assim declarou, conforme narrado pela testemunha Dov Rawet: “a própria companhia decidiu divulgar isso como um fato relevante. E esse juízo, isso consta em diversos precedentes da CVM, o juízo de valor se a informação é relevante ou não cabe primeiramente à companhia. Ela que tem condições de avaliar se aquela informação é relevante ou não, e a forma como ela deve ser divulgada. Uma vez a companhia divulgou como fato relevante, aquilo é um fato relevante. O conceito de fato relevante vem definido no artigo 2º, d a Resolução nº CVM 358, de 2002, in verbis: (...). O texto normativo (parágrafo único) traz a relação exemplificativa de atos ou fatos potencialmente relevantes e não me parece que quaisquer dos exemplos incluam o fato discutido nestes autos, razão pela qual não me parece razoável impor ao acusado que tivesse o dever de saber, por ocasião da compra das ações, que o fato seria considerado relevante. Além disso, os documentos apontam que o acusado não participou dos últimos eventos em que supostamente foram discutidas as últimas pendências para que o pedido de prorrogação estivesse em termo para protocolo. Outros detalhes relativos à compra das ações reforçam a conclusão de que a compra ocorreu quando o acusado não sabia que o pedido de prorrogação antecipada seria feito alguns dias depois, e tampouco que seria divulgado como fato relevante da companhia. [grifou-se]**

No BF1 pode ser percebida a linha de ponderação realizada pela julgadora. De início destaca-se a divulgação ao mercado, no dia 9 de dezembro de 2014, por parte da empresa LOG-in LOGÍSTICA INTERMODAL S/A, a notícia de que havia pedido de prorrogação antecipada do contrato de arrendamento do TVV. Mas, em que pese a divulgação da notícia em caráter de fato relevante, não se pode afirmar que o réu tinha a ciência da natureza de relevante. Essa dúvida se dá, segundo a sentença, quando da leitura do texto normativo contido na ICVM 358/02, notadamente porque, conforme relatado pelas testemunhas, o pedido era não vinculante para a empresa e tampouco havia certeza de aceitação pelo órgão regulador. Ou seja, dependeria de fatores externos e fora do controle da companhia.

Interessante perceber que a sentença pontua a ausência de avaliação, por parte da própria CVM, no âmbito do PAS, sobre a efetiva natureza de fato relevante do evento objeto do caso. O fato teria sido considerado relevante pois a empresa teria divulgado. Mas a sentença não critica esta última prática, afirmando que consta em diversos precedentes da CVM que o juízo de valor se a informação é relevante ou não cabe primeiramente à companhia, tendo em

vista que a companhia é a detentora de melhores condições de avaliar se aquela informação é relevante ou não.

A sentença, ao analisar o texto normativo contido no artigo 2º ICVM 358, afirma que o texto parece não possuir, em quaisquer dos exemplos, o fato discutido neste caso, razão pela qual não seria razoável impor ao acusado que tivesse o dever de saber, por ocasião da compra das ações, que o fato seria posteriormente considerado relevante. É dizer: até mesmo a norma que deveria ser o norte para a previsão de relevância não foi capaz de prever a situação, não tendo como exigir do indivíduo uma postura nesse sentido. Ademais, os documentos apontam que o acusado não teria participado dos últimos eventos em que supostamente foram discutidas as pendências finais do pedido de prorrogação. Outros detalhes relativos à compra das ações reforçam a conclusão de que a compra ocorreu quando o acusado não sabia que o pedido de prorrogação antecipada, e tampouco que seria divulgado como fato relevante da companhia.

Bloco de fundamentação 2: a empresa apresentou a cronologia detalhada dos eventos relacionados que culminaram na divulgação do fato relevante em questão. Vê-se que foram realizadas 21 reuniões, internas e externas, entre 19.05.2014 e 21.11.2014. **O Diretor de Planejamento e Desenvolvimento da empresa, G.F, subscreveu documento em que consigna que a decisão de protocolar o pedido de prorrogação do contrato de arrendamento foi tomada no dia 03/12/2014 e que o acusado não participou de reunião realizada no dia 21/12/2014**, na qual foram discutidas possíveis adequações ao projeto preliminar em decorrência de documentários feitos sobre o projeto pelos representantes da Secretaria Especial dos Portos e Agência Nacional de Transportes Aquaviários, nas reuniões ocorridas em 18/12/2014 em referidos órgãos públicos. **Consigno, nesse ponto, que o bilhete aéreo que instrui os autos indica que o acusado provavelmente não se encontrava no território nacional entre 1º e 7 de dezembro de 2014, o que reforça a conclusão de que não estava ciente da finalização dos trâmites que viabilizaram o protocolo do pedido de prorrogação** antecipada do contrato de concessão (fls.191-195). **Por fim, a análise do histórico de transações de compra/venda de ações da LOG-IN pelo acusado também reforça a conclusão de que não houve prática de insider trading.** A despeito de não se exigir que o autor do delito obtenha lucro com a conduta, o contexto fático deve indicar ao menos a possibilidade de que o **autor pretendia obter vantagem com a prática da conduta.** Veja-se que o tipo penal prevê expressamente que a informação relevante utilizada **deve ser capaz de propiciar vantagem indevida, razão pela qual há de se vislumbrar ao menos a possibilidade de que algum agente do mercado achasse possível a obtenção de lucro com a transação realizada.** O elemento incerteza é característico das negociações no mercado de ações, mas não me parece que não há como reconhecer a prática de *insider trading* se as transações realizadas **ostentam a natureza de atos normais de compra/venda de ações, sem qualquer indicativo de que havia intenção de obter lucro em razão da posição privilegiada de ciência prévia de fato relevante divulgado depois da compra/venda das ações.** O documento a fls. 181-189 evidencia que o acusado **adquire habitualmente ações da LOG-IN, não havendo qualquer registro de venda das ações adquiridas.** O histórico indica a posição de investidor de longo prazo, o que foi confirmado pela testemunha Antônia Lucinete de Oliveira, operada de valores que realiza as compras de ações a pedido do acusado (fls.312,315). Além disso, não houve prova de que algum agente que atue no mercado de ações **vislumbrasse a possibilidade de que o fato relevante pudesse implicar em valorização das ações.** Faço menção a isso porque o delito de *insider* exige a existência de elementos que apontem ao menos a possibilidade de que o autor

esperasse obter vantagem com a conduta, o que não parece ser o caso destes autos. Além de efetivamente ter havido queda do preço das ações e o **acusado possuir histórico habitual de aquisição de ações da empresa**, a testemunha Gustavo Quaresma Freitas, que atuou como diretor financeiro da LOG-IN, responsável técnico pela área de relações com investidores, afirmou que **se esperava que houvesse queda no preço das ações com a divulgação do protocolo do pedido de prorrogação antecipada do contrato.** Assim, os documentos e a prova oral evidenciam que as condutas de compras de ações descritas na denúncia não caracterizam a prática do delito previsto de insider trading, pois tudo indica que o acusado, por ocasião da compra das ações, não tinha ciência de que nos dias subsequentes seriam encerradas as pendências para viabilizar o protocolo do pedido de prorrogação do contrato e não sabia que o pedido do protocolo seria qualificado como fato relevante pela companhia. **Ainda que tivesse ciência do iminente protocolo do pedido de prorrogação, tudo aponta que o acusado não comprou as ações esperando que pudesse obter vantagem pela ciência da informação, mas sim dentro da prática habitual de aquisição das ações da companhia como investimento de longo prazo.** [grifou-se]

O BF2 afirma que o réu não estava ciente da conclusão dos tramites os quais culminaram na divulgação do fato relevante. Verificando-se as datas de reuniões, conclui-se que o acusado provavelmente não se encontrava no território nacional entre 1 e 7 de dezembro de 2014, período no qual houve a finalização dos trâmites que viabilizaram o protocolo do pedido de prorrogação antecipada do contrato de concessão, tampouco participou de reunião específica para tratar do assunto, após sua volta ao Brasil.

Empós, vislumbra-se a análise do histórico de transações de compra/venda de ações da LOG-IN pelo réu, elemento de prova que serve como critério balizador da investigação, como qual mencionado linhas expostas⁴¹⁹, quando se mencionou que (i) data das operações de compra; (ii) não habitualidade das operações; (iii) interrupção de compra dos ativos; (iv) resultados obtidos; e (v) conexões pessoais e profissionais dos comitentes, são parâmetros usuais para delimitar os acusados em investigações de uso indevido de informação privilegiada.

Assim, ao afirmar que não houve “qualquer registro de venda das ações adquiridas” e o histórico indicava a posição de investidor de longo prazo, fato confirmado pela testemunha A.L.O, todo o mapeamento realizado com o intuito de verificar indícios de operações com informações privilegiadas confirmou a hipótese de inexistência da prática, somando-se à ausência de possibilidade de auferir lucro.

A testemunha G.Q, responsável técnico pela área de relações com investidores, afirmou que se esperava uma queda no preço das ações com a divulgação do protocolo do pedido de prorrogação antecipada do contrato. Fato este que foi pontuado pela sentença no BF2, onde se considerou que o crime de *insider trading* deve estar inserido em um contexto fático

⁴¹⁹ Tópico 3.1

apto a indicar ao menos a *possibilidade* de que o autor desejava obter vantagem com a prática da conduta.

Cavali⁴²⁰ afirma, baseado em um aporte histórico, que uma informação privilegiada é sempre capaz de propiciar vantagem. Sendo, o ponto fulcral do elemento, não a simples aptidão de gerar vantagem, mas de produzir uma vantagem *indevida*. A vantagem somente será considerada indevida se a informação provier de um acesso privilegiado (assim como no caso em tela), ou em razão de um acesso ilícito (adquirida por meio de um outro crime, a exemplo de uma extorsão, por exemplo).

Nesse tom, a sentença afirma: “o tipo penal prevê expressamente que a informação relevante utilizada deve ser *capaz* de propiciar vantagem indevida, razão pela qual há de se vislumbrar ao menos a possibilidade de que algum agente do mercado achasse possível a obtenção de lucro com a transação realizada”. Fato não verificado, conforme ponderações técnicas da testemunha G.Q, pois: (i) o fato relevante poderia causar prejuízo; (ii) não houve a manobra de compra e posterior venda com o fito de obter lucro; (iii) as compras foram realizadas dentro da prática habitual de aquisição das ações da companhia como investimento de longo prazo.

Diante do arcabouço argumentativo, a sentença concluiu pela absolvição do réu tendo em vista: a) ausência de consciência, ou ao menos poder de suspeitar sobre a relevância do fato posteriormente divulgado pela companhia; b) ausência de potencial lucro com as transações realizadas.

A decisão foi objeto de apelação pelo Ministério Público Federal⁴²¹. O voto o qual julgou o recurso, proferido pelo Des. Fed. Paulo Fontes em 22 de janeiro de 2018, manteve a absolvição nos moldes da sentença, frisando que: (i) não se sabia exatamente o teor das tratativas anteriores, se seriam de molde a propiciar a informação de que o contrato seria objeto de pedido de prorrogação; (ii) as compras acoimadas de delituosas podem ter consistido na prática usual do agente, não revelando o intuito de obter vantagem indevida, como requer o tipo penal.

⁴²⁰ CAVALI, Marcelo Costenaro. *Insider trading*: repressão administrativa e penal do uso indevido de informação privilegiada. 1ª ed. Rio de Janeiro: Quartier Latin, 2022, p. 223.

⁴²¹ A pesquisa teve notícia de que a AP. CRIM. nº70824-0000143-89-2016.4.03.6181 ocasionou o trânsito em julgado do processo 27 de março de 2018, mas não se pode confirmar a informação.

4.6.3 Análise de conteúdo do caso 5

Diante do exposto linhas exposto, os resultados analisados podem ser assim agrupados:

Tabela 6 - Análise de conteúdo do caso 5

Análise de conteúdo do caso 5	
1) Quem fala? – quem definiu o fato relevante	Sentença criminal absolutória proferida pelo Juízo da 10ª Vara Federal Criminal de São Paulo.
2) Para dizer o que?	O juízo de valor se a informação é relevante ou não cabe primeiramente à companhia. Ela que tem condições de avaliar se aquela informação é relevante ou não, e a forma como ela deve ser divulgada. A despeito de não se exigir que o autor do delito obtenha lucro com a conduta, o contexto fático deve indicar ao menos a possibilidade de que o autor pretendia obter vantagem com a prática da conduta. O elemento incerteza é característico das negociações no mercado de ações, mas não me parece que não há como reconhecer a prática de <i>insider trading</i> se as transações realizadas ostentam a natureza de atos normais de compra/venda de ações, sem qualquer indicativo de que havia intenção de obter lucro em razão da posição privilegiada de ciência prévia de fato relevante divulgado depois da compra/venda das ações.
3) A quem?	Ao acusados e ao MPF.
4) De que modo?	A sentença criminal absolutória foi a decisão preponderantemente delimitadora da definição de fato relevante, sendo replicada no Acórdão que julgou a apelação do MPF.
5) Com que finalidade?	Estabelecer parâmetros, dentro das delimitações penais, sobre fato relevante.
6) Com que resultados?	Absolvição do acusado tendo em vista: a) ausência de consciência, ou ao menos poder de suspeitar sobre a relevância do fato posteriormente divulgado pela companhia; b) ausência de potencial lucro com as transações realizadas.

Fonte: elaborado pela autora.

4.7 CASO 6 –OGX

O caso versa sobre as acusações em desfavor de E.F.B, objetivando sua condenação nas penas do artigo 27-C e 27-D da Lei nº 6.385/76. Acusando-o, de ter, na condição de acionista controlador da sociedade OGX Petróleo e Gás Participações S/A, manipulado o mercado de valores mobiliários por meio de manobras fraudulentas, envolvendo a celebração de contrato com cláusula "put", por meio do qual se comprometeu a aportar recursos próprios

de até 1 bilhão de dólares americanos na Companhia. E, intencionalmente, ter divulgado esse acordo, de forma incompleta, ao mercado de investidores, induzindo os investidores em erro quanto à precificação dos ativos vinculados à Companhia, obtendo vantagem ilícita para si. Além de ter alienado ações de sua propriedade, de emissão da Companhia OGX, nos períodos de 24/05/2013 a 10/06/2013 e de 28/08/2013 a 03/09/2013, e de emissão da sociedade OSX CONSTRUÇÃO NAVAL S/A, no período de 27/08/2013 a 02/09/2013, de posse de informações privilegiadas, ainda não divulgadas ao mercado.

4.7.1 *Dos atos processuais*

A denúncia, oferecida⁴²² em 11 de setembro de 2014, assinada pelos Procuradores da República Rodrigo Ramos Poerso e Orlando Monteiro E. da Cunha, narra que o acusado teria se utilizado, por 2 (duas) vezes, de informações relevantes, ainda que não divulgadas ao mercado. Sendo a primeira entre 24/05/2013 e 10/06/2013, período o qual o acusado, através de fundo financeiro de sua propriedade (*Centennial Asset Mining Fund LLC*), teria alienado 126.650.500 ações de emissão da empresa OGX, tendo, como contrapartida, recebido o montante de R\$197.247.497,00 (cento e noventa e sete milhões, duzentos e quarenta e sete mil e quatrocentos e noventa e sete reais), gerando um lucro indevido para si no montante compreendido entre R\$123.790.497,00 e R\$126.323.497,00.

No segundo intervalo temporal, narrado na denúncia, compreendido entre 28/08/2013 e 02/09/2013, o acusado teria, através do mesmo fundo exposto mencionado, promovido a venda de 227 milhões de ações de emissão anônima OGX, o que lhe teria rendido, com contrapartida, a quantia de R\$ de R\$ 111.183.328,00 (cento e onze milhões, cento e oitenta e três mil e trezentos e vinte e oito reais).

Contudo, a denúncia não delimita o conceito de fato relevante em um contexto além da menção ao fato relevante divulgado em 01 de julho de 2013, de que conclusões técnicas e financeiras de empresas de consultoria apontavam que o valor presente líquido (VPL) de projetos a serem realizados para a exploração de petróleo pela companhia era negativo. Sendo

⁴²² Tempos depois a denúncia foi aditada, mas o MPF, asseverou que mantinha, em sua integralidade, as imputações lançadas na denúncia original, no tocante aos delitos de uso indevido de informação privilegiada (art. 27-D da Lei 6385/76), mas que discordaria do quanto ali aposto apenas no tocante ao número de infrações penais pretensamente praticadas, tema que, no entanto, se reservou o direito de abordar, com maior profundidade, em momento processual posterior.

a mesma postura verificada no recebimento da denúncia, em 15 de setembro de 2014, pela 3.^a Vara Federal Criminal do Rio de Janeiro⁴²³.

Os memoriais da acusação, de igual modo, não merecem menções específicas, pois limitam-se a: a) afirmar que o colegiado da CVM, nos autos do processo administrativo sancionador n° RJ2013/13172 condenou o acusado pela prática de infração administrativa de *insider trading*; b) sustentar que sustentou que o acusado tinha ciência que não podia realizar as alienações que foram efetivadas entre 28/08/13 a 03/09/13, pois tinha pleno conhecimento de que a companhia se encontrava em período de *blackout*. Em verdade, durante a análise do processo, pode ser percebido que o foco do processo era o crime de manipulação de mercado, sendo somente na sentença o momento processual onde verifica-se uma delimitação mais aprofundada sobre relevância no Caso 5.

4.7.2 Delimitações sobre fato relevante

A sentença criminal proferida em 09 de fevereiro de 2021, pela Juíza Rosália Monteiro Figueira, ao adentrar no tema da relevância, assim o faz:

Bloco de fundamentação 1: **a expressão informação relevante constitui elemento normativo do tipo, é uma norma penal em branco, e por isso depende de complementação, e deve ser aferida no caso concreto. Logo, informação relevante é aquela 1) importante no âmbito da empresa capaz de alterar o valor do título mobiliário, 2) sigilosa e não divulgada em tempo hábil ao mercado, e 3) capaz de propiciar a alguém vantagem indevida e usada antes de propalada ao mercado de capitais. No caso sub examine, a informação relevante, relativa ao primeiro período de alienações das ações OGX – 24/04/2013 a 10/06/2013 –, consiste na conclusão técnica e financeira da empresa SCHLUMBERGER SERVIÇOS DE PETRÓLEO LTDA, que consubstanciou a análise empreendida pelo Grupo de Trabalho constituído no âmbito interno da OGX em apresentação dirigida à Diretoria Executivo da empresa em 24/09/2012, bem como no estudo técnico da empresa de engenharia Rameshni & Associates Technology & Engineering (“RATE”), entregue à Companhia em fevereiro de 2013, os quais atestavam a inviabilidade financeira da exploração dos campos Tubarão Tigre, Tubarão Gato e Tubarão Areia. Informação relevante não divulgada ao mercado; ao revés, em março de 2013, a Companhia atestou o oposto, a viabilidade econômica desses campos. No que diz ao segundo período de alienações, entre 28/08/2013 e 03/09/2013 – ações da OGX –, e 27/08/2013 e 02/09/2013 – ações da OSX –, a informação relevante consiste: i) na divulgação do Fato Relevante de 24/09/2012, com anúncio incompleto do acordo celebrado entre Eike Batista e OGX, sem exposição das condições de exigibilidade da obrigação de aporte financeiro pactuada – notadamente a inalteração do plano de negócio da Companhia –, as quais foram divulgadas ao mercado somente em 10/09/2013, com a apresentação da íntegra do instrumento contratual, ou seja, após as alienações em pauta e a pública recusa do acusado E.F.B em cumprir a avença; ii) e no conhecimento antecipado do acusado de que a obrigação continente da cláusula Put OGX não seria exigível, pois era de seu conhecimento**

⁴²³ Posteriormente, os autos foram redistribuídos à 10^a Vara Federal Criminal do Rio de Janeiro. O Juízo, então, declarou nulas as decisões proferidas pelo então MM Juiz Federal Titular da 3^a Vara Federal Criminal do Rio de Janeiro após o termo inicial da reconhecida suspeição, fixado pela Instância Superior, que não incluía a decisão de recebimento da denúncia.

a inviabilidade econômica dos campos Tubarão Tigre, Tubarão Gato e Tubarão Areia desde antes da assinatura da avença, situação que culminou na alteração do plano de negócio da Companhia. **Consigno que a informação relevante exposto impactava diretamente a Processo 0029174-94.2014.4.02.5101/RJ, Evento 667, SENT1, cotação das ações, não só da Companhia OGX, como também da sociedade OSX CONSTRUÇÃO NAVAL S/A** – controlada pela empresa offshore CENTENNIAL ASSET MINING FUND LLC, constituída nos Estados Unidos/Estado de Nevada, tendo como controlador o acusado E.F.B –, por ser integrante do mesmo Grupo EBX, fornecedora e uma das principais credoras da OGX, à época, conforme demonstra o estudo da empresa Blackstone (autos 0501583-27.2019.4.02.5101, fls.5091/5135). [grifou-se]

No BF1 do caso, percebe-se, primeiramente, uma junção entre elemento normativo e lei penal em branco. Conforme fartamente explorado no presente trabalho, os dois institutos não se confundem. Nas normas penais em branco a competência para a complementação é do legislador ou do administrador; nos tipos abertos, do juiz. Na primeira, mesmo após o seu complemento, ainda há uma abstração legal; enquanto no tipo aberto há efetivamente um momento de integração, que é o mesmo da concretização da norma.

Desse modo, a expressão informação relevante constitui elemento normativo de um tipo aberto, podendo ser assim pormenorizada: (i) no tipo existe uma descrição incompleta da conduta proibida, (ii) o que se deve à sua estruturação por elementos normativos e/ou subjetivos, (iii) razão pela qual não mantêm efeito indiciário perante a ilicitude, (iv) que precisa ser comprovada positivamente; (v) demanda a interpretação por parte dos operadores no e do judiciário, (vi) pois o comportamento somente pode ser individualizado com o encontro de uma norma geral, (vii) que se busca através de uma valoração autônoma, que extravasa o mero campo dos termos da lei, um verdadeiro juízo de valor global.⁴²⁴ Não sendo um tipo penal em branco, como afirma na sentença.

Em contínua construção sobre o que consiste informação relevante, a sentença menciona ser aquela: importante no âmbito da empresa capaz de alterar o valor do título mobiliário, 2) sigilosa e não divulgada em tempo hábil ao mercado, e 3) capaz de propiciar a alguém vantagem indevida e usada antes de propalada ao mercado de capitais. No caso, a informação relevante, relativa ao primeiro período de alienações das ações OGX – 24/04/2013 a 10/06/2013 –, consiste na conclusão técnica e financeira da empresa SCHLUMBERGER SERVIÇOS DE PETRÓLEO LTDA, bem como no estudo técnico da empresa de engenharia Rameshni & Associates Technology & Engineering, entregue à Companhia em fevereiro de 2013, os quais atestavam a inviabilidade financeira da exploração dos campos Tubarão Tigre, Tubarão Gato e Tubarão Areia.

⁴²⁴ OLIVEIRA, João Guilherme Silva Marcondes de. **Do caráter aberto dos tipos penais**: revisão de uma dicotomia. 2010. Dissertação de Mestrado. Universidade de São Paulo.

Situação que, conforme lê-se no bloco de fundamentação 2, impactaria negativamente a cotação dos papéis das Companhias, aos olhos do investidor, pois fomenta a crença de diminuição da perspectiva de rentabilidade dos empreendimentos. Percebendo-se, tempo após, ser uma suspeita com lastro no próprio acompanhamento do histórico de negociação do papel, em específico, da diferença entre o preço médio de venda das ações (aproximadamente R\$0,86) e o valor de cotação das ações em 10/09/2013 (R\$0,81). Antes e depois da divulgação do fato, respectivamente. Resultando em uma variação de, aproximadamente R\$0,05 – o qual multiplicado pelo número de ações alienadas ilícitas – 29.054.100, foi capaz de movimentar R\$ 1.225.652,00 (um milhão, duzentos e vinte e cinco mil e seiscentos e cinquenta e dois reais)⁴²⁵ – montante que correspondente à vantagem indevida obtida pelo réu com a prática dos crimes consumados.

Bloco de fundamentação 2: ademais, há também como informação relevante não divulgada ao mercado, particularmente em relação as alienações ilícitas das ações da OGX, em cinco momentos indicados especificamente – 28/08/2013, 29/08/2013, 30/08/2013, 02/09/2013, 02/09/2013 e 03/09/2013 –, os estudos empreendidos pela empresa americana Blackstone para promover a reestruturação societária da OGX, o primeiro apresentado à Companhia em 06/08/2013, com projeção de diluição das participações dos acionistas – inclusive do acusado Eike Batista. **Com efeito, tais informações relevantes, aos olhos do investidor, impactam negativamente a cotação dos papéis das Companhias, pois que fomenta fundada na crença em diminuída perspectiva de rentabilidade dos empreendimentos. (...) Assim, a diferença entre o preço médio de venda das ações (aproximadamente R\$0,86) e o valor de cotação das ações em 10/09/2013 (R\$0,81), resulta em aproximadamente R\$0,05 – o qual multiplicado pelo número de ações alienadas ilícitas – 29.054.100, totaliza R\$ 1.225.652,00 – montante que correspondente à vantagem indevida obtida pelo ora sentenciado com a prática dos crimes consumados.**

Assim sendo, a sentença condenou E.F.B à pena em 6 (seis) anos e 8 (oito)⁴²⁶ meses de reclusão, e multa correspondente a R\$ 408.957.561,00 (quatrocentos e oito milhões, novecentos e cinquenta e sete mil, quinhentos e sessenta e um reais e zero centavos), devidamente atualizado, desde a época dos fatos (conforme exposto) até o efetivo pagamento.

A sentença foi a última peça que a pesquisa teve acesso.

4.7.3 Análise de conteúdo do caso 6

⁴²⁵ O cálculo realizado na sentença foi assim descrito: O réu alienou, através de seu fundo financeiro, Centennial Asset Mining Fund LLC, no período exposto, 29.054.100 (vinte e nove milhões, cinquenta e quatro mil e cem) ações de emissão da empresa OSX, ao preço médio de aproximadamente R\$ 0,86 – o que resultou no montante de R\$ 24.759.473,00 (vinte e quatro milhões, setecentos e cinquenta e nove mil, quatrocentos e setenta e três reais). Assim, a diferença entre o preço médio de venda das ações (aproximadamente R\$0,86) e o valor de cotação das ações em 10/09/2013 (R\$0,81), resulta em aproximadamente R\$0,05 – o qual multiplicado pelo número de ações alienadas ilícitas – 29.054.100, totaliza R\$ 1.225.652,00 – montante que correspondente à vantagem indevida obtida pelo ora sentenciado com a prática dos crimes consumados

⁴²⁶ Após a aplicação da elevação de pena fruto do crime continuado.

Diante do exposto linhas exposto, os resultados analisados podem ser assim agrupados:

Tabela 7 - Análise de conteúdo do caso 6

Análise de conteúdo do caso 6	
1) Quem fala? – quem definiu o fato relevante	Sentença criminal condenatória proferida pelo Juízo da 10ª Vara Federal Criminal do Rio de Janeiro
2) Para dizer o que?	A expressão informação relevante constitui elemento normativo do tipo, é uma norma penal em branco ⁴²⁷ , e por isso depende de complementação, a qual deve ser aferida no caso concreto. Logo, informação relevante é aquela 1) importante no âmbito da empresa capaz de alterar o valor do título mobiliário, 2) sigilosa e não divulgada em tempo hábil ao mercado, e 3) capaz de propiciar a alguém vantagem indevida e usada antes de propalada ao mercado de capitais. A informação é relevante pois impactaria negativamente a cotação dos papéis das Companhias, aos olhos do investidor, pois fomenta a fundada crença de diminuição da perspectiva de rentabilidade dos empreendimentos, sendo esta a conclusão lastreada no próprio acompanhamento do histórico de negociação do papel, em específico, da diferença entre o preço médio de venda das ações (aproximadamente R\$0,86) e o valor de cotação das ações em 10/09/2013 (R\$0,81). Antes e depois da divulgação do fato, respectivamente. Resultando em uma variação de, aproximadamente R\$0,05. Variação que foi tida como importante, pois foi capaz de propiciar o lucro de 1.225.652,00 (um milhão, duzentos e vinte e cinco mil e seiscentos e cinquenta e dois reais).
3) A quem?	Ao acusado, ao MPF, e aos Assistente de Acusação: ASSOCIAÇÃO DOS INVESTIDORES MINORITÁRIOS – ADMIN e ITAVA INC.
4) De que modo?	A sentença criminal condenatória foi a decisão preponderantemente delimitadora da definição de fato relevante.
5) Com que finalidade?	Estabelecer parâmetros, dentro das delimitações penais, sobre fato relevante.
6) Com que resultados?	Condenação

Fonte: elaborado pela autora.

⁴²⁷ Lembre-se que a pesquisa indicou que a afirmação não está correta, conforme mencionado linhas acima.

4.8. Caso 7 - JBS

A pesquisa verificou, nos poucos⁴²⁸ autos do processo aos quais teve acesso, que o Caso 7 versa sobre a celebração de acordo de colaboração premiada dos acusados W.B e J.B. com a Procuradoria-Geral da República em 03 de maio de 2017, tendo sido homologado pelo Supremo Tribunal Federal em 11 de maio de 2017 e o levantamento do sigilo de referido acordo ocorreu em 18 de maio de 2017.

Neste acordo de colaboração foram entregues diversas provas à Procuradoria-Geral da República da suposta prática de crimes cometidos, em tese, por inúmeras autoridades da República, tais como: Deputados Federais; Senadores da República; Ministros e ex- Ministros de Estado; Procuradores da República, ex-Presidentes da República e até mesmo do então Presidente da República. As informações e suas respectivas evidências eram de extremo sigilo e importância, e, segundo a denúncia, quando trazidas a público teriam uma inevitável consequência extremamente significativa no mercado financeiro e na sociedade como um todo, sendo esta a própria informação privilegiada.

Assim, sabedores dos impactos que tais informações causariam na economia do país, os réus procederam à venda de ações da JBS por sua controladora - FB PARTICIPAÇÕES e a respectiva recompra pela JBS. O denunciado W.B, adquiriu contratos de dólares no valor nominal de USD 2.814.000.000/dois bilhões e oitocentos e catorze milhões de dólares americanos - Contratos Futuros de Dólar e Contratos a Termo de Dólar - obtendo uma lucratividade no mercado financeiro de aproximadamente R\$100.000.000,00 (cem milhões de reais).

Já o denunciado J.B, em 31 de março de 2017, determinou a venda de ações da JBS (JBSS3), no montante de quase 200 milhões de ações (aproximadamente R\$ 2 bilhões de reais). A recompra das mencionadas ações foi ordenada pelo denunciado W.B e foram efetivadas nas seguintes datas 24,25,26 e 27 de abril de 2017, e a última recompra se deu no mesmo dia que o Acordo de Colaboração foi noticiado na imprensa, ou seja, em 17 de maio de 2017.

⁴²⁸ Somente se teve acesso à denúncia e ao seu recebimento. Também se obteve cópia do Relatório Final da DELECOR/SR/PF/SP, mas não se fará menção por não ser ato processual. Todas as cópias mencionadas foram obtidas por meios não oficiais.

4.8.1 Dos atos processuais e delimitações sobre fato relevante

Conforme mencionado, somente se teve acesso, em termos processuais, à denúncia e ao seu recebimento. Deste modo, os atos processuais confundem-se com o próprio momento de delimitação de fato relevante. Por este motivo, excepcionalmente neste tópico os dois momentos serão construídos conjuntamente.

No oferecimento da denúncia, o qual data de 10 de outubro de 2017, assinada pelos Procuradores Thaméa Danelon Valiengo e Thiago Lacerda Nobre, o trecho que fala sobre fato relevante pode ser assim recortado:

O Acordo de Colaboração Premiada foi assinado em 03/05/17, e sua homologação se deu em 11/05/17 pelo Supremo Tribunal Federal. Assim, os denunciados JOESLEY e WESLEY sabendo do potencial do conteúdo da Colaboração Premiada no mercado de valores mobiliários, utilizaram esta informação privilegiada, que ainda era sigilosa, para obterem lucros perante o Mercado Financeiro; bem como manipularam o mercado com intuito de obterem vantagem indevida, conforme será exposto. Os crimes delatados atingiam a alta cúpula da esfera política nacional e colocavam em xeque as expectativas do mercado com relação aos rumos da economia brasileira. **O conhecimento dos termos desta colaboração tinha o potencial explosivo no mercado, capaz de gerar oscilações abruptas nos preços de ativos como ações e também na variação cambial dólar/real – este potencial se mostrou efetivo com o vazamento do conteúdo desta colaboração premiada na noite do dia 17/05/2017** (...) a informação era capaz de gerar oscilações abruptas nos preços de ativos com variação também no cambial dólar/real - este potencial se mostrou efetivo com o vazamento do desta colaboração premiada na noite do dia 17/05/2017 (s. 218/219). **O Laudo de Perícia Criminal Financeiro também constatou o impacto que a delação teria no mercado financeiro: "em resumo, o vazamento da delação e de conteúdo de gravações na noite de 17/05 causaram no dia 18 e no mercado norte-americano ainda no próprio dia 17) dentre outros efeitos extremos, quedas do Ibovespa (8,8% - maior queda em 1 dia desde 2008) e de JBSS3 próxima a 10%, Petr4 de 15%, o EWZ próximo a 16% e o dólar à vista alta de cerca de 9%, a maior em um dia desde a maxidesvalorização cambial de janeiro de 1999.** [grifou-se]

Na denúncia, além de toda a narrativa de como se deu o acordo de colaboração premiada, bem como seriam os termos desta colaboração e o “potencial explosivo no mercado, capaz de gerar oscilações abruptas nos preços de ativos como ações e também na variação cambial dólar/real”, esse potencial foi comprovado com a menção expressão ao Laudo de Perícia Criminal Financeiro. Assim, o Caso JBS foi o primeiro caso a ter a menção expressa de utilização de Laudo de Perícia Criminal Financeiro, com intuito específico de medir o impacto que a informação tida como relevante (delação) teria no mercado financeiro.

Sendo visualizado, dentre outros efeitos extremos (pós fato): quedas do Ibovespa (8,8% - maior queda em 1 dia desde 2008) e das ações da JBSS3 próxima a 10%, Petr4 de 15%,

o EWZ próximo a 16% e o dólar à vista com alta de cerca de 9%, sendo maior em um dia desde a maxidesvalorização cambial de janeiro de 1999.

Os impactos narrados na peça acusatória, antes mesmo de sua formulação e oferecimento foram suficientes para lastrear o pedido de prisão preventiva, no bojo da operação Tendão de Aquiles dos dois acusados. Na decisão, o Juízo da 6ª vara Criminal Federal de São Paulo afirma que “os fatos ao longo dos meses indicam que não é desproporcional a fundamentação quando salienta que no curso da negociação da delação premiada houve interferência ilícita dos pacientes junto a agentes públicos. Os crimes em tese teriam sido praticados para a obtenção de lucros astronômicos, de aproximadamente R\$ 140 milhões. A magnitude dessa infração mostra que houve abalo à ordem pública”.⁴²⁹

Um ponto merecedor de atenção é o Parecer formulado por Juliano Breda, em 4 de dezembro de 2017, suscitando o debate acerca de quando a informação teria começado a ser relevante: a partir da assinatura do acordo com a PGR (03/05/17) ou com a homologação do Acordo de Colaboração Premiada (11/05/17)?

Para o parecerista, “a ciência da homologação do acordo de colaboração é circunstância essencial para as imputações de uso indevido de informação privilegiada e de manipulação do mercado.” A homologação da colaboração premiada seria, portanto, o fato que atribuiu relevância penal à conduta dos acusados. A mera assinatura do termo de confidencialidade e do pré-acordo de colaboração entre os acusados, defensores e a Procuradoria Geral da República gerariam somente uma “simples expectativa, enquanto a homologação pelo STF efetivamente carregava consequências jurídicas que poderiam ensejar a alegada relevância ao mercado de capitais.”

Contudo, não se concorda com a (forçada⁴³⁰) afirmação. Conforme precedentes citados no presente capítulo⁴³¹, fato relevante não é um fato *único* isolado no tempo, mas aquele evento objetivo que *conclui* uma sucessão de eventos relevantes. Nas palavras do Juiz do Caso 1: “no âmbito da verificação da prática de *insider trading*, a mera expectativa de realização de

⁴²⁹ STJ mantém preventiva de irmãos Batista em caso de *insider trading*. Disponível em: <https://www.migalhas.com.br/quentes/265787/stj-mantem-preventiva-de-irmaos-batista-em-caso-de-insider-trading>

⁴³⁰ O parecer menciona: “a compra de dólar no mercado futuro teria ocorrido entre “os dias 28/04/17 e 17/05/17 a empresa JBS S/A – através do denunciado WESLEY – adquiriu em bolsa, Contratos futuros de Dólar e, em mercado de balcão, Contrato a Termo de Dólar (sem entrega física). Ora, se a informação relevante, segundo o próprio MPF, era a homologação do acordo em 11/05/2017, não é possível criminalizar a conduta de quem, antes dessa data, ordenou as operações, de recompra das ações da JBS ou da compra de dólar futuro. A construção é simples: como alguém em 28 de abril pode utilizar informação privilegiada de um fato que ocorreu em 11 de maio?”

⁴³¹ PAS CVM Nº 04/04 e Caso Sadia e Perdigão.

um negócio jurídico de vulto deve ser já considerada um fato relevante. Deve-se exigir uma *postura rígida* por parte dos dirigentes da companhia”.

Na seção que trata de deveres e responsabilidades (artigos 153 e seguintes da Lei nº 6.404/1976), destaca-se, o art. 157 (dever de informar), onde conforme menção exhaustiva no presente trabalho, tem-se o § 1º, “e”, o qual aduz serem os administradores de companhias abertas obrigados a comunicar imediatamente ao mercado qualquer deliberação ou fato relevante ocorrido nos seus negócios que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia (§ 4º).

Pode-se observar no art. 157 que o dever de informar previsto na Lei Societária abrange informações que dizem respeito aos administradores (e.g., posição acionária, benefícios, contrato de trabalho) e à companhia. Com relação a fatos afeitos à atividade da companhia, a divulgação não se dá apenas em assembleia de acionistas, mas devem ser informados ao mercado. Verifica-se, portanto, que o dever de informar não está adstrito ao interesse dos acionistas da companhia, mas visa também ao interesse de investidores de uma forma geral, ou seja, o interesse do mercado de valores mobiliários como um todo⁴³².

Assim, a obrigação de divulgar atos e fatos relevantes, possui natureza principiológica, tendo imensa serventia no preenchimento das lacunas eventualmente existentes diante da impossibilidade de o regulador prever, exhaustiva e taxativamente, todas as informações que possam ser de interesse do mercado de valores mobiliários⁴³³, sendo demasiadamente importante, por parte do *insider* primário⁴³⁴, o comprometimento com o dever de lealdade⁴³⁵.

Desde o início das negociações de colaboração premiada, se tinha ciência de que o conteúdo ali em discussão detinha a capacidade de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, quando no contexto de negociações no mercado de valores mobiliários. O momento do fato relevante não seria representado por um evento objetivo localizado no tempo, assim

⁴³² PRADO, José Estevam de Almeida. **Responsabilidade civil por divulgação de informação falsa ou enganosa ou omissão de informação relevante no mercado de valores mobiliários**. 2018. Dissertação apresentada à Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, como requisito para aprovação no Mestrado Profissional em Direito da FGV Direito SP.

⁴³³ PITTA, André G. Op. cit., p. 203

⁴³⁴ Aquele que está dentro da companhia, sem conotação criminal.

⁴³⁵ Em um estudo multimétodo realizado no âmbito da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), tendo como recorte temporal o período de 2004 até 2019, constatou-se que dos 136 indiciados nos PAS, 90 estavam contidos na categoria de “internos”. Dentro da categoria macro, algumas categorias são preponderantes na frequência dos indiciamentos, sendo elas: “adm. e conselho adm.”, com 33,3%, “cargos de direção” com 14,67%, “acionista” com 13,33%, e “sócio” e “presidência e vice”, ambos com 9.33% de frequência. Cf. Estudo empírico sobre o perfil dos condenados por insider trading pela Comissão de Valores Mobiliários - CVM. Há O Efeito Educativo Das Decisões? REVISTA SEMESTRAL DE DIREITO EMPRESARIAL Nº 26 Janeiro/Junho de 2020

como a homologação do acordo. Homologa-se o que já estava em negociações, em tratativas, em debate. O mercado não captou o impacto da homologação, mas de todo o conjunto de tratativas da colaboração premiada dos acusados. Exposto de tudo a vedação ao *insider trading* traduz um dever de lealdade, este que não pode ser limitado ao ato de homologar a colaboração, mas, sim, estendido em todo o ato de negociar a colaboração.

Bloco de fundamentação 1: (...) nos termos da denúncia, os imputados, valendo-se de informação relevante ainda não divulgada ao mercado, consistente na colaboração premiada e demais provas apresentadas envolvendo a alta cúpula do governo brasileiro, **com intento potencial para interferir no valor de ativos financeiros**, teriam realizado a venda e posterior recompra de ações de empresa que direta ou indiretamente administravam, bem como teriam adquirido vultosa quantia em contratos de dólar, tudo com o fim de obterem vantagem indevida em detrimento do Sistema Financeiro Nacional. **Em juízo perfunctório, observo, quanto à relevância da informação apontada pelo Ministério Público Federal como privilegiada que o órgão acusador delineou suficientemente o seu potencial impacto no mercado financeiro, hábil a ocasionar uma considerável oscilação nos valores de ativos financeiros, como as ações da companhia JBS, e na cotação do dólar americano, bem como o suposto conhecimento e dever por parte dos denunciados. De fato, a informação ainda não divulgada ao mercado era, ao menos em princípio, relevante o bastante para impactar o Sistema Financeiro Nacional, dado que atingiria a alta cúpula da esfera política nacional e colocaria em cheque as expectativas do mercado com relação aos rumos da economia brasileira.** Por outro lado, o conhecimento dos termos da referida colaboração revestir-se-ia *primo ictu oculi*, de potencial explosivo no mercado, sendo capaz, contudo, de gerar vantagens a quem o detinha com exclusividade. [grifou-se]

O recebimento da denúncia do caso 7, em consonância com a peça inaugural acusatória, entendeu que a relevância foi a habilidade da informação em ocasionar uma considerável oscilação nos valores de ativos financeiros, como as ações da companhia JBS, e na cotação do dólar americano. Sendo, ainda, um dado que atingiria a alta cúpula da esfera política nacional e colocaria em cheque as expectativas do mercado com relação aos rumos da economia brasileira, conforme o Laudo criminal acostado aos autos. Deste modo, o Juízo entendeu suficiente para, ao menos em princípio, acolher o significado de relevância contido na denúncia e dar seguimento ao processo.

O recebimento da denúncia é a última peça processual que se teve acesso.

4.8.2 Análise de conteúdo do caso 7

Diante do exposto linhas exposto, os resultados analisados podem ser assim agrupados:

Tabela 8 - Análise de conteúdo do caso 7

Análise de conteúdo do caso 7	
-------------------------------	--

<p>1) Quem fala? – quem definiu o fato relevante</p>	<p>A pesquisa verificou indícios de definição de fato relevante na denúncia, no sentido de o conhecimento dos termos da colaboração ter o potencial explosivo no mercado, capaz de gerar oscilações abruptas nos preços de ativos como ações e na variação cambial dólar/real – este potencial se mostrou efetivo com o vazamento do conteúdo desta colaboração premiada na noite do dia 17/05/2017. Tendo em vista que o Laudo de Perícia Criminal Financeiro também constatou o impacto que a delação teria no mercado financeiro: "Em resumo, o vazamento da delação e de conteúdo de gravações na noite de 17/05 causaram no dia 18 e no mercado norte-americano ainda no próprio dia 17) dentre outros efeitos extremos, quedas do Ibovespa (8,8% - maior queda em 1 dia desde 2008) e de JBSS3 próxima a 10%, Petr4 de 15%, o EWZ próximo a 16% e o dólar à vista alta de cerca de 9%, a maior em um dia desde a máxidesvalorização cambial de janeiro de 1999. Posicionamento que foi replicado no recebimento da denúncia – última peça a qual a pesquisa teve acesso – pelo Juízo da 6ª vara Criminal Federal de São Paulo</p>
<p>2) Para dizer o que?</p>	<p>O conhecimento dos termos da colaboração tinha o potencial explosivo no mercado, capaz de gerar oscilações abruptas nos preços de ativos como ações e na variação cambial dólar/real – este potencial se mostrou efetivo com o vazamento do conteúdo desta colaboração premiada na noite do dia 17/05/2017, conforme análise constante no Laudo de Perícia Criminal Financeiro.</p>
<p>3) A quem?</p>	<p>A pesquisa não pode verificar a informação com certeza.</p>
<p>4) De que modo?</p>	<p>A pesquisa verificou indícios de definição de fato relevante na denúncia e replicação em seu recebimento.</p>
<p>5) Com que finalidade?</p>	<p>Denunciar os acusados.</p>
<p>6) Com que resultados?</p>	<p>A pesquisa não se teve acesso ao processo em sua integralidade, e este ainda está em fase da instrução, portanto, não há como ter certeza dos resultados.</p>

Fonte: elaborado pela autora.

4.9 Caso 8 – Unicasa Indústria de Móveis S/A

O caso versa sobre fatos ocorridos entre os meses de novembro e dezembro de 2013, ocasião em que os denunciados, agindo de maneira livre e consciente, na qualidade de Diretor-Presidente e Vice-Presidente, respectivamente, do Conselho de Administração da UNICASA INDÚSTRIA DE MÓVEIS S/A, adquiriram, de modo contínuo, ações de emissão da aludida pessoa jurídica na Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBOVESPA), utilizando a informação de que a empresa iria aderir ao programa de parcelamento de débitos tributários, quando ainda não havia sido divulgada ao mercado.

No caso 8, não se obteve acesso ao conteúdo integral do processo, somente se tendo acesso ao Agravo em Recurso Especial (AREsp 1843351/SP -2021/0054084- 7) Autuado em 05 de março de 2021, o qual trata especificamente de exceção de suspeição da Juíza da 10ª Vara especializada em crimes contra o Sistema Financeiro Nacional e de Lavagem de capitais da Subseção Judiciária de São Paulo/SP.

Desse modo, a pesquisa teve acesso tão somente à: i) manifestação do MPF afirmando a atipicidade da conduta; ii) a decisão do Juízo discordando da posição e pedindo que houvesse uma revisão por parte de uma das Câmaras de Coordenação e Revisão do Ministério Público Federal; iii) Denúncia formulada; iv) decisão que recebeu a denúncia.

Da manifestação do MPF afirmando a atipicidade da conduta extrai-se:

O tipo penal invocado exige que o fato relevante, na qualidade de circunstância elementar do tipo, utilizado pelo autor do delito seja hábil a propiciar vantagem indevida para aquele autor ou outrem. Ocorre que a mera decisão de uma empresa no sentido de aderir a um programa de parcelamento de débitos tributários não se presta a conformar-se como sendo fato relevante da espécie reclamada pelo tipo recenseado. Em outras palavras, tal decisão não é hábil a gerar vantagem indevida reflexa alguma. (...) **o normal é que todo devedor busque quitar suas dívidas, e isso notadamente pelos meios que lhe sejam mais baratos e a título de abatimento de juros, de multas, e muitas vezes até o principal. A adesão, portanto, de qualquer empresa ao REFIS, programa esse cuja existência e possibilidade de adesão por qualquer contribuinte é notória e necessariamente de conhecimento público, não pode, pois, ser vista como um acontecimento, por assim dizer, ímpar, e isto nem mesmo se uma adesão ocasionasse uma eventual valorização da empresa ou de suas ações, o que também não ocorreu no caso.** Conclui-se destaque que, em não possuindo nenhuma relevância prática (...) a informação possuída pelos Investigados, o fato coevo de terem os mesmos comprado ações da companhia mostra-se como um claro indiferente penal. Isto posto, dada a atipicidade do fato ora investigado, requer o Peticionário que se digne V.Exa. em ordenar o arquivamento do presente procedimento. [grifou-se].

Da decisão do Juízo, a qual discorda da posição e pede que haja uma revisão por parte de uma das Câmaras de Coordenação e Revisão do Ministério Público Federal extrai-se:

Os documentos apontam, ainda, que a adesão da Unicasa ao REFIS foi noticiada como fato relevante, em 16/12/2013, conforme comunicada de fls. 01V do apenso II. Segundo relatório da CVM, os investigados adquiriram ações da empresa após terem tido conhecimento da intenção da empresa de aderir ao REFIS e antes da divulgação do Fato Relevante ao mercado, conforme tabela que segue (...). O relatório destaca que F.Z sequer possuía um histórico de negociações com ações da Unicasa, quando da aquisição das ações no período de 14 a 22/11/2013. J.Z, por sua vez, não negociava ações desde 03/2012. (...) Neste contexto, em um juízo de cognição sumário, entendo que os fatos exposto apresentados afastam, por ora, a tese de atipicidade da conduta ventilada pelo *parquet*, sendo caso de prosseguimento do feito.

Contudo, conforme delimitação metodológica prévia de ser a denúncia o primeiro ato processual propriamente dito, a manifestação do MPF e a decisão do juízo não serão analisadas, somente narradas, assim como feito exposto. Por sua vez, a denúncia oferecida em

24 de junho de 2019 e o seu recebimento em 22 de julho de 2019, nada mencionam, em nenhum dos dois momentos, sobre a relevância do fato no caso em tela.

4.9.1 Análise de conteúdo do caso 8

Os resultados ora analisados podem ser assim agrupados:

Tabela 9 - Análise de conteúdo do caso 8

Análise de conteúdo do caso 8	
1) Quem fala? – quem definiu o fato relevante	A pesquisa não pode verificar a informação
2) Para dizer o que?	A pesquisa não pode verificar a informação
3) A quem?	A pesquisa não pode verificar a informação
4) De que modo?	A pesquisa não pode verificar a informação
5) Com que finalidade?	A pesquisa não pode verificar a informação
6) Com que resultados?	A pesquisa não pode verificar a informação

Fonte: elaborado pela autora.

4.10 Caso 9- OSX⁴³⁶

O 9º caso da pesquisa versa sobre o processo penal em desfavor de E.F.B, na condição de acionista controlador da sociedade OSX CONSTRUÇÃO NAVAL S/A que, após participar de reunião realizada na data de 15 de abril de 2013, para atualização e aprovação do novo Plano de Negócios da companhia, o qual, dentre outras medidas⁴³⁷, contemplava uma significativa redução de investimentos, despesas gerais e administrativas, medidas de economicidade, monetização de ativos e reorganização societária; alienou, em 19/04/2013, mais de nove milhões de ações da OSX a um preço de R\$ 3,40 (três reais e quarenta centavos), auferindo vantagem ilícita.

⁴³⁶ Todas as informações processuais as quais compõe o tópico foram retiradas única e exclusivamente dos autos da ação penal nº 0042650-05.2014.4.02.5101.

⁴³⁷ a) paralisação da construção de parte de sua Unidade de Construção Naval (UCN); b) busca de sócio para continuidade da UCN; c) perspectiva de redução de sua participação já UCN, com possibilidade de deter participação minoritária de 10%; d) descarte temporário de novos contratos envolvendo a sua unidade de leasing, ou seja, afretamento de seus navios/plataformas; e) venda de ativos sem utilização imediata, demonstrando a falta de caixa da OSX; f) suspender temporariamente participações em novas oportunidades até equacionamento do caixa; g) vender participações nos FPSOs em operação e m construção (OSX1, OSX2, OSX3 e WHP 2); h) ajustar mão da obra direta e indireta de acordo com novo cenário; i) paralisar obras do estaleiro, negociando com todos os fornecedores j) manter apenas as obras necessárias para construção dos 2 VPSO do Projeto INTEGRA; e k) buscar novo sócio para o estaleiro.

4.10.1 Dos atos processuais

A denúncia⁴³⁸, oferecida em 11 de setembro de 2014, assinada pela Procuradora da República Karen Louise Jeanette Kahn, narra que a decisão de atualização do Plano de Negócios da companhia fora implantada em 15 de abril de 2013 em reunião da Diretoria da OSX com o presidente do Conselho de Administração, E.F.B. Plano este com perspectivas de negócios muito inferiores àquelas que vinham sendo divulgadas ao mercado.

A citada atualização do Plano de Negócios da OSX, foi divulgada pela Companhia, ao mercado e à CVM, por meio de fato relevante, em data de 17 de maio de 2013. Após haver a OSX enviado à CVM, em 09 de maio de 2013, o formulário referido no artigo 11º da ICVM 358/02, referente ao mês de abril de 2013, a autarquia tomou conhecimento de que E.F.B, acionista controlador da OSX, alienara, em 19 de abril de 2013 (um mês antes da divulgação do fato relevante), 9.911,00 (nove milhões, novecentas e onze mil e novecentas) ações de sua emissão, ao preço de R\$ 3,40 por ação, totalizando o volume de R\$ 33.700.460,00.

Como justificativa para alienação, E.F.B reportou à CVM que o seu objetivo fora cumprir com a obrigação de enquadramento, pela OSX, do “*free float*” (recomposição, no âmbito da bolsa, de percentual mínimo de ações em circulação da companhia aberta), conforme exigido pela BM&FBovespa, com base no seu Regulamento de Listagem de Novo Mercado, e cuja data limite era, exatamente, o dia 19.4.2013.

No Processo Sancionador da CVM⁴³⁹, porém, restou certificado que, já em 2010, fora concedido à OSX prazo de 2 anos (até 19 de março de 2012), para que fosse alcançado o percentual mínimo de ações em circulação, determinando-lhe a CVM o seu reenquadramento em duas etapas: a) 23,35% até 19 de outubro 2012 e b) 25% até 19 de março de 2013. Disto, extrai-se que a necessidade de adequação do *free float* da OXS - utilizada como justificativa para a venda de ações pelo acusado, em condições privilegiadas seria antiga e inválida.

Deste modo, o acusado (comitente ou vendedor das ações) tinha plena ciência de que a situação da OSX se deteriorara a ponto de exigir novo Plano de Negócios, no momento em que realizou a operação de alienação. Detinha, portanto, segundo a denúncia, conhecimento (privilegiado) de fato relevante ainda não divulgado ao mercado, com o condão de produzir vantagem econômica para si, na medida em que a publicação do novo Plano de Negócios afetaria negativamente a cotação das ações das OSX.

⁴³⁸ Posteriormente a denúncia foi aditada, objetivando a condenação de E.F.B nas penas dos artigos 27 -C (manipulação de mercado).

⁴³⁹ PAS RJ nº 2013/13172 e CVM RJ nº 2014/0578

Contudo, a denúncia não delimita o conceito de fato relevante em um contexto além da menção ao fato relevante divulgado em 17 de maio de 2013. Sendo a mesma postura verificada no recebimento da denúncia⁴⁴⁰, em 21 de setembro de 2016, pela 3ª Vara Federal Criminal do Rio de Janeiro.

Os memoriais da acusação⁴⁴¹, apresentados em 23 de fevereiro de 2018, de igual modo às peças processuais que os antecederam, não merecem menções específicas, pois limitam-se a afirmar que: “não há como negar que as medidas adversas que foram divulgadas em 17/05/2013, relativas ao novo Plano de Negócios da OSX S.A, e que já eram do conhecimento do réu desde 15/04/2013 (quando da reunião realizada pela diretoria executiva da OSX com o presidente do Conselho de Administração), tinham o potencial para afetar o valor de mercado das ações”. Sendo somente na sentença o momento processual onde verifica-se uma delimitação mais aprofundada sobre relevância no Caso 9.

4.10.2 Delimitações sobre fato relevante

A sentença criminal proferida em 24 de setembro de 2019, pela Juíza Rosália Monteiro Figueira, ao adentrar no tema da relevância, assim o faz:

Bloco de fundamentação 1: **a expressão informação relevante constitui elemento normativo do tipo, é uma norma penal em branco, e por isso depende de complementação, e deve ser aferida no caso concreto.** A Lei 6.404/76, em seu artigo 155, §1º, preceitua como informação relevante “qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, obtida em razão do cargo e capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários”. Por sua vez, a Resolução CVM nº 358/02, em seu artigo 2º preceitua que: Art. 2º. Considera-se relevante, para efeitos desta Instrução, qualquer decisão de acionista controlador, deliberação de assembleia-geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável: I – na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados; II – na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários; III – na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados. **Logo, informação relevante é aquela 1) importante no âmbito da empresa capaz de alterar o valor do título mobiliário, 2) sigilosa e não divulgada em tempo hábil ao mercado, e 3) capaz de propiciar a alguém vantagem indevida e usada antes de propalada ao mercado de capitais.** [grifou-se]

De igual modo ao verificado ao caso 6⁴⁴², o qual versa sobre crimes similares imputados ao mesmo acusado, sentenciados pelo mesmo Juízo e Juíza, percebe-se uma junção

⁴⁴⁰ Denúncia recebida pelo Juiz Flavio Roberto de Souza

⁴⁴¹ Apresentados pelos Procuradores José Maria Panoeiro e Carmen Santana

⁴⁴² Em verdade, a sentença do caso 9 foi proferida antes da sentença do caso 6. Contudo, os casos não são organizados de forma cronológica, até mesmo por não se ter tido acesso a todos os atos do processo, não sendo possível precisar, de forma fidedigna, qual processo teve início primeiro. Mas são organizados de acordo com a

entre elemento normativo e lei penal em branco. Conforme fartamente explorado no presente trabalho, os dois institutos não se confundem. Nas normas penais em branco a competência para a complementação é do legislador ou do administrador; nos tipos abertos, do juiz. Sendo a expressão “fato relevante” presente na descrição do crime de *insider trading* um elemento normativo aberto, não um elemento que precise de complementação legislativa ou administrativa.

Em contínua construção sobre o que consiste informação relevante, a sentença menciona ser aquela: importante no âmbito da empresa capaz de alterar o valor do título mobiliário, 2) sigilosa e não divulgada em tempo hábil ao mercado, e 3) capaz de propiciar a alguém vantagem indevida e usada antes de propalada ao mercado de capitais.

Bloco de fundamentação 2: no caso sub exame, a informação relevante consiste na decisão tomada, em 15/04/2013, pela Diretoria da Companhia OSX CONSTRUÇÃO NAVAL S.A., com o Presidente de seu Conselho de Administração, o acusado, com vistas à alteração do plano de negócios da pessoa jurídica, o qual, dentre outras medidas, contemplava uma significativa redução de investimentos, despesas gerais e administrativas, medidas de economicidade, monetização de ativos e reorganização societária. **Informação que, aos olhos do investidor, impacta negativamente a cotação dos papéis da companhia, pois que fomenta fundada crença em uma diminuída perspectiva de rentabilidade do empreendimento.** [grifou-se]

No caso, para a sentença, a informação relevante foi a divulgação do novo Plano de Negócios da Companhia. Situação que, conforme lê-se no bloco de fundamentação 2, impactaria negativamente a cotação dos papéis das Companhias, aos olhos do investidor, pois fomenta a crença de diminuição da perspectiva de rentabilidade dos empreendimentos.

Percebendo-se, tempo após, ser uma suspeita com lastro no próprio acompanhamento do histórico de negociação do papel, em específico, da diferença entre o preço médio de venda das ações (aproximadamente R\$1,6) antes e depois da divulgação do fato, respectivamente. Nessa narrativa, a sentença menciona que em posse da informação, o acusado alienou, em 19/04/2013, mais de 9.911.000 (nove milhões, novecentos e onze mil) de ações de emissão da Companhia OSX CONSTRUÇÃO NAVAL S.A a R\$ 3,40 (três reais e quarenta centavos) por cada uma, obtendo com isso um aporte substancialmente indevido de R\$10.506,614,00 (dez milhões, quinhentos e seis mil, seiscentos e quatorze reais); tendo em vista que no pregão imediatamente posterior a divulgação do fato relevante, em 20/05/2013, o valor das ações foi calculado em R\$ 2,34 (dois reais e trinta e quatro centavos).

descoberta investigativa do trabalho. Desse modo, mesmo que cronologicamente o caso 9 seja mais antigo, o caso 6 foi descoberto primeiro.

Assim sendo, a sentença condenou E.F.B à pena em 4 (quatro) anos de reclusão, e multa correspondente a R\$31.519.842,00 (trinta e um milhões, quinhentos e dezenove mil, oitocentos e quarenta e dois reais).

A sentença foi a última peça que a pesquisa teve acesso.

4.10.3 Análise de conteúdo do caso 9

Os resultados ora analisados podem ser assim agrupados:

Tabela 10 - Análise de conteúdo do caso 9

Análise de conteúdo do caso 9	
1) Quem fala? – quem definiu o fato relevante	Sentença criminal condenatória
2) Para dizer o que?	A expressão informação relevante constitui elemento normativo do tipo, é uma norma penal em branco ⁴⁴³ , e por isso depende de complementação, a qual deve ser aferida no caso concreto. Logo, informação relevante é aquela 1) importante no âmbito da empresa capaz de alterar o valor do título mobiliário, 2) sigilosa e não divulgada em tempo hábil ao mercado, e 3) capaz de propiciar a alguém vantagem indevida e usada antes de propalada ao mercado de capitais. A informação é relevante pois impactaria negativamente a cotação dos papéis das Companhias, aos olhos do investidor, pois fomenta a fundada crença de diminuição da perspectiva de rentabilidade dos empreendimentos, sendo esta a conclusão lastreada no próprio acompanhamento do histórico de negociação do papel.
3) A quem?	Ao acusado, ao MPF, e aos Assistente de Acusação: ASSOCIAÇÃO DOS INVESTIDORES MINORITÁRIOS – ADMIN .
4) De que modo?	A sentença criminal condenatória foi a decisão preponderantemente delimitadora da definição de fato relevante, até pode ser observado na pesquisa.
5) Com que finalidade?	Estabelecer parâmetros, dentro das delimitações penais, sobre fato relevante.
6) Com que resultados?	Condenação.

Fonte: elaborado pela autora.

⁴⁴³ Lembre-se que a pesquisa indicou que a afirmação não está correta, conforme mencionado linhas expostas.

4.11 Caso 10 –Klabin S.A

No dia 21 de novembro de 2013, P.S.C.G.F, agindo na qualidade de membro do Conselho de Administração da empresa Klabin S.A, utilizou-se de informações relevantes e sigilosas que ainda não tinham sido divulgadas ao mercado.

O aludido uso consistiu na compra, por P.S.C.G.F, de ações da empresa Klabin S.A., tendo ciência de projeto que seria implementado e realizado pela empresa alusivamente ao desenvolvimento, implantação e opções de financiamento do "Projeto Puma". O projeto foi aprovado e levado ao conhecimento do mercado em 28 de novembro de 2013, e se referia à construção de uma nova planta industrial, cujo valor foi orçado no montante de R\$ 5,8 bilhões, que redundaria na duplicação da capacidade de produção da aludida companhia e, conseqüentemente, também na valorização das ações mobiliárias da Klabin S. A.

A pesquisa só teve acesso ao Acórdão⁴⁴⁴ o qual julgou a Apelação criminal interposta pelo Ministério Público Federal contra a sentença que absolveu sumariamente o réu pela prática do delito do art. 27-D da Lei n. 6.385/76, com fundamento no art. 397, III, do Código de Processo Penal⁴⁴⁵.

De relatoria do Desembargador Federal André Nekatschalow, o Voto, que manteve a absolvição da sentença, assim aduz:

Bloco de fundamentação 1: analisando o teor das divulgações de fatos relevantes por parte da Klabin S.A. em 11.06.2013 e 21.10.2013 (fls. 106/112), verifica-se que o mercado foi devidamente informado sobre a intenção dos administradores da empresa (Diretoria e Conselho de Administração) de financiar em parte o "Projeto Puma" (instalação de uma nova planta industrial no Paraná) por meio da captação de recursos da ordem de R\$ 1,7 bilhão de reais, prioritariamente por meio de uma oferta pública primária de distribuição de Units ("Aumento de Capital"), a ser realizada após a aprovação da proposta pelos acionistas da empresa. Foi divulgado que o Conselho de Administração iria oportunamente submeter à aprovação dos acionistas a proposta de aumento de capital social. Foi divulgada que seria convocada AGE para essa finalidade, esclarecido ainda que a votação era necessária para possibilitar a emissão de ações ou títulos nelas conversíveis (capitalização), bem como foi divulgado que oportunamente seria necessário complementar o custeio do "Projeto Puma" por meio de financiamento junto ao BNDES e ao BID, assim como de agências multinacionais de exportação. **Houve divulgação do edital de convocação dos acionistas para a referida AGE, bem como a pauta, referente ao processo de capitalização mencionado nas pretéritas divulgações de fatos relevantes (fls. 116/119). Portanto, houve divulgação ao mercado sobre a intenção de submeter aos acionistas a aprovação das modificações necessárias para a execução do custeio do "Projeto Puma". Por consequência lógica, o mercado não foi surpreendido pela aprovação do referido projeto no dia 28.11.2013. No dia 28.11.2013 foram realizadas sucessivamente a reunião do Conselho de Administração, a reunião do Conselho Fiscal e a AGE dos acionistas. Analisando os dados exposto, conclui-**

⁴⁴⁴ Apelação nº 0002511-03.2018.4.03.6181/SP2018.61.81.002511-0/SP

⁴⁴⁵ Fato narrado evidentemente não constitui crime.

se que o mercado foi devidamente informado sobre o procedimento para a alteração do estatuto social e aumento de capital social da empresa Klabin S.A., realizados para custear parte do "Projeto Puma". O MPF entende que o réu teria acesso a fato relevante não divulgado ao mercado consistente na aprovação definitiva do "Projeto Puma". Conclui que o fato de participar das reuniões a ser informado previamente sobre os possíveis acordos com investidores (A minuta de *Subscription Agreement* enviada por e-mail em 18.11.2013 - fls. 169/350 do processo administrativo), entre outros documentos, o dotaria de informações assimétricas com o restante do mercado. **Entretanto, assiste razão à defesa ao argumentar que no caso concreto não há sequer indício de que o réu saberia como os acionistas iriam votar na AGE. A aprovação pelos acionistas das modificações propostas pela administração é elemento essencial do fato relevante de 28.11.2013. Não há nos autos qualquer indício de que o réu conheceria a opinião de todos os acionistas minoritários ou teria combinado com eles a aprovação da pauta.** Tampouco há notícia da existência de eventuais acordos de acionistas que assegurassem a aprovação da pauta da AGE (artigos 118, *caput* e parágrafos da Lei nº 6.404/76). Assim sendo, o réu não pode ser responsabilizado pelo fato de participar de uma das reuniões necessárias para a aprovação definitiva do Projeto Puma, bem como porque sabia que a administração da empresa pretendia firmar o acordo com investidores naquela mesma data. Isso porque de acordo com os elementos dos autos e a narrativa da denúncia, bem como do termo de acusação pela Superintendência de Relações com Empresas da CVM, constata-se que **não há acusação em desfavor do réu no sentido de saber como os acionistas minoritários iriam votar.** A acusação é essencialmente sobre o conhecimento do réu acerca das intenções da administração da empresa. Nesse sentido também é a conclusão do Ilustre Procurador Regional da República, Dr. Sergei Medeiros Araújo: **a partir dos fatos descritos na peça acusatória, não é possível estabelecer assimetria sobre o conhecimento das informações relativas ao Projeto Puma e das expectativas em relação a sua aprovação, que em seus aspectos mais relevantes deu-se por unanimidade do Conselho de Administração.** [grifou-se]

Destarte, o voto conclui que o fato não possuía relevância tendo em vista a ausência de surpresa do mercado pela aprovação do referido projeto no dia 28 de novembro de 2013. Tendo sido, ainda, devidamente informados sobre o procedimento para a alteração do estatuto social e aumento de capital social da empresa Klabin S.A. Ademais, o Voto, replicando o decidido na sentença, inclusive fazendo menção reiterada ao lá descrito, menciona que no caso concreto não há sequer indício de que o réu saberia como os acionistas iriam votar na AGE. Salientando que o réu sabia que haveria uma votação, mas não que haveria a aprovação pelos acionistas. Sendo esta aprovação o elemento essencial do fato relevante, não somente a votação.

Desse modo, ante a ausência de ineditismo informacional, o que implica em inalterabilidade da simetria do mercado, somada a ausência de qualquer indício de que o réu conheceria a opinião de todos os acionistas minoritários ou teria combinado com eles a aprovação da pauta, o Acórdão negou provimento à apelação do Ministério Público Federal, mantendo a absolvição do réu.

4.11.1 Análise de conteúdo do caso 10

Os resultados ora analisados podem ser assim agrupados:

Análise de conteúdo do caso 10	
1) Quem fala? – quem definiu o fato relevante	A pesquisa verificou indícios de definição na sentença absolutória, os quais foram replicados no Acórdão do julgamento de 2ª instância. Contudo, como não se teve acesso ao processo em sua integralidade, não há como ter certeza de quem fala.
2) Para dizer o que?	No caso, se verifica que não havia relevância ou privilégio pois o mercado já sabia das informações. Assim, estas não teriam o poder de potencialmente influenciar nas decisões dos investidores.
3) A quem?	A pesquisa não pode verificar a informação
4) De que modo?	Sentença absolutória confirmada em Acórdão.
5) Com que finalidade?	A pesquisa não pode verificar a informação
6) Com que resultados?	Sentença absolutória confirmada em Acórdão.

Após a investigação traçada linhas exposto, conclui-se que *decidir* é uma atividade de interação, de intercâmbio verbal. Ninguém escreve sem destinatário. Não há sentido em escrever quando não se está procurando agir com o outro, trocar com alguém alguma informação, alguma palavra, dizer-lhe algo, sob algum pretexto. Não tem sentido um vazio de uma escrita sem um destinatário, sem uma intenção particular.

Decidir é uma atividade intencionalmente definida. Escreve-se para se obter determinado fim, para cumprir determinado objetivo. Na verdade, nenhuma decisão é somente uma decisão. Toda decisão é, uma forma de fazer, agir e atuar. Uma decisão não é simplesmente o que se vê ou o que se ouve a partir da superfície, está se querendo significar que o texto é muito mais do que aparece do que está explícito em suas formas linguísticas⁴⁴⁶.

O decidir sobre as delimitações de relevância em cada um dos 10 casos ocasionou a percepção de como cada unidade de análise é única, mas que igualmente guarda similitude com casos anteriormente existentes e uma base de dados investigativa, que se comunique e adiante as delimitações requeridas, é possível, necessária e urgente.

⁴⁴⁶ Lutar com palavras, coesão e coerência.

Assim, com a base de dados construída no presente capítulo, a pesquisa após passar de seu momento fundamental, a saber, a definição do universo de pesquisa, considerando as escolhas quanto às teorias que devem ser aplicadas para guiar o estudo, adentra na investigação pormenorizada de cada uma das hipóteses elegidas, com o intuito de atingir as indagações da pesquisa.

No capítulo que se segue, são apresentadas as discussões a partir dos resultados.

5 DISCUSSÃO: RELAÇÃO ENTRE RESULTADOS E HIPÓTESES

O mercado tem méritos e defeitos, mas ele não tem o dom de transformar os seres humanos em anjos ou libertinos, Madres Teresas ou Genghis Khans. O que ele faz é registrar, processar e refletir o que as pessoas são. Se a mensagem ofende, a culpa não é do mensageiro⁴⁴⁷.

A discussão entre os resultados e as hipóteses da pesquisa, é um mundo apartado. Esse mundo surge após todo o aporte teórico ser consolidado e o banco de dados ser detalhado, necessitando que haja o fechamento entre o inicialmente pensado e o efetivamente descoberto.

O caminho elementar para a investigação de caráter científico traduz a necessidade por um rigoroso teste de hipóteses, elaboração de modelos precisos e dedução de implicações lógicas⁴⁴⁸. E, analisar o efeito isolado de duas ou mais variáveis sobre o resultado, ou analisar o conteúdo de maneira manual não é suficiente; deve-se também explorar possíveis interações entre os fatores explicativos, porque os efeitos de determinadas variáveis podem se anular mutuamente ou serem reforçados entre si⁴⁴⁹.

Neste capítulo final, em busca de explorar as interações e produtos da pesquisa, apresenta-se a: a) lapidação dos resultados obtidos na análise de casos múltiplos, utilizando-se o software *Iramuteq*, a b) verificação de cada hipótese com a comprovação ou refutação após o final da pesquisa e, c) as propostas de melhoria para cada problema identificado.

5.1 Análise de conteúdo dos casos múltiplos aplicada ao *Software Iramuteq*: lapidando os resultados obtidos

Inicialmente é necessário trazer à memória o problema de pesquisa o qual conduz o presente trabalho investigativo: quais os critérios para definir fato relevante que o Judiciário criminal brasileiro utilizou, nos anos de 2001-2021, para receber denúncia, reconhecer por sentença e analisar recursos, em crime de *insider trading*?

Para responder ao problema, percorreu-se à análise das 23.942 (vinte e três mil novecentos e quarenta e duas) páginas dos 9 casos criminais aos quais se teve acesso. Contudo,

⁴⁴⁷ GIANNETTI, Eduardo. **Trópicos utópicos**: uma perspectiva brasileira da crise civilizatória. São Paulo: Companhia das Letras, 2016. p. 35 *apud* CAVALI, Marcelo Costenaro. **Fundamento e limites de repressão penal da manipulação do mercado de capitais**: uma análise a partir do bem jurídico da capacidade funcional alocativa do mercado. 352f. Tese (doutorado) – Universidade de São Paulo, 2017, p. 9.

⁴⁴⁸ BRADY, Henry E.; COLLIER, David. *Rethinking Social Inquiry: diverse tools, shared standards*. Lanham: Rowman e Litterfield Publishers, 2004.

⁴⁴⁹ ANDRADE, Mariana Dionisio de. **As determinantes da sobrevivência política**: uma análise sobre a duração dos secretários estaduais entre 1990 e 2016. 205f. Tese (doutorado) – Universidade Federal de Pernambuco, 2018, p.130.

a análise se deu não de maneira uniforme, aspecto que torna necessário uma explicação acerca de cada fase dos processos e quais as implicações dessa assimetria para os resultados obtidos.

Na tabela 6, verifica-se cada caso e a última peça processual a qual se teve acesso:

Tabela 11 - casos criminais e as últimas peças que se teve acesso

Nº do processo na Justiça Federal	Última peça processual a qual se teve acesso
0005123-26.2009.403.6181 - Caso 1 – “Caso Sadia e Perdigoão”	Recurso Especial com trânsito em julgado.
0009474-42.2009.4.036181- Caso 2 – “Caso Randon S.A.” ⁴⁵⁰	Decisão que absolveu, sumariamente, um dos acusados. (Não estabeleceu critérios para definição de relevância)
5067096-18.2012.4.04.7100 - Caso 3 – “Caso Mundial S.A”	Acórdão o qual julgou a apelação
000835825.2014.4.03.6181 - Caso 4 – “Caso Brasil ECODISEL”	Não se teve acesso ao caso
0000143-89.2016.403.6181- Caso 5 – “Caso LOG-IN LOGISTICA”	Acórdão o qual julgou a apelação
0029174-94.2014.4.02.5101- Caso 6 – “Caso OGX”	Sentença condenatória
0006243-26.2017.403.6181- Caso 7 – “Caso JBS”	Recebimento da denúncia
0008191-37.2016.4.03.6181 - Caso 8 – “Caso Unicasa”	Recebimento da denúncia. (Não estabeleceu critérios para definição de relevância)
0042650-05.2014.4.02.5101 - Caso 9 – “Caso OSX”	Sentença condenatória
0002511-03.2018.04.03.6181 ⁴⁵¹ - Caso 10 – “Caso Klabin”	Somente se teve acesso ao Acórdão o qual julgou a apelação

Fonte: elaboração própria, com base nos dados da pesquisa.

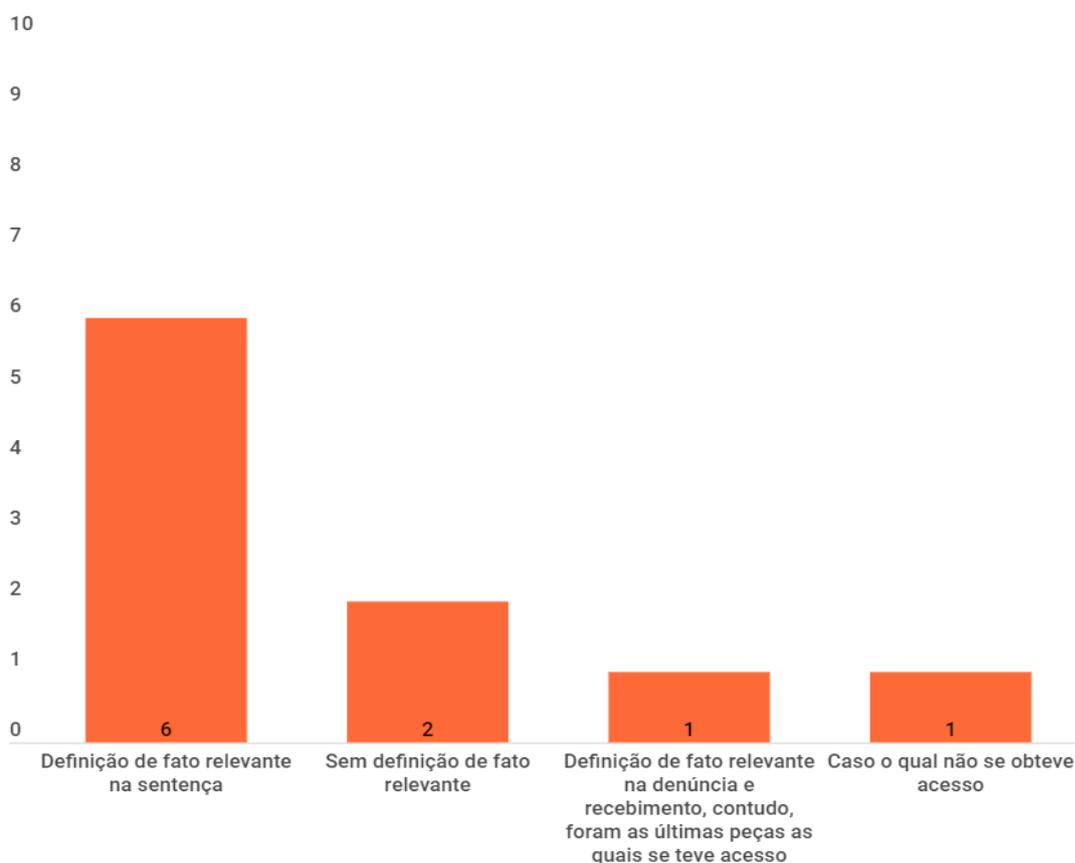
Conforme mencionado anteriormente, dos dez casos criminais sobre o tema que se tem notícia de terem sido instaurados durante o período de 2001 até 2021, se teve acesso a nove casos. Desses nove, sete casos estabeleceram critérios para definir a relevância do fato em análise, sendo que seis estabeleceram na sentença, e um estabeleceu na denúncia.

Veja-se de maneira mais aclarada no gráfico abaixo:

⁴⁵⁰ Não definiu fato relevante.

⁴⁵¹ Nº do 2º Grau

Gráfico 1 - especificação do momento de definição de fato relevante nos processos da pesquisa



Fonte: elaboração própria, com base nos dados da pesquisa

Da análise do gráfico abaixo pode ser lido que seis casos criminais estabeleceram critérios de definição de fato relevante na sentença. Desses números, importa salientar que estes seis casos foram aqueles que tiveram como última peça constante no banco de dados a sentença ou acórdão (TRF ou STJ). O único caso que teve critérios mencionados na denúncia teve como última peça acessada o seu recebimento.

Esses dados indicam, portanto, que a partir do banco de dados analisado na pesquisa, o momento de definição de critérios de fato relevante, em casos criminais de *insider trading*, foi majoritariamente na sentença.

O que não significa afirmar, de maneira rígida, imutável e irrefutável que os critérios de definição de fato relevante na esfera criminal são somente nesse momento processual, mas tão somente que a pesquisa encontrou em seis casos, dos nove casos analisados, esse resultado.

Não sendo o objeto da pesquisa, pelo menos nesse momento⁴⁵², lançar um olhar crítico sobre a técnica aplicada em cada uma das decisões que estabeleceu os critérios de

⁴⁵² Não é o objeto pelo menos nesse momento, tendo em vista

definição de fato relevante, mas tão somente apresentá-los, a tabela 12 consolida todos os critérios e em qual caso utilizou-se a delimitação.

Tabela 12 - consolidação dos critérios de definição de fato relevante nos casos criminais estudados

Crítérios de definição de fato relevante	Nº do caso que assim definiu
(i) Fato relevante é sem dúvida, elemento normativo jurídico (ou normativo impróprio) do tipo, eis que encontra definição em outras regras jurídicas, especialmente as disposições do artigo 155, §1º, e do artigo 157, §4º, da Lei nº6.404/76 e art. 2º da ICVM 358/02.	Caso 1; Caso 3; Caso 6 ⁴⁵³ , Caso 9 ⁴⁵⁴
(ii) Informação relevante é aquela capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários.	Caso 1, Caso 3, Caso 5, Caso 7, Caso 9
(iii) Informação relevante, em sentido técnico, é aquela que tem o poder de alterar uma decisão de investimento (compra, venda ou manutenção) de um investidor racional	Caso 1, Caso 6, Caso 9, Caso 10 ⁴⁵⁵
(iv) Informação relevante é aquela capaz de gerar expectativas em um sentido positivo ou negativo. Assim, a mera expectativa de realização de um negócio jurídico de vulto deve ser já considerada um fato relevante.	Caso 1, Caso 3
(v) Informação relevante é aquela que o contexto fático indica ao menos a possibilidade de que o autor pretendia obter vantagem com o seu uso indevido.	Caso 5
(vi) Informação relevante é aquela que, após o acompanhamento do histórico de negociação do papel, em específico, da diferença entre o preço médio de venda das ações após a divulgação do fato relevante e o valor de cotação das ações antes da divulgação do fato relevante, foi capaz de	Caso 6, Caso 7, Caso 9

⁴⁵³ Mesmo que tenha confundido os dois institutos: elemento normativo do tipo e norma penal em branco, o Caso 6 mencionou que era elemento normativo.

⁴⁵⁴ *Idem*.

⁴⁵⁵ Ora o trecho de “poder de alterar uma decisão de investimento” é utilizado para arrematar a tese de que a informação já teria sido absorvida pelo mercado, logo, sem o poder de alterar a decisão de investimento dos investidores.

impactar, negativamente (ou positivamente), a cotação dos papéis.	
---	--

A tabela exposta, assim como previamente adiantado, alertou para a necessidade de verificação integral de todas as fundamentações estudadas quando da análise de conteúdo, para além de uma leitura manual. Assim se procedendo para que não houvesse nenhuma perda de conteúdo, ou mesmo a manifestação de um viés de confirmação da hipótese inicial na pesquisa.

A verificação, portanto, não consiste em uma espécie de “prova dos 9” da pesquisa, mas somente uma complementação estatística de todo o arcabouço empírico qualitativo aplicado no estudo de casos múltiplos.

Para tanto, prezando-se pela eficiência e agilidade do processo, facilidade na localização dos segmentos de texto, comparado ao realizado à mão, se contou com a análise estatística do *software* livre Iramuteq (*Interface de R pour les Analyses Multidimensionnelles de Textes et de Questionnaires*), a partir do método de Reinert⁴⁵⁶, ocasionando a apresentação da lista de contabilizações realizadas sobre o *corpus*, a saber: o número de formas lematizadas⁴⁵⁷; a média de formas por segmento; o número de segmentos classificados⁴⁵⁸ e o número de classes.

Conforme verifica-se na figura 2:

⁴⁵⁶ O método de Reinert propõe uma classificação hierárquica descendente segundo o método descrito por Reinert. Ele visa obter classes de segmentos de texto (ST) que, ao mesmo tempo, apresentam vocabulário semelhante entre si e vocabulário diferente das ST das outras classes. Esta análise é baseada na proximidade léxica e na ideia de que palavras usadas em contexto similar estão associadas ao mesmo mundo léxico e são parte de mundos mentais específicos ou sistemas de representação. Nessa análise, os segmentos de texto são classificados de acordo com seu respectivo vocabulário e o conjunto de termos é particionado de acordo com a frequência das raízes das palavras. O sistema procura obter classes formadas por palavras que são significativamente associadas com aquela classe (a significância começa com o quiquadrado = 2) Ou seja, o Iramuteq, processa o texto de modo que possam ser identificadas classes de vocabulário, sendo assim, é possível inferir quais ideias o corpus textual deseja transmitir. Vale lembrar que essa análise é feita a partir de uma lógica estatística processada por computador e aplicada de forma lexical. C.f SALVIATI, Maria Elisabeth. Manual do Aplicativo Iramuteq (versão 0.7 Alpha 2 e R Versão 3.2.3) - compilação, organização e notas de Maria Elisabeth Salviati. Disponível em: <http://www.iramuteq.org/documentation/fichiers/manual-do-aplicativo-iramuteq-par-maria-elisabeth-salviati>.

⁴⁵⁷ A lematização é o processo, efetivamente, de deflexionar uma palavra para determinar o seu lema (as flexões chamam-se lexemas). Por exemplo, as palavras gato, gata, gatos, gatas são todas formas do mesmo lema: gato. A lematização é útil quando queremos ver os usos de palavras em contextos sem importância das flexões. http://www.nilc.icmc.usp.br/nilc/download/lematizacao_versus_stemming.pdf. MIRANDA, Félix Bugueño. O que é macroestrutura no dicionário de língua. **As ciências do léxico**: lexicologia, lexicografia, terminologia, v. 3, p. 261-272, 2007.

⁴⁵⁸ são fragmentos de texto, na maior parte das vezes, do tamanho de três linhas, dimensionadas pelo próprio software em função do tamanho do corpus. Os segmentos de textos são considerados o ambiente das palavras

Figura 7 - extrato de aplicação do método de Reinert

```

Number of texts: 7
Number of text segments: 237
Number of forms: 2013
Number of occurrences: 8350
Número de lemas: 1548
Number of active forms: 1373
Número de formas suplementares: 162
Número de formas ativas com a frequência >= 3: 396
Média das formas por segmento: 35.232068
Number of clusters: 6
212 segments classified on 237 (89.45%)

```

```

#####
tempo : 0h 0m 9s
#####

```

Fonte: Iramuteq, a partir dos dados da pesquisa

Na figura 7, é verificado tão somente a forma de estruturação que o *software* aplica para a realização da segunda parte da classificação hierárquica descendente segundo o método descrito por Reinert.

Nessa primeira parte da descrição dos resultados, as principais características da análise a serem consideradas são as seguintes:

- 1- Número de textos (*Number of texts*) = respectivamente 7. O *software* reconhece a separação do corpus “corpo” em 7 unidades de texto ou 7 casos que indicaram critérios para a definição de fato relevante, devidamente estruturados como **** *Caso n°;
- 2- Número de segmentos de textos (*Number of text segments*) = 237. Significando que o *software* desmembrou o texto em 237 segmentos⁴⁵⁹ a partir da análise de conteúdo.
- 3- Número de classes (*Number of clusters*) = 6 para o *corpus* “corpo”. O que implica afirmar que o *software* encontrou seis blocos de fundamentação aptos a definir fato relevante nos casos múltiplos, a partir do corpus textual a ele submetido.
- 4- Retenção de segmentos de texto: 212 segmentos classificados de um total de 237 (89,45%). Ou seja, dos 237 segmentos de texto dimensionadas pelo *software*, 212 foram efetivamente analisados e incorporados no dendrograma posterior. É importante relembrar que as análises do tipo CHD, para serem úteis à classificação de

⁴⁵⁹ Os segmentos de textos são os ambientes das palavras, na maior parte das vezes, tem o tamanho aproximado de três linhas, dimensionadas pelo *software* em função do tamanho do corpus. Assim, segmentos de textos é o conjunto de palavras agrupadas em no máximo 3 linhas, assim organizado pelo *software*. Assim, embora seja o pesquisador que demarca os textos, nem sempre é ele que controla a divisão do corpus em segmentos de texto (ST). Numa análise padrão (standard), após reconhecer as indicações dos textos (pelas linhas com asteriscos) é o *software* que divide o material em segmentos de textos. Cf. CAMARGO, Brígido Vizeu; JUSTO, Ana Maria. Tutorial para uso do *software* (Interface de *R pour les Analyses Multidimensionnelles de Textes et de Questionnaires*). Laboratório de Psicologia Social da Comunicação e Cognição - UFSC – Brasil. Disponível em: <http://iramuteq.org/documentation/fichiers/tutoriel-portugais-22-11-18>.

qualquer material textual, requerem uma retenção mínima de 75% dos segmentos de texto. Caso a CHD ofereça uma classificação com retenção inferior a esta, é necessário refazer a CHD alterando o número inicial de classes para um valor diferente do padrão (10), e em caso de persistência do problema de retenção deve-se abandonar a CHD e empregar outros recursos, como p. ex., a análise de especificidades⁴⁶⁰ etc.⁴⁶¹.

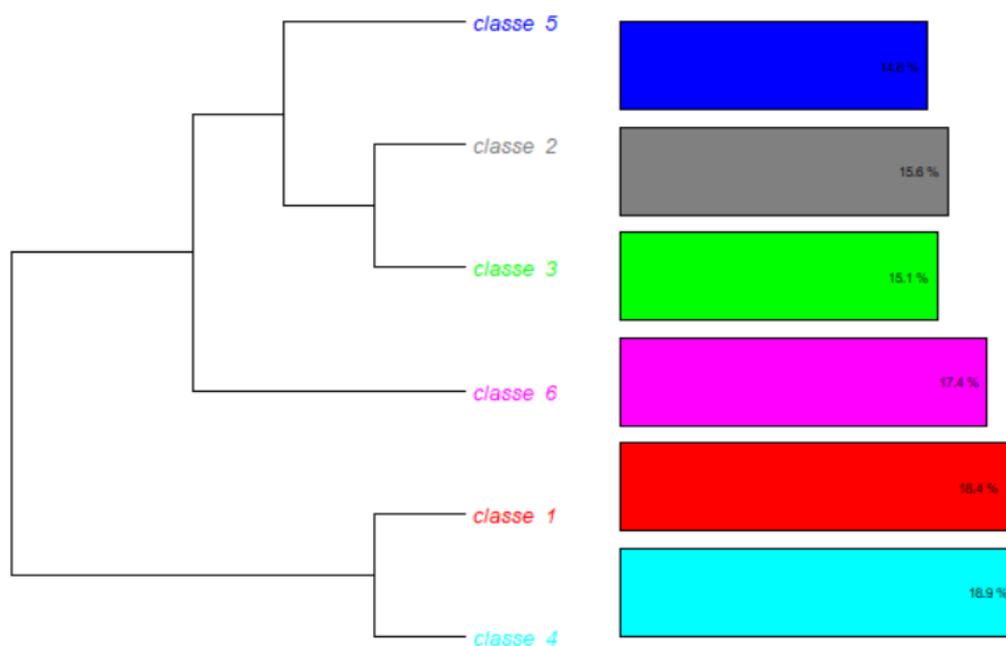
A segunda parte da CHD, a qual descreve os resultados é a mais importante. O Dendrograma que apresenta a partição do *corpus* e a indicação do tamanho de cada classe em relação ao *corpus* visa obter classes do segmento de texto a partir das fundamentações presentes nos casos criminais que, ao mesmo tempo, apresentam vocabulário semelhante entre si, e vocabulário diferente dos segmentos das outras classes. A partir dessas quantificações o *software* organiza a análise dos dados em um dendrograma que ilustra as relações entre as classes, formando blocos de fundamentação aptos a aclarar quais as delimitações de critérios de relevância para os fatos verificados nos casos criminais estudados.

Logo abaixo, na figura 3, pode ser percebido que as classes de palavras (1, 2, 3, 4, 5 e 6) quantitativamente não apresentam uma preponderância. Sendo o mínimo correspondente à 14.06% do *corpus* total, na classe 5, e o máximo 18,9%, na classe 4.

⁴⁶⁰ A análise de Especificidades associa textos com variáveis, ou seja, possibilita a análise da produção textual em função das variáveis de caracterização. Associam-se, ao corpus, variáveis que o pesquisador deseja analisar, de forma que a base de dados é dividida de acordo com a variável selecionada. Por exemplo, a comparação entre homens e mulheres em um questionário aplicado. CAMARGO, Brígido Vizeu; JUSTO, Ana Maria. Tutorial para uso do software (*Interface de R pour les Analyses Multidimensionnelles de Textes et de Questionnaires*). Laboratório de Psicologia Social da Comunicação e Cognição - UFSC – Brasil. Disponível em: <http://iramuteq.org/documentation/fichiers/tutoriel-portugais-22-11-18>.

⁴⁶¹ CAMARGO, Brígido Vizeu. JUSTO, Ana Maria. Tutorial para uso do software (*Interface de R pour les Analyses Multidimensionnelles de Textes et de Questionnaires*). Laboratório de Psicologia Social da Comunicação e Cognição - UFSC – Brasil. Disponível em: <http://iramuteq.org/documentation/fichiers/tutoriel-portugais-22-11-18>.

Figura 3 – Resultado da Classificação pelo Método de Reinert, dendrograma de classes



Fonte: Iramuteq, a partir dos dados da pesquisa.

Contudo, o que pode ser observado em cada uma dessas classes é que há identidade entre estas e os casos (número de textos) trabalhados pelo Iramuteq⁴⁶², conforme elencado na tabela 13:

Tabela 13: identidade entre classes e os casos criminais

Classe	Identifica-se com o caso n°
Classe 1	Identifica-se com o caso 1
Classe 2	Identifica-se com os casos 1 e 7 (necessariamente nessa ordem)
Classe 3	Identifica-se com os casos 7 e 6 (necessariamente nessa ordem)
Classe 4	Identifica-se com os casos 9 e 1 (necessariamente nessa ordem)
Classe 5	Identifica-se com o caso 10
Classe 6	Identifica-se com o caso 5

Fonte: Iramuteq, a partir dos dados da pesquisa.

Assim, na análise do primeiro dendrograma percebe-se que os resultados embasam a conclusão de ser o Caso 1 o caso paradigma para o estabelecimento de critérios de definição de fato relevante, aparecendo em 3 classes, 2 delas com predominância. Não somente por ter

⁴⁶² A integralidade dessa verificação pode ser visualizada no Apêndice.

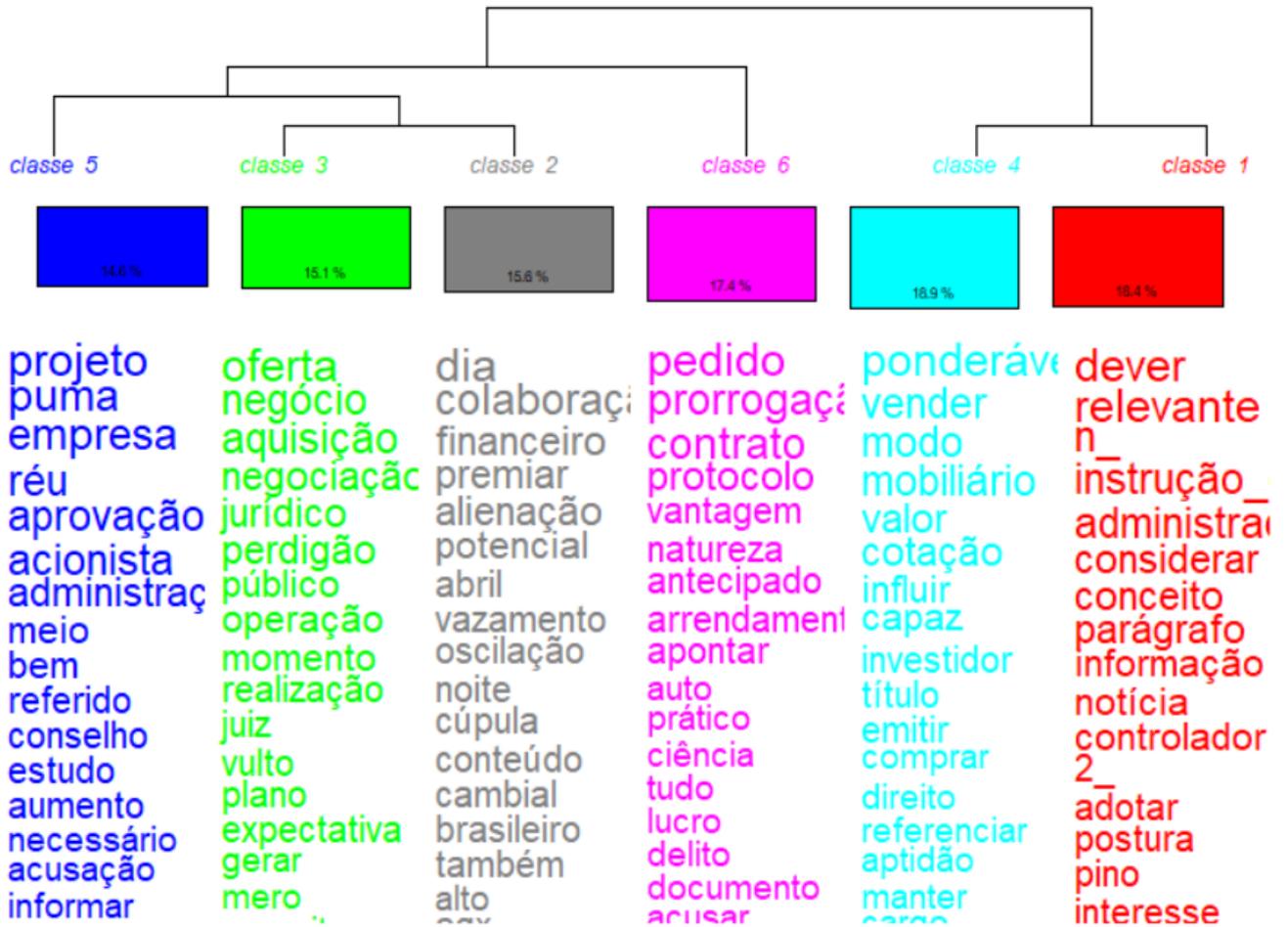
suas fundamentações reproduzidas nos demais casos, mesmo que em partes não integrais, mas também por ter seus argumentos na maioria das classes de fundamentação.

A constatação exposta perpassa as meras convicções presentes quando da leitura manual realizada no capítulo 3, mas corresponde ao resultado após a aplicação de um conjunto de métodos estatísticos capaz de angariar informações objetivas sobre o funcionamento de toda uma ordem jurídica, após a existência do Caso 1, bem como efetuar previsões e analisar com profundidade o comportamento futuro das decisões criminais em tema de *insider trading*⁴⁶³.

No segundo dendrograma, a leitura é de cima para baixo. Nele são indicadas as formas ativas (palavras) contidas nos segmentos de textos associados a cada classe, do seguinte modo:

⁴⁶³ NUNES, Marcelo Guedes. **Jurimetria:** como a estatística pode reinventar o Direito. Ed. São Paulo: Revista dos tribunais, 2016, p. 95.

Figura 8 – Resultado da Classificação pelo Método de Reinert, dendrograma de palavras



Fonte: Iramuteq, a partir dos dados da pesquisa

Primeiramente é interessante perceber que há 6 classes de agrupamento de palavras na classificação pelo Método de Reinert, número que corresponde igualmente aos 6 blocos de critérios de definição de fato relevante apresentado na tabela 8, o que indica uma harmonia nos resultados manuais e estatísticos obtidos na pesquisa.

Do Dendrograma 2, pode ser verificado que, quanto mais no topo da lista e maior o tamanho da palavra, maior influência na classe e condução de todo o raciocínio. Na classe 1, palavras como: “dever”; “relevante”; “instrução”; “considerar” “conceito”; “parágrafo”; “informação”; “adotar”; e “postura”, são verificadas, guardando similitude com os critérios verificados no bloco (i) da análise de conteúdo, a qual menciona que “fato relevante é sem dúvida, elemento normativo jurídico (ou normativo impróprio) do tipo, eis que encontra definição em outras regras jurídicas, especialmente as disposições do artigo 155, §1º, e do artigo 157, §4º, da Lei das S.A e art. 2º da ICVM nº 358/02.” Pois as palavras que detêm maior influência na classe são justamente as que compõe os artigos 155, §1º, e do artigo 157, §4º, da Lei das S.A e o art. 2º da ICVM nº 358/02, conforme reiteradamente mencionado.

Ademais, em que pese a expressão “elemento normativo” não aparecer em destaque na classe 1, conforme pode ser verificado no apêndice, o qual versa sobre ocorrência de palavras em classes, a classe em que a expressão exposto mais aparece, compondo 1,592% do total da mesma, é a 1, sedimentando o bloco (i) da análise de conteúdo como um critério de relevância verificado nos casos criminais.

Na classe 2, onde há uma identificação com os casos 1 e 7, expressões como: “dia”; “colaboração”; “financeiro”; “potencial”; “abril”; “vazamento”; “oscilação”; “conteúdo”, podem ser verificadas e formam uma classe associada aos blocos (ii) e (iv) nos quais “é possível depreender que informação relevante é aquela capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários”, conjugada com “informação que, após o acompanhamento do histórico de negociação do papel, em específico, da diferença entre o preço médio de venda das ações após a divulgação do fato relevante e o valor de cotação das ações antes da divulgação do fato relevante, foi capaz de impactar, negativamente, a cotação dos papéis.”

Essa conclusão vem após a leitura de toda a integralidade da classe, a qual não se resumiu as estas oito palavras, mas, sim, construções as quais conduzem a formulação de que a relevância é verificada quando capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários, o que resta verificado após o acompanhamento do histórico de negociação do papel.

A classe 3 possui, de logo, identificação com o bloco (iv) da análise de conteúdo. As expressões: “oferta”; “negócio”; “aquisição”; “jurídico”; “expectativa”; “gerar”; “mero”, são quase a formulação do período do mencionado bloco: “a mera expectativa de realização de um negócio jurídico de vulto deve ser já considerada um fato relevante. Basta que gere expectativas em um sentido positivo ou negativo”. Confirmando, assim, a veracidade da definição.

Em igual sintonia é a classe 4, onde o critério normativo utilizado diversas vezes nas fundamentações criminais, cujas expressões podem ser resumidas em “ponderável”; “vender”; “modo”; “mobiliário”; “valor”; “cotação” “influir”; “capaz”; “investidor”; “título”; “emitir”; “comprar”, forma o bloco de definição (iii) informação relevante, em sentido técnico, é aquela que tem o poder de alterar uma decisão de investimento (compra, venda ou manutenção) de um investidor racional, previamente constatada na análise de conteúdo.

A classe 5, como qual a classe 2, exigiu que a pesquisa recorresse à leitura integral das ocorrências de palavra para verificar se havia, ou não semelhança com o bloco de critérios formulados manualmente e a partir da análise de conteúdo. De maneira não óbvia e tampouco integral, as palavras “projeto”; “aprovação”; “estudo”; “aumento”; “necessário” e “informar”,

possuem similitude com o bloco (iv): “a mera expectativa de realização de um negócio jurídico de vulto deve ser já considerada um fato relevante. Basta que gere expectativas em um sentido positivo ou negativo.”

Menciona-se que somente é afirmado haver similitude pois, após a verificação das ocorrências individuais das palavras, a pesquisa foi guiada de maneira livre, não forçando os dados para que houvesse o encontro. Em caso de ausência de similitude entre a classe e qualquer bloco da análise de conteúdo, esta ausência não implicaria invalidez da pesquisa, mas somente que houve uma diferenciação, a qual iria somar, não macular a análise de dados que foi direcionada e cuidadosamente executada.

De maneira mais literal, a classe 6, cujas palavras em destaque são: “pedido”; “prorrogação”; “vantagem”; “apontar”; “lucro” “ciência”, encontra repouso no bloco (v), onde o critério de relevância foi a de que o contexto fático deve indicar ao menos a possibilidade de que o autor pretendia obter vantagem com a prática da conduta.

Seguindo-se na exploração dos resultados, o Iramuteq apresenta a análise fatorial de correspondências, que consiste em uma representação gráfica dos dados para ajudar a visualização da proximidade entre as classes e as palavras. Estas representações em planos fatoriais são uma outra forma de visualizar os conteúdos e relações entre as classes⁴⁶⁴.

A atenção merece ser dada para esta modalidade de representação tendo em vista que a pesquisa possui variáveis com mais de duas modalidades, sendo, em verdade 6 classes a serem testadas, cujo resultado da comparação é para determinar os principais fatores existentes no conjunto de dados em questão, definindo quais variáveis pertencem a quais fatores, e com qual intensidade de pertinência as variáveis ocorrem em um fator⁴⁶⁵, todos com o intuito de responder satisfatoriamente ao problema de pesquisa formulado.

Assim, a partir da visualização das relações no plano cartesiano, procura-se encontrar as relações recíprocas, associações e oposições⁴⁶⁶, entre as variáveis que formam os critérios de relevância constante nos casos criminais. Tendo como base o cruzamento entre o vocabulário (considerando a frequência de incidência de palavras) e as classes, gerando uma

⁴⁶⁴ CAMARGO, Brígido Vizeu; JUSTO, Ana Maria. Tutorial para uso do software (*Interface de R pour les Analyses Multidimensionnelles de Textes et de Questionnaires*). Laboratório de Psicologia Social da Comunicação e Cognição - UFSC – Brasil. Disponível em: <http://iramuteq.org/documentation/fichiers/tutoriel-portugais-22-11-18>.

⁴⁶⁵ CHAIB, Fernando; CHAIB FILHO, Homero. Aplicação da Análise Fatorial de Correspondências na Avaliação da Influência do Gesto na Performance Musical em Percussão [4]. **Proceeding Series of the Brazilian Society of Computational and Applied Mathematics**, v. 3, n. 1, 2015.

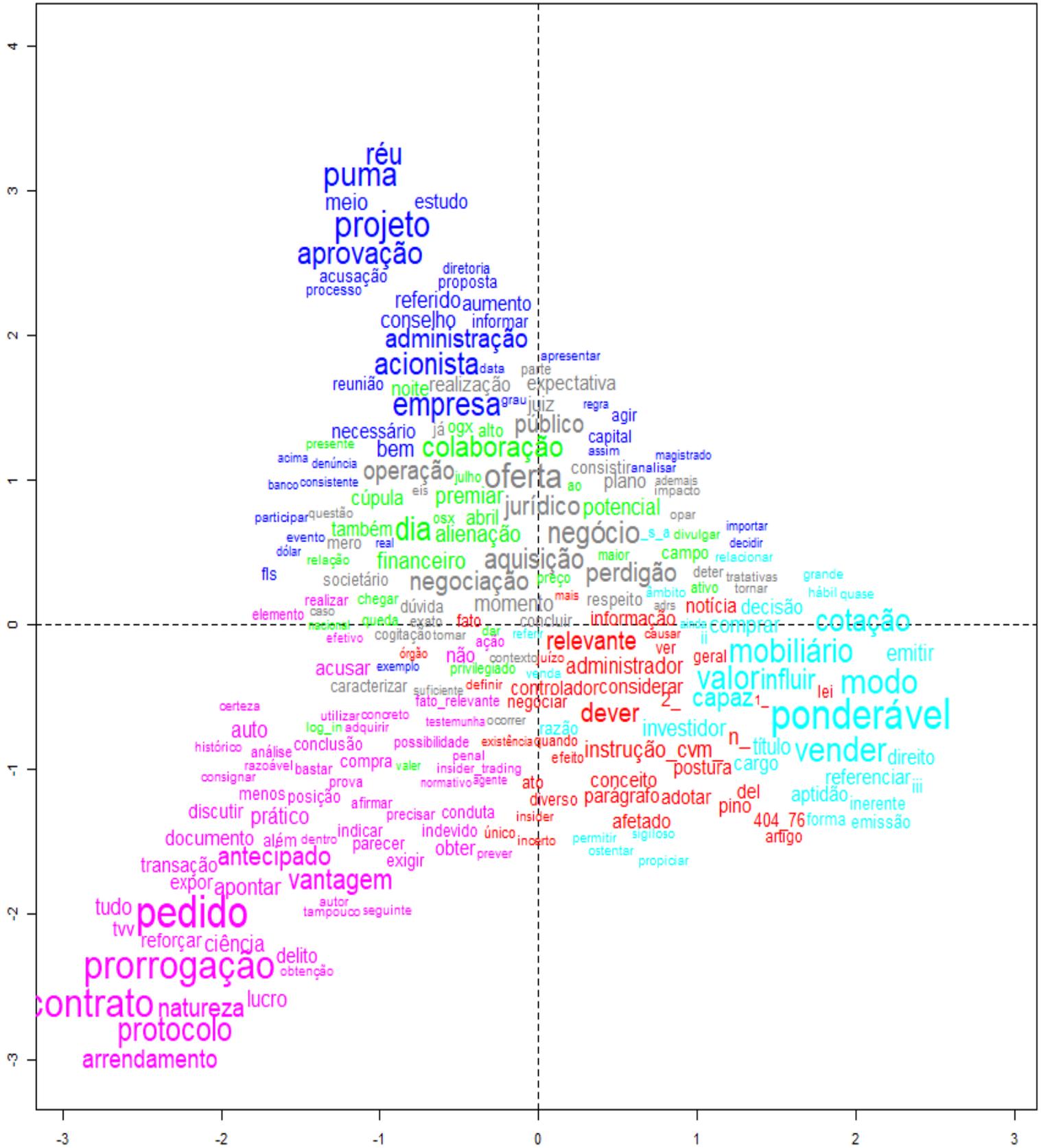
⁴⁶⁶ ROCHA JÚNIOR, Weimar Freire da; BODINI, Vera Lucia; SHIKIDA, Pery Francisco Assis. Análise fatorial de correspondência como ferramenta para o estudo do comportamento do consumidor na escolha da erva mate para chimarrão. **Revista de Economia e Sociologia Rural**, v. 40, n. 2, p. 361-384, 2019.

representação gráfica cartesiana, na qual são vistas as oposições entre classes ou formas decomposição do valor singular de uma matriz retangular⁴⁶⁷.

A análise fatorial de correspondências pode ser verificada nas duas figuras, 5 e 6, logo abaixo.

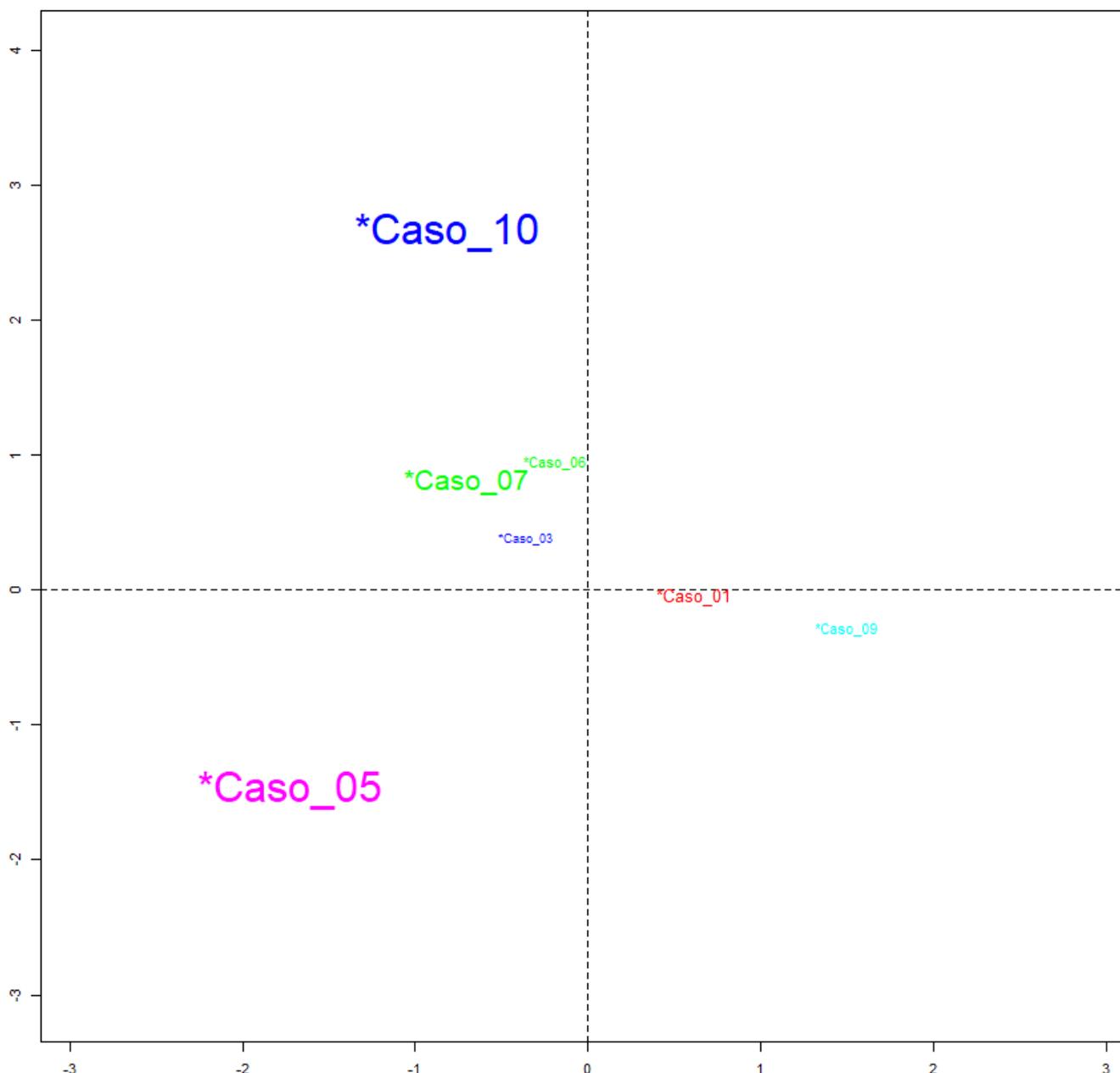
⁴⁶⁷ SOUZA, Augusto Carvalho; BASTOS, Ronaldo Rocha; VIEIRA, Marcel de Toledo. Análise de correspondência simples e múltipla para dados amostrais complexos. **19º Simpósio Nacional de Probabilidade e Estatística-Sinape** [Internet], p. 26-30, 2010.

Figura 9 - Análise Fatorial de Correspondências (1)



Fonte: Iramuteq, a partir dos dados da pesquisa

Figura 10 - Análise Fatorial de Correspondências (2)



Fonte: Iramuteq, a partir dos dados da pesquisa

Visualmente percebe-se que a análise fatorial de correspondências apresenta seus resultados de maneira mais complexa e igualmente completa.

Fala-se em completude pois quando da leitura das expressões mencionadas em seus eixos, quantitativamente há mais expressões aptas a serem verificadas se constantes, ou não, nos blocos de critérios realizados com a análise de conteúdo.

O caso 10, associado à classe 5, por exemplo, quando da análise em CDH exigiu uma conferência de cada palavra em cada uma das suas ocorrências. Já quando da análise fatorial de correspondências, a ocorrência das expressões que ajudam a construir a

5.2 Confrontamento das hipóteses de pesquisa: confirmações ou negativas?

As hipóteses de trabalho constituem os eixos centrais de uma pesquisa, pois auxiliam na preparação das respostas à questão inicial. Logo, na coleta de dados, o importante não é somente coletar informações que deem conta dos conceitos teóricos, mas também obter informações de forma que se possa aplicar posteriormente o tratamento necessário para testar as hipóteses.

Certo é que a realidade é sempre mais complexa do que as hipóteses e questões elaboradas na pesquisa, e uma coleta de dados rigorosa sempre traz à tona outros elementos ou outras relações não cogitadas inicialmente. Nesse sentido, a análise das informações tem uma segunda função, a de interpretar os fatos não cogitados, rever ou afinar as hipóteses, para que, ao final, o pesquisador seja capaz de propor modificações e pistas de reflexão e de pesquisa para o futuro⁴⁶⁸.

Assim, foram testadas as três hipóteses, cujos resultados sugerem o que segue:

A hipótese 1: “no contexto criminal, o critério estabelecido pela CVM na Instrução 358/02 e na Resolução 44/21, ‘possa influir de modo ponderável’; não é suficiente para definir fato relevante.”, após a investigação empírica foi confirmada.

Mesmo que tenha havido a menção expressa nos Caso 1, 3, 5, 7 e 9, bem como na classe 2 da análise em CDH, à “informação relevante é aquela capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários.”, o fato de influir de modo ponderável não foi tido como o único critério delimitador para auferir a relevância da informação do caso.

Pois, em que pese não haver esforços argumentativos sobre o que seria “ponderável” em sua maneira literal, ou seja, havendo a mensuração, medida e avaliação, técnica do mercado em todos os casos, o judiciário criminal, especialmente os Juízos sentenciadores, foram além da mera reprodução das normas societárias e administrativas, tendo a expressão em análise como somente o ponto de partida para a construção dos critérios de relevância.

Desse modo, partindo desse ponto, ponderável foi associada ao: poder de alterar uma decisão de investimento (compra, venda ou manutenção) de um investidor racional; à possibilidade de obter vantagem com o uso indevido da informação, e, à verificação do

⁴⁶⁸ GERHARDT, Tatiana Engel *et al.* **Métodos de pesquisa**. Organizado por: Tatiana Engel Gerhardt e Denise Tolfo Silveira. Coordenado pela Universidade Aberta do Brasil–UAB/UFRGS e pelo Curso de Graduação Tecnológica–Planejamento e Gestão para o Desenvolvimento Rural da SEAD/UFRGS. Porto Alegre: Editora da UFRGS, 2009, p. 31-32.

acompanhamento do histórico de negociação do papel, em específico, da diferença entre o preço médio de venda das ações após a divulgação do fato relevante e o valor de cotação das ações antes da divulgação do fato relevante, para concluir pela relevância da informação utilizada.

A hipótese 2: “no contexto criminal, há pouco ou nenhum espaço para delimitação de critérios de relevância do fato por parte do Judiciário”; após a investigação empírica foi refutada.

Quando da formulação das hipóteses e antes do início das investigações empíricas da pesquisa, a pesquisa se propôs a ir em busca de respostas, em verdade, o problema de pesquisa formulado foi um recorte cujo plano de fundo é bem mais amplo: os porquês de em 20 anos desde a criminalização da prática só se ter notícia de somente 1 (um) caso com trânsito em julgado.

Assim, a busca dos critérios delimitadores de “relevância” da alegada expressão abstrata foi o primeiro passo para investigar uma possível manifestação do fenômeno da seletividade do sistema penal, ou, no mínimo, que o sistema penal não tem sido capaz de detectar, identificar, investigar, processar e julgar esses fatos⁴⁶⁹.

Após a leitura pormenorizada e automatizada dos 9 casos que compõe o banco de dados da pesquisa, verificou-se que no contexto criminal há sim espaço para delimitação de critérios de relevância da informação por parte do Judiciário. Tanto o é que os critérios foram aptos a formar 6 diferentes tipos de classes caracterizadores de relevância.

Contudo, o que se percebe, primeiramente, é uma “longa espera”⁴⁷⁰ no estabelecimento dos critérios de relevância, os quais só surgem majoritariamente nas sentenças,

⁴⁶⁹ Trecho constante no capítulo 2 do trabalho.

⁴⁷⁰ Não é objeto da presente pesquisa analisar a postura do MPF, pois o recorte estabelecido na construção da pergunta problema não abarca sua atuação. Todavia, nada impede que haja uma menção aos dados encontrados sobre este ente. Os dados encontrados indicam uma postura por vezes passiva do Ministério Público, dedicando de maneira diminuta seus esforços argumentativos para delimitar os critérios de relevância da acusação, a qual será levada ao Judiciário. Sintomático que dos três casos (2,7 e 8) em que somente se teve acesso ao recebimento da denúncia como peça principal, dois deles não tenham dedicado nenhum momento de suas páginas para afirmar, ou refutar, a tese de relevância. No caso 8, após o novo oferecimento da denúncia em nada se acrescenta sobre relevância da informação além da menção que o “fato era relevante”. Essa postura passiva pode levar a crer que a “longa espera” no estabelecimento dos critérios de relevância, os quais só surgem majoritariamente nas sentenças, possa ser associada justamente por não haver, por parte do MPF, esforços argumentativos prévios que auxiliem o julgador desde o primeiro momento a fixar a relevância da informação, na qual pode ser verificado no Caso 1. No caso 1, em que pese os critérios terem sido fixados na sentença, o Procurador do caso desde a sua primeira manifestação foi enfático na construção dos argumentos sobre relevância da informação, inclusive recorrendo aos precedentes da CVM sobre o tema, à doutrina penal internacional especializada e, nos memoriais, aos relatórios de monitoramento de precificação das ações das companhias envolvidas no caso. Mas infelizmente esta postura do MPF foi um caso isolado no caso 1, não sendo replicado em nenhum dos demais casos analisados. Outro fato interessante é de somente no caso 1 ter havido a inalterabilidade do Procurador desde o oferecimento da denúncia. Nos demais casos, o mínimo de 2 Procuradores diferentes foi verificado, o que também é um dado a ser considerado para investigar a hipótese de passividade do MPF em casos de mercado de capitais, em uma pesquisa posterior.

o que pode se dar tanto por uma subutilização das provas técnicas, como por exemplo o Laudo de Perícia Criminal Financeiro e os próprios memorandos e pareceres da CVM, os quais são somente citados em forma de reprodução simples, sem haver sequer a integralização dos documentos para o corpo da decisão do Juízo; como por uma ausência de menção aos precedentes da CVM e de doutrina especializada, o que culmina em confusão técnicas, como por exemplo a junção (anômala) dos institutos “elemento normativo” e “norma penal em branco” quando se almeja classificar o crime de *insider trading*.

Essa última constatação também parece dificultar o próprio entendimento da função dos julgadores na análise de casos sobre o tema. Conforme mencionado no capítulo 3 (e logo mais abaixo), a expressão relevante não faz com que o crime seja vazio de sentido, mas tão somente necessitado de interpretação para que se fixe o seu sentido justo, de acordo com a figura típica e com o caso em análise. Interpretação esta que deverá vir do judiciário, não do órgão administrativo.

Assim, mesmo que a pesquisa tenha verificado a existência de critérios delimitadores de relevância em casos de crimes de *insider trading*, ainda há um longo caminho a ser percorrido na persecução penal em mercado de capitais, conforme se verá no tópico seguinte.

A hipótese 3: “a estrutura jurídica do crime do 27-D da Lei nº 6.385/1976 é de lei penal em branco, portanto, cabe à CVM a elaboração de diretrizes concretas sobre o que seria o parâmetro de “*modo ponderável*”; como forma de esclarecimento da norma penal em branco”, após a investigação empírica foi refutada.

Assim como os Casos 6 e 9, a pesquisa teve como hipótese a natureza de norma penal em branco do crime de *insider trading*. Contudo, quanto mais a pesquisa avançava, ainda em termos teóricos, mais se percebia que não há como concluir desse modo pela própria definição de norma penal em branco.

O início do caminho que levou à refutação da hipótese foi quando se verificou que em nenhum dos artigos os quais tratavam sobre o crime assim o classificavam. Na pesquisa empírica, quando da leitura da expressão “elemento normativo” constante no Caso 1, percebeu-se que havia a necessidade de um olhar mais demorado sobre a questão.

Conforme mencionado, há uma classificação acerca da acessoriedade administrativa do direito penal que auxilia na construção de preceitos pertinentes sobre o tema, a saber: acessoriedade conceitual, acessoriedade ao ato administrativo geral e administrativo individual havendo, no caso do crime de *insider trading*, a combinação da acessoriedade conceitual quando se menciona “valores mobiliários” e há ato administrativo geral, pois,

haveria a remição, mesmo que implícita, à Resolução CVM nº 44/2021 ao aludir a “informação relevante”⁴⁷¹.

No crime em comento há um encaixe na descrição de tipo penal aberto, contento um elemento normativo o qual só pode representando sob a lógica pressuposição de uma norma, os quais serão verificados *in-concreto*, dentro do juízo de valor no próprio plano da tipicidade e do próprio caso concreto⁴⁷². Refutando-se, assim, a hipótese de nº 3.

Ademais, a pesquisa conclui ser um tanto quanto impossível o mapeamento integral, por parte da CVM, do que seria fato relevante para o mercado, tampouco uma elaboração de diretrizes “concretas” sobre o que seria o parâmetro de “*modo ponderável*”.

O trabalho realizado pela autarquia durante seus longos de atuação merece poucas críticas, não devendo, portanto, ser onerado com uma tarefa que pouco ou nada ajudaria na aplicação da norma penal. O que se pode sugerir, em oposto, é que haja uma aproximação das esferas a partir de divulgação de precedentes da autarquia sobre o assunto, como o modelo “jurisprudência em teses por assunto do STJ”, não como modo de complemento, mas funcionando como referência interpretativa para os julgadores.

Em resumo, as hipóteses e suas confrontações produziram os seguintes resultados:

Quadro 4 - hipóteses e resultados

Hipótese	Resultado
No contexto criminal, o critério estabelecido pela CVM na Instrução 358/02 e na Resolução 44/21, ‘possa influir de modo ponderável’; não é suficiente para definir fato relevante.	Confirmada
No contexto criminal, há pouco ou nenhum espaço para delimitação de critérios de relevância do fato por parte do Judiciário.	Refutada
A estrutura jurídica do crime do 27-D da Lei 6.385/1976 é de lei penal em branco, portanto, cabe à CVM a elaboração de diretrizes concretas sobre o que seria o parâmetro de “ <i>modo ponderável</i> ”	Refutada

Fonte: dados da pesquisa

5.3 Propostas de solução: contribuições da pesquisa e próximos passos

Após todo o percurso trilhado na pesquisa, o momento destinado à apresentação das propostas de solução (ou de melhorias) pode ser visto como aquele que consolida as contribuições do trabalho.

O intuito de preencher uma lacuna na literatura, respondendo a um problema de pesquisa inédito por meio de uma técnica mista de pesquisa não é fácil, mas subverte a lógica

⁴⁷¹ CAVALI, Marcelo Costenaro. *Insider trading*: Repressão administrativa e penal do uso indevido de informação privilegiada. 1ª ed. Rio de Janeiro: Quartier Latin, 2022, p. 280-282.

⁴⁷² MARQUES, José Frederico. *Curso de Direito Penal*: volume I – propedêutica penal e norma penal, São Paulo: Saraiva, 1954.

de que a investigação da realidade poderia ser realizada tão somente em bibliotecas, “como se as respostas para todos os problemas do Direito já tivessem sido respondidas por algum autor do passado”; demonstrando que o “Direito real é o Direito praticado pelos tribunais, aplicado e cumprido pelos destinatários das normas”⁴⁷³.

Por isso, após o estudo de “baixo pra cima” realizado na construção da pesquisa, faz-se necessário a menção às propostas de soluções aos problemas identificados, não como forma de os solucionar magicamente, mas de ser o primeiro passo para uma persecução penal mais ativa em casos de crimes de *insider trading*.

O formato das propostas é baseado nos trabalhos de Antonio Claret Campos Filho quando dos estudos comportamentais para o aprimoramento de políticas públicas, especificamente a ferramenta “simples mente”⁴⁷⁴.

Baseando-se na lista de *insights* comportamentais relacionados à compreensão do desafio considerado, ou seja, as delimitações de critérios de relevância em crimes de *insider trading*, elabora-se a lista como forma de permitir um diagnóstico mais adequado sobre o modo como o Judiciário se relaciona com o desafio (a partir do verificado na pesquisa), elencando elementos que podem se constituir em obstáculos ou pontos de atenção quando na resolução dos casos, bem como apresentando ideias de intervenção para cada elemento que merece atenção.

Nesta última etapa, o desenho de estratégias de intervenção é utilizado para promover a formulação de possíveis alternativas para o enfrentamento do desafio, a partir de um levantamento dos elementos problemas a ele associados⁴⁷⁵.

Os exemplos podem ser verificados nos quadros abaixo:

Quadro 5 - elemento problema simplificação

Elemento- verificado	“problema” Dificuldade identificada	Ideias de intervenção
-------------------------	--	-----------------------

⁴⁷³ NUNES, Marcelo Guedes. **Jurimetria**: como a estatística pode reinventar o Direito. Ed. São Paulo: Revista dos tribunais, 2016, p. 105.

⁴⁷⁴ CAMPOS FILHO, Antonio Claret. **Aplicando insights comportamentais para o aprimoramento de políticas públicas: a ferramenta SIMPLES MENTE**. Brasília: ENAP, 2020. Disponível em: https://repositorio.enap.gov.br/bitstream/1/5219/1/gnova_simplesmente_digital_simples.pdf. Acesso em: 31 maio 2022. A informação está presente da página 50 até a 100.

⁴⁷⁵ SANTOS, Luciana Rêgo dos. **Comportamento, vacinação e direito à saúde**: o uso de insights comportamentais como ferramenta complementar para o combate à redução vacinal infantil no Brasil. 2021. Dissertação (Mestrado em Direito) - Faculdade de Direito, Universidade Federal do Ceará, Fortaleza, 2021. Disponível em: https://repositorio.ufc.br/bitstream/riufc/66212/1/2022_dis_lrdsantos.pdf. Acesso em: 30 maio 2022.

Simplificação ⁴⁷⁶	O excesso de informação técnica do mercado de capitais pode dificultar a delimitação de critérios de relevância pelo judiciário criminal ou impulsionar a mera repetição do estabelecido nas normas societárias e administrativas.	Aproximação contínua da CVM, órgão técnico especializado do mercado de capitais, com o Judiciário por meio da comunicação periódica de jurisprudência administrativa atualizada. Bem como construção de banco de jurisprudência sobre o tema a ser disponibilizada no site da Justiça Federal de cada TRF.
------------------------------	--	--

Fonte: dados da pesquisa, com base em Antonio Claret Campos⁴⁷⁷

Primeiramente, necessário mencionar, mesmo que de maneira repetitiva, que não se defende no presente trabalho uma submissão da esfera penal ao decidido na esfera administrativa, em especial na CVM. A compreensão jurídica dos institutos previstos na regulação de mercado de capitais deverá sempre ter como última palavra o Poder Judiciário, diante da inafastabilidade do controle jurisdicional (CF, art.5º, XXXV)⁴⁷⁸.

Contudo, é inegável que a autarquia possui um poder investigatório razoavelmente bem amparado, que lhe permite colher subsídios de convencimento para os posteriores procedimentos de aplicação de sanções, inclusive mantendo contato próximo com entidades equivalentes estrangeiras⁴⁷⁹, tanto para a troca de informações pertinentes a casos concretos como para a obtenção de suporte técnico de reguladores de países mais desenvolvidos para a evolução da regulação⁴⁸⁰.

Ademais, conforme verificado na pesquisa, em praticamente todos os casos, o *insider trading* é detectado ou pelos órgãos autorreguladores ou pela própria CVM, em sua atividade de supervisão e fiscalização do mercado, atestando sua proximidade maior com o

⁴⁷⁶ As perguntas para esse elemento são: Qual é o grau de esforço envolvido no comportamento em análise? O que poderia ser mais fácil? Quantos procedimentos e/ou ações são necessárias para a execução do comportamento esperado? Algum dos elementos envolvidos nesse problema pode representar uma barreira de acesso? CAMPOS FILHO, Antonio Claret. Aplicando insights comportamentais para o aprimoramento de políticas públicas: a ferramenta SIMPLES MENTE. Brasília: ENAP, 2020. Disponível em: https://repositorio.enap.gov.br/bitstream/1/5219/1/gnova_simplesmente_digital_simples.pdf. Acesso em: 31 maio 2022. A informação está presente da página 50 até a 100.

⁴⁷⁷ *Id.*, *ibid.*, 2020.

⁴⁷⁸ CAVALI, Marcelo Costenaro. *Insider trading*: Repressão administrativa e penal do uso indevido de informação privilegiada. 1ª ed. Rio de Janeiro: Quartier Latin, 2022, pag. 290.

⁴⁷⁹ Válido lembrar que no primeiro caso em que houve condenação pela prática de insider trading no Brasil, o Caso 1, a prática da conduta foi detectada originariamente pela Securities and Exchange Commission – já que se tratava da negociação de American Depositary Receipts (ADRS) de uma companhia brasileira na New York Stock Exchange –, que comunicou os fatos à Comissão de Valores Mobiliários

⁴⁸⁰ CAVALI, Marcelo Costenaro. **Fundamento e limites de repressão penal da manipulação do mercado de capitais**: uma análise a partir do bem jurídico da capacidade funcional alocativa do mercado. 352f. Tese (doutorado) – Universidade de São Paulo, 2017, p. 310.

mercado, bem como salientando, devido à proximidade, as suas condições técnicas muito mais adequadas para a investigação das condutas⁴⁸¹.

Portanto, a consolidação dos julgados no âmbito dos PAS – assim como demonstrado no tópico 3.1 da presente pesquisa –, a ser divulgada em formato de relatórios trimestrais ou anuais, assim como os já existentes⁴⁸², como forma de mapear as definições de relevância naquele momento atual do mercado, é uma possível solução para clarear as possíveis delimitações acerca da relevância nos casos de *insider trading*.

Como segunda proposta de solução, tendo em vista que a pesquisa empírica verificou que o judiciário tenta ir além da mera reprodução das normas societárias e administrativas, o que demanda tempo considerável dentro do processo, podendo ser um dos fatores que leva a consolidação dos critérios somente na sentença⁴⁸³, propõe-se uma construção, assim como o “jurisprudência em teses do STJ”⁴⁸⁴ de um banco de jurisprudência sobre o tema específico de “relevância” em crimes de *insider trading* a ser disponibilizada no site da Justiça Federal de cada TRF. Seria um *link* com atualização única e vinculante para todos os tribunais, mas em cada site de cada tribunal constaria esse link para verificação no banco de dados.

Esse banco de dados seria inicialmente feito com bloco de fundamentações, como qual o realizado na pesquisa, sem qualquer identificação das partes envolvidas, mas somente elencados quais critérios foram utilizados para entender como relevante o fato em questão.

A solução, a um só tempo: a) auxiliaria o aplicador penal no leque de possibilidades para além da reprodução das normas societárias e administrativas; e b) conferiria maior segurança jurídica aos participantes do mercado, fixando uma maior previsibilidade das consequências a serem suportadas por suas ações.

Quadro 6 - elemento problema tendência pelo padrão

Elemento- verificado	“problema”	Dificuldade identificada	Ideias de intervenção
Tendência pelo padrão ⁴⁸⁵		A subutilização das provas técnicas, como por exemplo o Laudo de Perícia	Menção expressa ao laudo de perícia criminal e demais documentos técnicos

⁴⁸¹ *Id., Ibid*, 2017, p. 309

⁴⁸² Relatório de Atividade Sancionadora da CVM. O Relatório de Atividade Sancionadora da CVM divulga, de forma clara e objetiva, os resultados da atuação da Autarquia nesse âmbito, a fim de disseminar o entendimento sobre as atividades realizadas nessa esfera. A frequência do material é trimestral e anual. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/relatorios/relatorio-de-atividade-sancionadora>

⁴⁸³ Necessário afirmar que não se está ignorando a exigida cautela em estabelecer critérios antes da fase do término da instrução penal, por exemplo. Mas somente está se afirmando que há vários fatores, dentre eles o citado, que podem levar ao estabelecimento de critérios somente na fase da sentença.

⁴⁸⁴ A exemplo do verificado no próprio site do STJ:

<https://www.stj.jus.br/sites/portalp/Paginas/Comunicacao/Noticias-antigas/2019/A-consolidacao-da-jurisprudencia-do-STJ-sobre-o-uso-indevido-de-informacoes-privilegiadas.aspx>

⁴⁸⁵ O que acontece nessa situação se o agente mantiver sua propensão pela inércia? *Id., Ibid*, 2020.

	Criminal Financeiro e os próprios memorandos e pareceres da CVM, torna o critério de relevância menos técnico e mais subjetivo.	como critério de mensuração, medida e avaliação do poder de influência da informação tida como relevante.
--	---	---

O elemento tendência pelo padrão consiste em pré-definir a escolha por uma alternativa considerada preferível e usual, dada a propensão humana pela inércia (viés do *status quo*⁴⁸⁶). A tendência é que a escolha-padrão seja mantida, mesmo que a opção por alterá-la esteja disponível de forma direta e fácil⁴⁸⁷.

O Direito é visto como uma ciência preponderantemente teórica. Decidir no âmbito judicial indo em busca de números, fórmulas e oscilações numéricas a partir de padrões técnicos, os quais fogem às construções meramente teóricas, é ir de encontro a um padrão diariamente repetido, gerando esforço que usualmente não seria necessário.

Contudo, decidir no âmbito dos crimes de mercado de capitais exige atenção ao acompanhamento do histórico de negociação do papel, em específico, quando investiga-se o crime de *insider trading*, da diferença entre o preço médio de venda das ações após a divulgação do fato relevante e o valor de cotação das ações antes da divulgação do fato relevante. Este acompanhamento, por óbvio, não será realizado pelo Juízo, mas ou será por ele requisitado aos órgãos especializados, dentre ele a própria CVM, ou já virá como documento anexo à acusação, sendo formulado no momento do Inquérito, por exemplo.

Assim, a necessária menção expressa ao laudo de perícia criminal e demais documentos técnicos como critério de mensuração, medida e avaliação do poder de influência da informação tida como relevante, torna a “relevância” um pouco mais objetiva, indo além das construções teóricas (por vezes insuficientes e não especializadas), mas incorporando nas decisões avaliação fundada na observância do fato em sua essência e em seu ambiente.

Ademais, as decisões se tornam mais assertivas e fundamentadas, pois para contrariar o entendimento adotado em relação às questões técnicas, haverá uma necessidade de um ônus argumentativo maior, devendo ser fundamentado de maneira excepcionalmente convincente nas razões pelas quais discorda do entendimento dos órgãos especializados.

⁴⁸⁶ De acordo com Samuelson e Zeckhauser (1988), manter o status quo significa não fazer nada ou simplesmente deixar as coisas como estão. Nas decisões que os indivíduos necessitam tomar diariamente, quase sempre existe uma opção que carrega a possibilidade de deixar as coisas como estão. SAMUELSON, W.; ZECKHAUSER, R. *Status quo bias in decision making*. Journal of Risk and Uncertainty, 1(1), 7-59, 1988.

⁴⁸⁷ CAMPOS FILHO, Antonio Claret. Aplicando insights comportamentais para o aprimoramento de políticas públicas: a ferramenta SIMPLES MENTE. Brasília: ENAP, 2020, p. 74. Disponível em: https://repositorio.enap.gov.br/bitstream/1/5219/1/gnova_simplesmente_digital_simples.pdf. Acesso em: 31 maio 2022. A informação está presente da página 50 até a 100.

Quadro 7 - elemento problema preparação

Elemento- “problema” verificado	Dificuldade identificada	Ideias de intervenção
Preparação ⁴⁸⁸	Complexidade para conceituar os elementos do tipo penal, havendo, por exemplo, ausência de entendimento único quanto à natureza da expressão relevante, como sendo “elemento normativo” ou “norma penal em branco”.	Imersão teórico-prática contínua e específica sobre a temática para os juízes(as) e servidores atuantes nas varas de crimes financeiros.

Fonte: dados da pesquisa, com base em Antonio Claret Campos⁴⁸⁹

Inicialmente menciona-se que a expressão “preparação” foi escolhida não com o objetivo de afirmar que o Judiciário Federal não possui preparo. O tom escolhido na pesquisa em nenhum momento conduz a essa conclusão tampouco se utilizaria do ambiente acadêmico para sugerir afirmação ofensiva. No caso, a palavra mais adequada seria “informação”, mas poderia ensejar uma confusão ou cansaço na leitura de mais um sentido para a expressão já tão mencionada ao longo das páginas. Desse modo, a expressão “preparação” é no sentido de estímulo para mudança na tendência pelo padrão mencionada linhas exposto.

Esclarecido o correto significado para a palavra utilizada no elemento - “problema”, arremata-se que a pesquisa verificou uma dificuldade, por parte do Judiciário, em definir a expressão “relevante”, como sendo “elemento normativo” ou “norma penal em branco”. Essa dificuldade em nada desmerece as decisões dos juízes(as), tendo em vista que a própria pesquisa teve como hipótese ser “norma penal em branco”, o que restou refutado ao longo de toda a elaboração do trabalho.

Conforme é de amplo conhecimento, há escolas de ensino jurídico continuado específico para o Poder Judiciário. Estas “escolas” possuem o intuito de promover as discussões teóricas e práticas, dentro de um ambiente acadêmico, para aqueles que diariamente lidam com situações que, por vezes, fogem desse ambiente. A solução para problemas eminentemente teóricos não poderia ser outra que não o fomento às práticas de ensino específico para as áreas de atuação dos juízes(as) e os servidores.

Cursos específicos sobre o tema de crimes em mercado de capitais, de longa ou curta duração, propiciando a interação com professores palestrantes com qualificação inter e

⁴⁸⁸ A pergunta para esse elemento é: Qual é a primeira informação que chega aos julgadores dos casos de *insider trading*? Id. Ibid, 2020, p.74.

⁴⁸⁹ Id. Ibid, , 2020, p.74.

transdisciplinar, constrói uma educação continuada de todos aqueles envolvidos no Poder Judiciário, tendo em vista a crescente verificação de crimes contra o mercado de capitais.

O último relatório de atividade sancionadora divulgado pela CVM, indicou que somente no 4º trimestre de 2021, foram encaminhados 33 ofícios aos Ministérios Públicos nos Estados (MPE) e 24 ofícios ao Ministério Público Federal (MPF), totalizando 215 ofícios no ano de 2021⁴⁹⁰.

Destes, 14 ofícios foram especificamente de crimes contra o mercado de capitais no 4º trimestre de 2021, sendo assim divididos: 8 ofícios tratando de exercício irregular (sem autorização) de cargo, profissão, atividade ou função, previsto no artigo 27-E da Lei nº 6.385/76; e 6 ofícios tratando da utilização indevida de informação relevante ainda não divulgada ao mercado, capaz de proporcionar, para si ou para outrem, vantagem indevida (*insider trading*), conforme o previsto no artigo 27-D⁴⁹¹.

Esses números indicam que somente no 4º trimestre de 2022, potencialmente 14 novos casos contra o mercado de capitais podem vir a se tornar ações penais. Inegavelmente a complexidade do Direito Penal Econômico exige uma especialização atenta para atuar em cada um dos novos casos e práticas ilícitas que diariamente podem ser verificadas na ordem econômica.

O mercado de capitais em expansão traz consigo o ônus de exigir do judiciário operadores atentos e atualizados para aplicar as leis de maneira assertiva, justa e com critérios previamente estabelecidos.

⁴⁹⁰ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Relatório de atividade sancionadora CVM 2021: 4º trimestre e anual. Ministério da Economia, 2021. p.20. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt.-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/relatorios/relatorio-de-atividade-sancionadora/relatorio-de-atividade-sancionadora-cvm-2021-4o-trimestre-e-anual-versao-resumida/view>. Acesso em: 22 maio 2022.

⁴⁹¹ Id., 2021, p.20.

CONCLUSÃO

No eixo temático do mercado de capitais, o poder da informação na tomada de decisões é demonstrado não apenas pelo caráter de influência que tem no âmbito negocial das partes envolvidas, mas por abranger, também, a capacidade de que uma assimetria informacional, fora das marcas tidas como permitidas, pode afetar diretamente a credibilidade dos investidores no funcionamento e estrutura de todo o mercado.

O mercado de capitais, faceta mercantil na qual se insere o presente trabalho, é aquele criado para a negociação dos valores mobiliários descritos nos artigos 1º e 2ª da Lei nº 6.385/1967 e ajuda a dinamizar grande parte de transferências e atividades que dizem respeito à poupança e aos investimentos. Estando a expressão “capitais”, interligada, usualmente, à oferta e procura de dinheiro passível de investimento monetário e real, incluindo direitos negociáveis, tais como títulos e ações.

O desenvolvimento do mercado de capitais requer a observância de algumas pré-condições, valendo apontar, dentre outras: padrões mínimos legais e éticos, relativa estabilidade monetária, estrutura básica para instituições financeiras e outros intermediários financeiros e, por último, mas não menos importante, a progressiva transparência e, conseqüentemente, um maior e melhor fluxo de informações.

O princípio da transparência tem previsão no art. 4º, VI, da Lei nº 6.385/76, sendo elencado como uma das funções precípua da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) “assegurar acesso do público a informações sobre valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido”, bem como a diretriz informativa dos administradores de companhias abertas, que “são obrigados a divulgar qualquer deliberação da assembleia geral ou dos órgãos da administração, ou fato relevante ocorrido nos negócios da companhia que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores de comprar ou vender valores mobiliários emitidos pela companhia”.

Desse modo, pode-se afirmar que a transparência, os deveres de comunicação e a guarda de sigilo, objetivando a simetria de informações, tornam-se centrais para a própria existência do mercado de capitais, sendo sua existência explicada em virtude da necessidade de uma tomada *racional* de decisão, com o intento de se minimizar as falhas de mercado.

A igualdade jurídica deve garantir, em regra, “a ausência de privilégios, a igualdade perante a lei –igualdade formal–, e mesmo assim com potencial limitado, é que as normas jurídicas demandam a busca pela diminuição das desigualdades concretas existentes no mundo real –igualdade material–”. E o objeto de proibição da regulação do mercado é, somente, “que

pessoas detentoras de determinadas informações, considerada a respectiva fonte - isto é, a forma de sua obtenção, que pode conferir vantagens consideradas injustas ao seu detentor - realizem negociações com os valores mobiliários”.

O uso de informações privilegiadas, ou somente *insider trading*, são negociações de valores mobiliários utilizando-se de informações não públicas até o momento da negociação. Informação essa que ainda não foi divulgada por se entender, segundo as regras daquele mercado, a necessidade de se esperar o momento oportuno para a publicidade. Momento adequado para a companhia e para o próprio sistema em si.

É privilegiada a informação que contém o trinômio: (a) obtida em virtude de uma relação especial fruto do cargo que exerce, (b) ainda não divulgada e (c) considerada detentora de conteúdo capaz de influenciar, de maneira notória, as negociações mercantis.

A prática de *insider trading* está ligada, de maneira geral, a duas proibições: a realização de negócios em posse de informação material que não é pública, logo, privilegiada, ou a revelação dessa informação a terceiros.

Conforme precedentes da CVM, o *insider trading* demanda, em linhas gerais, a confluência dos seguintes elementos: (i) existência de informação relevante ainda não divulgada ao público; (ii) posse desta informação pelo investidor em nome do qual se executou a operação investigada; e (iii) utilização da informação para obtenção de vantagem em operações no mercado.

A caracterização de determinada informação como economicamente relevante está diretamente relacionada com o grau de influência que pode exercer sobre o comportamento dos agentes econômicos e a interferência nos processos decisórios neste domínio. Tais agentes, através do adequado processamento das informações que lhe estão dispostas, elencam preferências e racionalizam escolhas.

O conceito jurídico de fato relevante para fins de divulgação está primeiramente esboçado no art. 157, § 4º da Lei nº 6404/76, nos seguintes termos: qualquer fato que “possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia”. Assim, forçoso concluir que tanto a Lei das S.A., a Instrução CVM nº 358 e a Resolução nº 44/21 caracterizam como relevante todo fato que *possa* influenciar significativamente na cotação dos valores mobiliários ou na decisão dos investidores (titulares deles ou não) com relação a esses, e não da *efetiva* influência, que apenas poderá ser aferida posteriormente à divulgação da informação, casuisticamente.

O tipo do artigo 27-D da Lei nº 6385/76 pode ser dividido em 6 “tempos”: (1) utilizar (2) informação relevante de que (3) tenha conhecimento, (4) ainda não divulgada ao

mercado, que (5) seja capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, (6) mediante negociação, em nome próprio ou de terceiros, de valores mobiliários. E possui como bem jurídico a “livre concorrência dos investidores no mercado de capitais”. Assim, a proteção penal da capacidade de funcionamento do mercado não se sustenta apenas como conceito de eficiência do Estado de bem-estar social, mas também compreende o papel econômico global do mercado de capitais.

O *insider trading* caracteriza-se como crime formal, também conhecido como delito de mera conduta, consistente na simples utilização da informação relevante, capaz de propiciar, para si ou para outrem vantagem indevida.

A ação de “*insider trading*” decorre da “utilização” ou “divulgação” indevida de informação privilegiada, obtida por relação privilegiada relativa a valores mobiliários registrados na CVM e negociados em mercado organizado. Desse modo, a ação penal exige a conduta desleal do sujeito ativo, de tipo doloso, pois conhecedor de todos os elementos os quais compõem o tipo objetivo, que se complementa com o elemento subjetivo do injusto: portanto, em benefício próprio ou de terceiros, ele usa ou divulga informações privilegiadas.

É, ainda, um crime de pura atividade, de perigo abstrato, que consuma-se com o uso ou fornecimento de informações privilegiadas. É um tipo misto alternativo no qual a concorrência de qualquer uma das ações típicas é apta a produzir a consumação do crime. A tentativa não parece admissível.

Atualmente se pune na esfera criminal o agente que saiba, ou não devesse desconhecer, a natureza privilegiada da informação. Englobando o *insider* primário, o *insider* secundário, também conhecidos como *tipees* ou *insider* externo.

O caso do crime de uso de informação privilegiada é de um tipo aberto, cuja integração da norma é trabalho do aplicador do Direito, diante do caso concreto. No caso do crime de *insider trading* há a combinação da acessoriedade conceitual quando se menciona “valores mobiliários” e há ato administrativo geral, pois, haveria a remição, mesmo que implícita, à Resolução CVM nº 44/2021 ao aludir a “informação relevante”.

Os desenhos de pesquisa para investigações na área jurídica devem comportar elementos empíricos e suporte quantitativo, sem preconceitos metodológicos de qualquer ordem; e, mais do que simplesmente combinar técnicas de coleta de dados, utilizando a triangulação de métodos, há uma expectativa de reunir elementos da pesquisa qualitativa e da quantitativa; fazendo surgir os métodos mistos, considerados como uma terceira via a partir da rejeição à dicotomia entre as abordagens qualitativa e quantitativa.

Sendo exatamente essa a lógica proposta no presente trabalho: utilizar da metodologia múltimétodo para atingir uma compreensão de fato relevante no contexto do ilícito de *insider trading*. Para tanto, aplica-se: 1) revisão integrativa de literatura; 2) metodologia de análise de decisões (MAD); 3) análise de conteúdo, auxiliada pela utilização do *software* livre *Iramuteq* (*Interface de R pour les Analyses Multidimensionnelles de Textes et de Questionnaires*); e 4) estudos múltiplos (de casos), usado especificamente nas ações penais.

Ancorado na MAD, a pesquisa teve como resultado o acesso, na esfera administrativa, a 47 processos administrativos sancionadores (PAS) tratando da temática de *insider trading*, no âmbito da CVM, cujas fundamentações delimitadoras da relevância da informação podem ser divididas em 5 blocos: 1) Conceituação normativa de fato relevante; 2) Panorama acerca da liquidez da ação; 3) Variações percentuais comparadas às médias históricas do período do caso; 4) Análise da capacidade, ou não, do mercado absorver o impacto da informação; 5) Fato relevante não ser um fato isolado no tempo, mas aquele evento objetivo que conclui uma sucessão de eventos relevantes; 6) Variação dos preços após a divulgação das informações.

No âmbito criminal, após a análise das 23.942 (vinte e três mil novecentos e quarenta e duas) páginas das 9 ações penais aos quais se teve acesso. Desses 9, 7 casos estabeleceram critérios para definir a relevância do fato em análise, sendo que 6 estabeleceram na sentença, e 1 estabeleceu na denúncia.

Estes 6 casos foram aqueles que tiveram como última peça constante no banco de dados a sentença ou acórdão (TRF ou STJ). O único caso que teve critérios mencionados na denúncia teve como última peça acessada o seu recebimento. Os dados indicam, portanto, que a partir do banco de dados analisado na pesquisa, o momento de definição de critérios de fato relevante, em casos criminais de *insider trading*, foi majoritariamente na sentença.

A consolidação dos critérios de definição de fato relevante nos casos criminais estudados foi assim estruturada: (i) Fato relevante é sem dúvida, elemento normativo jurídico (ou normativo impróprio) do tipo, eis que encontra definição em outras regras jurídicas, especialmente as disposições do artigo 155, §1º, e do artigo 157, §4º, da Lei nº 6.404/76 e art. 2º da ICVM nº 358/02; (ii) Informação relevante é aquela capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários; (iii) Informação relevante, em sentido técnico, é aquela que tem o poder de alterar uma decisão de investimento (compra, venda ou manutenção) de um investidor racional; (iv) Informação relevante é aquela capaz de gerar expectativas em um sentido positivo ou negativo. Assim, a mera expectativa de realização de um negócio jurídico de vulto deve ser já considerada um fato relevante; (v) Informação relevante é aquela que o

contexto fático indica ao menos a possibilidade de que o autor pretendia obter vantagem com o seu uso indevido; e (vi) Informação relevante é aquela que, após o acompanhamento do histórico de negociação do papel, em específico, da diferença entre o preço médio de venda das ações após a divulgação do fato relevante e o valor de cotação das ações antes da divulgação do fato relevante, foi capaz de impactar, negativamente (ou positivamente), a cotação dos papéis.

A complementação estatística de todo o arcabouço empírico qualitativo aplicado no estudo de casos múltiplos contou com a análise do *software* livre Iramuteq (*Interface de R pour les Analyses Multidimensionnelles de Textes et de Questionnaires*), a partir do método de Reinert, e o *software* encontrou seis blocos de fundamentação aptos a definir fato relevante nos casos múltiplos, a partir do corpus textual a ele submetido.

Na análise do primeiro dendrograma percebe-se que os resultados embasam a conclusão de ser o Caso 1 o caso paradigma para o estabelecimento de critérios de definição de fato relevante, aparecendo em 3 classes, 2 delas com predominância. Não somente por ter suas fundamentações reproduzidas nos demais casos, mesmo que em partes não integrais, mas também por ter seus argumentos na maioria das classes de fundamentação.

Do Dendrograma 2, pode ser verificado que, quanto mais no topo da lista e maior o tamanho da palavra, maior influência na classe e condução de todo o raciocínio. Na classe 1, palavras como: “dever”; “relevante”; “instrução”; “considerar” “conceito”; “parágrafo”; “informação”; “adotar”; e “postura”, são verificadas, guardando similitude com os critérios verificados no bloco (i) da análise de conteúdo, a qual menciona que “fato relevante é sem dúvida, elemento normativo jurídico (ou normativo impróprio) do tipo, eis que encontra definição em outras regras jurídicas, especialmente as disposições do artigo 155, §1º, e do artigo 157, §4º, da Lei das S.A e art. 2º da ICVM nº 358/02.” Pois as palavras que detêm maior influência na classe são justamente as que compõe os artigos 155, §1º, e do artigo 157, §4º, da Lei das S.A e o art. 2º da ICVM 358/02, conforme reiteradamente mencionado.

Na classe 2, onde há uma identificação com os casos 1 e 7, expressões como: “dia”; “colaboração”; “financeiro”; “potencial”; “abril”; “vazamento”; “oscilação”; “conteúdo”, podem ser verificadas e formam uma classe associada aos blocos (ii) e (iv) nos quais “é possível depreender que informação relevante é aquela capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários”, conjugada com “ informação que, após o acompanhamento do histórico de negociação do papel, em específico, da diferença entre o preço médio de venda das ações após a divulgação do fato relevante e o valor de cotação das ações antes da divulgação do fato relevante, foi capaz de impactar, negativamente, a cotação dos papéis.”

A classe 3 possui, de logo, identificação com o bloco (iv) da análise de conteúdo. As expressões: “oferta”; “negócio”; “aquisição”; “jurídico”; “expectativa”; “gerar”; “mero”, são quase a formulação do período do mencionado bloco: “a mera expectativa de realização de um negócio jurídico de vulto deve ser já considerada um fato relevante. Basta que gere expectativas em um sentido positivo ou negativo”. Confirmando, assim, a veracidade da definição.

Em igual sintonia é a classe 4, onde o critério normativo utilizado diversas vezes nas fundamentações criminais, cujas expressões podem ser resumidas em “ponderável”; “vender”; “modo”; “mobiliário”; “valor”; “cotação” “influir”; “capaz”; “investidor”; “título”; “emitir”; “comprar”, forma o bloco de definição (iii) informação relevante, em sentido técnico, é aquela que tem o poder de alterar uma decisão de investimento (compra, venda ou manutenção) de um investidor racional, previamente constatada na análise de conteúdo.

A classe 5, tal qual a classe 2, exigiu que a pesquisa recorresse à leitura integral das ocorrências de palavra para verificar se havia, ou não semelhança com o bloco de critérios formulados manualmente e a partir da análise de conteúdo. De maneira não óbvia e tampouco integral, as palavras “projeto”; “aprovação”; “estudo”; “aumento”; “necessário” e “informar”, possuem similitude com o bloco (iv): “a mera expectativa de realização de um negócio jurídico de vulto deve ser já considerada um fato relevante. Basta que gere expectativas em um sentido positivo ou negativo.”

De maneira mais literal, a classe 6, cujas palavras em destaque são: “pedido”; “prorrogação”; “vantagem”; “apontar”; “lucro” “ciência”, encontra repouso no bloco (v), onde o critério de relevância foi a de que o contexto fático deve indicar ao menos a possibilidade de que o autor pretendia obter vantagem com a prática da conduta.

Por fim, o *software* apresenta como resultado da análise uma nuvem de palavras, na qual pode ser verificada, assim como esperado, que a palavra em maior quantidade no banco de dados foi “informação”. Informação, de fato, foi não só a palavra de maior destaque na pesquisa, mas verdadeiramente o seu fio condutor.

Com a exposição dos resultados, foram testadas as três hipóteses. A hipótese 1 foi confirmada e as hipóteses 2 e 3 foram refutadas. Assim, mesmo que a pesquisa tenha verificado a existência de critérios delimitadores de relevância em casos de crimes de *insider trading*, ainda há um longo caminho a ser percorrido na persecução penal em mercado de capitais.

Após todo o percurso trilhado na pesquisa, o momento destinado a apresentação das propostas de solução (ou de melhorias) é aquele que consolida as contribuições do trabalho.

O formato das propostas é baseado em estudos comportamentais relacionados à compreensão do desafio considerado, ou seja, as delimitações de critérios de relevância em crimes de *insider trading*, elabora-se a lista como forma de permitir um diagnóstico mais adequado sobre o modo como o Judiciário se relaciona com o desafio (a partir do verificado na pesquisa), elencando elementos que podem se constituir em obstáculos ou pontos de atenção quando na resolução dos casos, bem como apresentando ideias de intervenção para cada elemento que merece atenção.

Os elementos problemas identificados foram: 1) a simplificação; 2) a tendência pelo padrão e 3) a preparação. E as ideias de intervenção, sucessivamente: 1) aproximação contínua da CVM, órgão técnico especializado do mercado de capitais, com o Judiciário por meio da comunicação periódica de jurisprudência administrativa atualizada. Bem como construção de banco de jurisprudência sobre o tema a ser disponibilizada no site da Justiça Federal de cada TRF. 2) Menção expressa ao laudo de perícia criminal e demais documentos técnicos como critério de mensuração, medida e avaliação do poder de influência da informação tida como relevante. 3) Imersão teórico-prática contínua e específica sobre a temática para os juízes(as) e servidores atuantes nas varas de crimes financeiros.

REFERÊNCIAS

- ADIERS, Leandro Bittencourt. Valores mobiliários, especulação e consequências jurídicas. **Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem**, São Paulo, v. 3, n. 9, p. 62-88, jul./set. 2000.
- AKERLOF, George A. The market for “lemons”: quality uncertainty and the market mechanism. In: **Uncertainty in economics**. Academic Press, 1978. p. 235-251.
- ALVARENGA, Bianca. Bolsa dobra o número de investidores em 2020 e vê maior diversificação. **Exame invest.**, [s.l.], 2020. Disponível em: <https://invest.exame.com/me/bolsa-dobra-o-numero-de-investidores-em-2020-e-ve-maior-diversificacao?> Acesso em: 20 jan. 2021.
- AMARAL, Nuno Peixoto do. *Insider trading* ao serviço do terrorismo. In: COSTA, José de Faria; SILVA, Marco Antonio Marques da (coord.). **Direito penal especial, processo penal e direitos fundamentais: visão luso-brasileira**. São Paulo: Quartier Latin, 2006, p. 1050-1084, p. 1064-1065).
- AMÉSTICA-RIVAS, Luis et al. *Uso de información privilegiada en fusiones y adquisiciones en sectores industriales de Chile en el periodo 2010-2014*. **Cofin Habana**, v. 13, n. 2, 2019.
- ANAND, Anita et al. *An empirical comparison of insider trading enforcement in Canada and the United States*. **International Review of Law and Economics**, [s.l.], v. 57, p. 49-59, 2019.
- ANBIMA. Confira nossas propostas à CVM sobre a regra de insider trading. **ANBIMA**, [s.l.], nov. 2020. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/noticias/confira-nossas-propostas-a-cvm-sobre-a-regra-de-insider-trading.htm. Acesso em: 20 maio 2021.
- AND MAGALHÃES, Solange Martins Oliveira; SOUZA, Ruth Catarina Cerqueira R. de. A Questão do Método e da Metodologia: uma análise da produção acadêmica sobre professores (as) da Região Centro-Oeste/Brasil. **Educação & Realidade**, v. 37, n. 2, p. 669-693, 2012.
- ANDRADE, Mariana Dionisio de. **As determinantes da sobrevivência política: uma análise sobre a duração dos secretários estaduais entre 1990 e 2016**. 205f. Tese (doutorado) – Programa de Pós-graduação em Ciência Política. Universidade Federal de Pernambuco, 2018.
- ANNUNZIATA, Filippo. **La disciplina del mercato mobiliare: Settima edizione**. G Giappichelli Editore, 2017.
- APRIGLIANO, Ricardo de Carvalho. Jurisprudência comentada: “*insider trading*”. **Revista de direito mercantil industrial, econômico e financeiro**, São Paulo, v. 109, p. 172-82, jan./mar. 1998.
- ARAUJO, Danilo Borges dos Santos Gomes de (Org.). **Regulação brasileira do mercado de capitais**. São Paulo: Saraiva, 2015
- ARMOUR, John et al. *Principles of Financial Regulation*. Oxford: Oxford University, 2016.
- AVOLIO, Luiz Francisco Torquato. A criminalização do *insider trading* no Brasil e seu contributo para o direito penal econômico. **Revista dos tribunais**, São Paulo, v. 850, p. 441-461, agosto de 2006.

BAINBRIDGE, Stephen M. *Incorporating Fiduciary Duties of State Law into the Federal Prohibition on the Use of Insider Information*. *Washington & Lee Law Review*, [s.l.], v. 52, pp. 1189-1269, 1995.

BAJO FERNÁNDEZ, M. *Uso de información privilegiada*. In: CERESO MIR, J.; SUÁREZ MONTES, R. F.; BERISTAIN IPIÑA, A.; ROMEO CASABONA, C. M. (Eds.). *El nuevo código penal: presupuestos y fundamentos: libro homenaje al Profesor Doctor Don Ángel Torío López*. Granada: Comares, p. 637-650, 1999, p.643.

BECK, Ulrich; GIDDENS, Anthony; LASH, Scott. **Modernização reflexiva**. Unesp, 1995.

BEDÊ, Fayga Silveira; DE SOUSA, Robson Sabino. Por que a área do direito não tem cultura de pesquisa de campo no Brasil?. *Revista Brasileira de Políticas Públicas*, v. 8, n. 1, p. 781-796, 2018.

BENY, Laura N. A comparative empirical investigation of agency and market theories of insider trading. *Law & Economics Working Papers Archive, Michigan*, 2004.

BM&FBOVESPA. **Regulamentos e Manuais**. B³, São Paulo, fev. 2018. Disponível em: http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/regulacao/regulamentos-e-manuais/. Acesso em: 20 maio 2021.

BM&FBOVESPA. **Supervisão de mercado – BSM**. Regulamento Processual. B³, São Paulo, 2021. Disponível em: <http://www.bsm-autorregulacao.com.br/assets/file/leis-normasregras/Regulamento-Processual-da-BSM-18122017.pdf>. Acesso em: 20 maio 2021.

BOECHEM, Felipe Tavares; RIOS, Alexandre Carvalho Pinto. Análise da jurisprudência da CVM sobre o dever de divulgação de fatores relevantes. 2014. **Revista de Direito Empresarial**. vol. 5/2014. p. 123 – 151. Set – Out. 2014 DTR/2014/17783.

BOUCKAERT, Boudewijn; GEEST, Gerrit de. *Encyclopedia of Law and Economics*. Cheltenham: Edward Elgar Publishing Limited, 2000.

BRADY, Henry E.; COLLIER, David. *Rethinking Social Inquiry: diverse tools, shared standards*. Lanham: Rowman e Litterfield Publishers, 2004.

BRASIL. Decreto-Lei N° 2.848, de 7 de dezembro de 1940. **Código Penal**. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/del2848compilado.htm. Acesso em: 12 jul. 2022.

BRASIL. Decreto-lei n° 3.689, de 3 de outubro de 1941. **Código de Processo Penal**. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/del3689.htm. Acesso em: 12 julho 2022.

BRASIL. Supremo Tribunal Federal. **Recurso Extraordinário n° 502.915-8/SP**, Primeira Turma, Min. Rel. Sepúlveda Pertence, julgado em 13/02/2007, DJE n° 81 de 27/04/2007. Disponível em <http://redir.stf.jus.br/paginadorpub/paginador.jsp?docTP=AC&docID=444800>. Acesso em: 26 maio 2022.

BRASIL. Supremo Tribunal Federal. **Recurso Extraordinário n° 502.915-8/SP**, Primeira Turma, Min. Rel. Sepúlveda Pertence, julgado em 13/02/2007, DJE n° 81 de 27/04/2007.

Disponível em <http://redir.stf.jus.br/paginadorpub/paginador.jsp?docTP=AC&docID=444800>. Acesso em 26 maio 2022.

BRUNO, Aníbal. Sobre o tipo no Direito Penal, *In: Estudos de direito e processo penal em homenagem a Néelson Hungria*, Rio de Janeiro, São Paulo: Forense, 1962.

BUOMPADRE, Jorge Eduardo. *Algunas Reflexiones Sobre El Delito De Abuso De Información Privilegiada En La Reciente Reforma Penal Argentina*. *Revista de la facultad de Derecho y Ciencias Sociales y Políticas*. Vol. 6, nº 10, 2012.

CALABRÓ, Luiz Felipe Amaral. **Regulação e autorregulação do mercado de bolsa**: teoria palco-plateia. São Paulo: Almedina, 2011.

CAMARGO, Brígido Vizeu; JUSTO, Ana Maria. **Tutorial para uso do software (Interface de R pour les Analyses Multidimensionnelles de Textes et de Questionnaires)**.

Laboratório de Psicologia Social da Comunicação e Cognição - UFSC – Brasil. Disponível em: <http://iramuteq.org/documentation/fichiers/tutoriel-portugais-22-11-2018>.

CAMARGOS, M. A.; ROMERO, J. A. R.; BARBOSA, F. V. Análise empírica da prática de *insider trading* em processos de fusões e aquisições recentes na economia brasileira. **Revista de Gestão USP**, São Paulo, v. 15, n. 4, p. 55–70, out/dez, 2008.

CAMARGOS, Marcos Antônio de; ROMERO, Julio Alfredo Racchumi; BARBOSA, Francisco Vidal. Análise empírica da prática de *insider trading* em fusões e aquisições recentes na economia brasileira. **Encontro Nacional de Engenharia de Produção**, v. 27, 2007.

CAMPBELL, D.; FISKE, D. *Convergent and discriminant validation by the multitrait-multimethod matrix*. *Psychological Bulletin*, [S.l.], v.56, n.2, p. 81-105, 1958.

CAMPBELL, Donald T.; FISKE, Donald W. *Convergent and discriminant validation by the multitrait-multimethod matrix*. **Psychological bulletin**, v. 56, n. 2, p. 81, 1959.

CAMPOS FILHO, Antonio Claret. Aplicando insights comportamentais para o aprimoramento de políticas públicas: a ferramenta SIMPLES MENTE. Brasília: ENAP, 2020. Disponível em:

https://repositorio.enap.gov.br/bitstream/1/5219/1/gnova_simplesmente_digital_simples.pdf. Acesso em: 31 maio 2022.

CANE, Peter; KRITZER, Herbert M. *The Oxford handbook of empirical legal research*. New York: Oxford Handbooks in Law, 2010.

CARBAJALES, Mariano. *La regulación Del Mercado Financiero* – Hacia la autorregulación del Mercado de Valores. Barcelona: Marcial Pons, 2006.

CAREGNATO, Rita Catalina Orano; MUTTI, Regina. Pesquisa qualitativa: análise de discurso versus análise de conteúdo. **Texto & Contexto - Enfermagem** [online]. 2006, v. 15, n. 4 [Acessado 18 Novembro 2022] , pp. 679-684. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/S0104-07072006000400017>. Epub 12 Nov 2007. ISSN 1980-265X

CARNELÓS, Guilherme Ziliani. “**A independência das instâncias**”: investigação sobre origem e critérios de aplicação na esfera penal. Dissertação (Mestrado em Direito). Fundação Getúlio Vargas, 2021.

CASTELLAR, José Carlos. **Insider Trading e os novos crimes corporativos**. (uso indevido de informação privilegiada, manipulação de Mercado e exercício irregular de cargo, profissão, atividade ou função). Rio de Janeiro: Editora Lumen Juris, 2008.

CASTRO, Hélio Oliveira Porto Carrero de (Coord.). **Introdução ao mercado de capitais**. Rio de Janeiro: IBMEC, 1979.

CAVALI, Marcelo Costenaro. **Insider trading**: Repressão administrativa e penal do uso indevido de informação privilegiada. 1ª ed. Rio de Janeiro: Quartier Latin, 2022.

CAVALI, Marcelo Costenaro. **Fundamento e limites de repressão penal da manipulação do mercado de capitais**: uma análise a partir do bem jurídico da capacidade funcional alocativa do mercado. 352f. Tese (doutorado) – Universidade de São Paulo, 2017.

CELLARD, André. A análise documental. In: PIRES, A.; MAYER, R.; LAPERRIÈRE, A. et al. (org.) **A pesquisa qualitativa**. Enfoques epistemológicos e metodológicos. Petrópolis, RJ: Vozes, p. 295-316, 2010.

CHAIB, Fernando; CHAIB FILHO, Homero. Aplicação da Análise Fatorial de Correspondências na Avaliação da Influência do Gesto na Performance Musical em Percussão [4]. *Proceeding Series of the Brazilian Society of Computational and Applied Mathematics*, v. 3, n. 1, 2015.

CHARÃO, Anderson Pereira; RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. A (in)eficiência da punição do insider trading à luz da Análise Econômica do Direito e da jurisprudência da Comissão de Valores Mobiliários. **Economic Analysis of Law Review - EALR**, V. 10, nº 1, p. 142-157, Jan-Abr, 2019. ISSN 2178-0587. Disponível em: <https://portalrevistas.ucb.br/index.php/EALR/article/download/8770/pdf>. Acesso em: 10 abr. 2022.

CHOUKR, Fauzi Hassan. **Código de processo penal**: comentários consolidados e crítica jurisprudencial. Saraiva Educação SA, 2017.

COFFEE JUNIOR, John C. Market. Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System. **Virginia Law Review**, v. 70, n. 4, p. 717-753, maio, 1984, p. 751-752. [Fifty Years of Federal Securities Regulation: Symposium on Contemporary Problems in Securities Regulation]. Disponível em: <http://www.jstor.org/stable/1073083>.

COHEN, Lauren; MALLOY, Christopher; POMORSKI, Lukasz. *Decoding inside information*. **The Journal of Finance**, [s.l.], v. 67, n. 3, p. 1009-1043, 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Relatório de atividade sancionadora CVM 2021: 4º trimestre e anual. Ministério da Economia, 2021. p.20. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt.-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/relatorios/relatorio-de-atividade-sancionadora/relatorio-de-atividade-sancionadora-cvm-2021-4o-trimestre-e-anual-versao-resumida/view>. Acesso em: 22 maio 2022.

CRESWELL, J. W. **Projeto de pesquisa: métodos qualitativo, quantitativo e misto**. Porto Alegre: Artmed, 2007.

CVM RJ. **Processo Administrativo Sancionador CVM RJ nº 2006/4776**, Rel. Diretor Pedro Marcílio de Sousa, julgado em 17 de janeiro de 2007. Disponível em: https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/anexos/2021/20210525_19957_007674_2018_00_voto_diretora_flavia_p Erlingheiro.pdf. Acesso em: 20 fev. 2021.

CVM. Comissão de valores imobiliários. Boletim de Mercado. **Portal do governo brasileiro**, Brasília, n. 9, v. 89, mar. 2021. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/publicacao/boletimmercado/anexos/BoletimdeMercado_89_032021.pdf. Acesso em: 20 fev. 2021.

CVM. Comissão de valores mobiliários. Convênio. **Gov.br**, [s.l.], 2008. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/convenios/mpf.html>. Acesso em: 20 maio 2020.

CVM. Comissão de valores mobiliários. **Instrução nº 358 de 03 de janeiro de 2002**. Dispõe sobre a divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas, disciplina a divulgação de informações na negociação de valores mobiliários e na aquisição de lote significativo de ações de emissão de companhia aberta, estabelece vedações e condições para a negociação de ações de companhia aberta na pendência de fato relevante não divulgado ao mercado. Brasília: Presidente da Comissão da CVM, 2002. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/300/inst358.pdf>. Acesso em: 20 maio 2020.

D'ÁVILA, Mariana Zonta. Bolsa conquista 1,5 milhão de novos investidores em 2020, um aumento de 92% no ano. **InfoMoney**, [s.l.], jan. 2021. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/onde-investir/bolsa-conquista-15-milhao-de-novos-investidores-em-2020-um-aumento-de-92-no-ano/>. Acesso em: 20 fev. 2020.

DA CUNHA REZENDE, Flávio. A "nova metodologia qualitativa" e as condições essenciais de demarcação entre desenhos de pesquisa na ciência política comparada. **Revista Política Hoje**, v. 20, n. 1, 2011.

DA SILVA MACHADO, Lunas. O insider trading ou uso indevido de informação privilegiada no mercado de capitais no contexto do direito penal econômico brasileiro. **Olhar criminológico (oc)**.

DA SILVA, Cristian Kiefer; LAGE, Telder Andrade. Insider trading: uma realidade à luz do direito brasileiro e a responsabilidade civil e criminal do insider. **Revista Brasileira de Direito Empresarial**, v. 3, n. 2, p. 40-59, 2017.

DAL-FARRA, Rossano André; LOPES, Paulo Tadeu Campos. Métodos mistos de pesquisa em educação: pressupostos teóricos. **Nuances: estudos sobre Educação**, [s.l.], v. 24, n. 3, p. 67-80, 2013.

DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para determinação do valor de qualquer ativo**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2002.

DANTAS, J. A. *et al.* A dualidade entre os benefícios do disclosure e a relutância das organizações em aumentar o grau de evidenciação. **E & G Economia e Gestão**, Belo Horizonte, v. 5, n. 11, p. 56-76, dez. 2005.

DE ANDRADE, Mariana Dionísio; DE CASTRO REMÍGIO, Rodrigo Ferraz. A desnecessária separação entre abordagem qualitativa ou quantitativa para a pesquisa jurídica: repensando as vantagens do pluralismo metodológico para a pesquisa em Direito Processual Civil. **Revista Eletrônica de Direito Processual**, v. 20, n. 1, 2019.

DE GRANDIS, Rodrigo. Aspectos penais do uso de informação privilegiada (*insider trading*) no direito brasileiro. *In*: VILARDI, Celso Sanchez; BRESSER PEREIRA, Flávia Rahal; DIAS NETO, Theonomiro (Coords). **Direito Penal Econômico**. Crimes financeiros e correlatos. São Paulo: Saraiva, 2011; p.141-180.

DE OLIVEIRA, Fabiana Luci. Triangulação metodológica e abordagem multimétodo na pesquisa sociológica: vantagens e desafios. **Ciências Sociais Unisinos**, [s.l.], v. 51, n. 2, p. 133-143, 2015.

DEMO, Pedro. **Avaliação sob o olhar propedêutico**. Campinas: Papirus, 1996.

DIAS, Amanda Tayar Duarte. Questões atuais envolvendo o insider trading. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. São Paulo, Revista dos Tribunais, v. 12, n. 45, p. 121–148, jul./set., 2009.

DIAS, Jorge de Figueiredo. **Direito Penal**: parte geral: tomo I: questões fundamentais: a doutrina geral do crime, São Paulo: Revista dos Tribunais; Portugal: Coimbra Editora, 2007.

DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro; BECUE, Sabrina Maria Fadel. Regulação e autorregulação do mercado de valores mobiliários brasileiro: limites da autorregulação. **Revista do Instituto do Direito Brasileiro Obtido**, [s.l.], v. 13, p. 13, 2018.

DIRECTIVA 2003/124/CE DA COMISSÃO de 22 de Dezembro de 2003 que estabelece as modalidades de aplicação da Directiva 2003/6/CE do Parlamento Europeu e do Conselho no que diz respeito à definição e divulgação pública de informação privilegiada e à definição de manipulação de mercado. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32003L0124&from=PT>

DO AMARAL, Marco Antônio Franco; VIEIRA, Cristina Maria Coimbra. Métodos mistos de pesquisa em educação: características e possibilidades de aplicação. *In*: OLIVEIRA, Albertina *et al.* (orgs.). **Vozes da educação**: pesquisas escritas e contemporâneas. São Carlos: Pedro & João editores, 2019.

DOS SANTOS, Ives Nahama Gomes; DE ANDRADE, Mariana Dionísio. A omissão em números: como o Supremo Tribunal Federal decide acerca da figura do garante em crimes ambientais em uma análise a partir da utilização do R Studio. **Revista de Direito Econômico e Socioambiental**, v. 12, n. 2, p. 403, 2021.

DOTTI, René Ariel. **Curso de direito penal**: parte geral. 2. ed. rev., atual. e ampl. Rio de Janeiro, Forense, 2004.

EIZIRIK, Nelson; B. GAAL, Ariadna; PARENTE, Flavia; DE FREITAS FENRIQUES, Marcus. **Mercado de capitais: regime jurídico**. 2.ed. revisada e atualizada. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 540.

EPSTEIN, Lee; KING, Gary. **Pesquisa empírica em direito: as regras de inferência**. 2014.

FAMA, Eugene F.; MALKIEL, Burton G. *Efficient capital markets: A review of theory and empirical work*. *The Journal of Finance*, v. 25, n. 2, p. 383-417, 1970.

FERRANDIS CIPRIÁN, Daniel; MARTÍNEZ GARAY, Lucía. *Tratamiento penal del abuso de información privilegiada en el mercado financiero. Estudios penales y criminológicos*. Santiago de Compostela, v. 23, p. 99-173, 2001/2002.

FERREIRA, Laila Cristina Duarte. **Divulgação de informações no mercado de valores mobiliários brasileiro: a regulação da atividade jornalística**. 2013. 240 f. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013.

FERREIRA, Renata Rodrigues de Abreu. **Insider trading: a repressão penal do uso de informação privilegiada no mercado de valores mobiliários**. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Direito, Universidade de Coimbra. Coimbra, 2014.

FIELDS, Thomas D.; LYS, Thomas Z.; VINCENT, Linda. *Empirical research on accounting choice*. *Journal of Accounting and Economics*, v. 31, p. 255-307, 2001.

FILHO, Roberto Freitas; LIMA, Thalita Moraes. **Metodologia de Análise de Decisões-MAD**. Univ. JUS, Brasília, n. 21, p. 1-17, jul./dez. 2010.

FINELLI, Lilia Carvalho. *Construção e desconstrução da lei: a arena legislativa e o trabalho escravo*. 2016.

GALVÃO, Taís Freire; PANSANI, Thais de Souza Andrade; HARRAD, David. Principais itens para relatar Revisões sistemáticas e Meta-análises: a recomendação PRISMA. *Epidemiologia e Serviços de Saúde*, [s.l.], v. 24, p. 335-342, 2015.

GERHARDT, Tatiana Engel *et al.* **Métodos de pesquisa**. Organizado por: Tatiana Engel Gerhardt e Denise Tolfo Silveira. Coordenado pela Universidade Aberta do Brasil–UAB/UFRGS e pelo Curso de Graduação Tecnológica–Planejamento e Gestão para o Desenvolvimento Rural da SEAD/UFRGS. Porto Alegre: Editora da UFRGS, 2009, p. 31-32.

GIANNETTI, Eduardo. **Trópicos utópicos: uma perspectiva brasileira da crise civilizatória**. São Paulo: Companhia das Letras, 2016. p. 35 *apud* CAVALI, Marcelo Costenaro.

Fundamento e limites de repressão penal da manipulação do mercado de capitais: uma análise a partir do bem jurídico da capacidade funcional alocativa do mercado. 352f. Tese (doutorado) – Universidade de São Paulo, 2017.

GIL, Antônio Carlos. **Metodologia da pesquisa**. São Paulo: Atlas, 2002.

GILSON, Ronald J.; KRAAKMAN, Reinier H. *The mechanisms of market efficiency*. **Va. L. Rev.**, v. 70., 1984.

GOMES FILHO, Antônio Magalhães. **A Motivação das Decisões Penais**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2001.

GOMES, Amaro Luiz de Oliveira; NIYAMA, Jorge Katsumi. Contribuição ao Aperfeiçoamento dos Procedimentos de Evidenciação Contábil Aplicáveis às Demonstrações Financeiras de Bancos e Instituições Assemelhadas. In: **XV CONGRESSO BRASILEIRO DE CONTABILIDADE**. 1996.

GRAU, Eros Roberto. **A ordem econômica na constituição de 1988**. 18. ed. São Paulo, Malheiros, 2017.

GT INTERAGENTES. **Guia educativo de prevenção ao insider trading**. [s.l.]: [s.n], 2016. Disponível em:
http://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/menu/atividades/CampanhaNaoAoInsiderTrading/Guia_do_GT_Interagentes.pdf.

GUERRA, Luis; BOTTINO, Thiago. O crime de uso indevido de informação privilegiada (insider trading): a persistente dificuldade probatória do delito após a edição da Lei 13.506, de 2017. **Revista da Procuradoria-Geral do Banco Central**, v. 13, n. 1, p. 135-150, 2019.

HORTA, Frederico. **Elementos normativos das leis penais e conteúdo intelectual do dolo**: Da natureza do error sobre o dever extrapenal em branco. Marcial Pons Brazil, 2018.

INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS – IOSCO. Objectives and Principles of Securities Regulation. IOSCO. Madrid, 2010. Disponível em:
<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD323.pdf>. Acesso em: 30 mai. 2020.

IRTI, Natalino. *L'ordine giuridico del mercato: libri del tempo: Laterza*, 1999, p. 39, apud SZTAJN, Rachel. Regulação e o Mercado de Valores Mobiliários. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Malheiros, n. 135, 2004
 Isac Costa, p.88

IUDÍCIBUS, Sérgio de. **Teoria da contabilidade**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2000.

JAKIMOWICZ, A.; BAKLARZ, A. *Identification of Insider Trading Using Network Numerical Models. Acta Physica Polonica*, A., v. 129, n. 5, 980-985, 2016. Disponível em:
https://www.researchgate.net/profile/Agnieszka_Baklarz/publication/303826668_Identification_of_Insider_Trading_Using_Network_Numerical_Models/links/5b56ba9c45851507a7c41565/Identification-of-Insider-Trading-Using-Network-Numerical-Models.pdf. Acesso em: 30 maio 2020.

JAKOBI, Karin Bergit. **A atuação da CVM na regulação do mercado de capitais e na consagração do full disclosure, sob o enfoque da análise econômica do direito**. 2011. 100f. Dissertação (Mestrado em Direito Socioambiental) - Pontifícia Universidade Católica do Paraná, Curitiba, 2011.

JENG, Leslie A.; METRICK, Andrew; ZECKHAUSER, Richard. *Estimating the returns to insider trading: a performance-evaluation perspective. Review of Economics and Statistics*, [s.l.], v. 85, n. 2, p. 453-471, 2003.

JESUS, Maria Gorete Marques de. **'O que está no mundo não está nos autos': a construção da verdade jurídica nos processos criminais de tráfico de drogas**. 2016. Tese (Doutorado em Sociologia) - Faculdade de Filosofia, Letras e Ciências Humanas, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2016. doi:10.11606/T.8.2016.tde-03112016- 162557.

KE, Bin; HUDDART, Steven; PETRONI, Kathy. *What insiders know about future earnings and how they use it: Evidence from insider trades. Journal of Accounting*, [s.l.], jan. 2001. Disponível em: DOI:10.2139/ssrn.278055. Acesso em: 20 maio 2020.

KEOWN, Arthur J.; PINKERTON, John M. Merger announcements and insider trading activity: an empirical investigation. *The journal of finance*, v. 36, n. 4, p. 855-869, 1981.

KIM, Sung Hui. *Insider trading as private corruption. UCLA L. Rev.*, [s.l.], v. 61, p. 928, 2013.

KREPS, David M.; WILSON, Robert. *Reputation and imperfect information. Journal of economic theory*, [s.l.], v. 27, n. 2, p. 253-279, 1982.

KRONMAN, Anthony T. *Mistake, disclosure, information, and the law of contracts. The Journal of Legal Studies*, [s.l.], v. 7, n. 1, p. 1-34, 1978.

LAKONISHOK, Josef; LEE, Inmoo. *Are insider trades informative? The Review of Financial Studies*, [s.l.], v. 14, n. 1, p. 79-111, 2001.

LANDES, William M.; POSNER, Richard A. *An economic analysis of copyright law. The Journal of Legal Studies*, [s.l.], v. 18, n. 2, p. 325-363, 1989.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Mercado de capitais e insider trading. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 1982, p. 175.

LEITE FILHO, José. Notas ao crime de uso indevido de informação privilegiada: art. 27-D da Lei 6.385/76. *Revista brasileira de ciências criminais*, São Paulo, v. 60, p. 78-117, mai./jun. 2006, p. 99.

LORIE, James H.; NIEDERHOFFER, Victor. *Predictive and statistical properties of insider trading. The Journal of Law and Economics*, [s.l.], v. 11, n. 1, p. 35-53, 1968.

LOURES, Ludmila Lavorato. **Divulgação de atos e fatos relevantes: um estudo em empresas brasileiras emissoras de ADRS**. 2010. Dissertação. Mestrado em Administração.

MACIEL-LIMA, Sandra et al. A pesquisa jurídica em questão: um estudo de revisão sistemática. **Revista de Estudos Empíricos em Direito**, v. 8, p. 1-26, 2021.

MALHEIROS FILHO, Arnaldo. Direito penal econômico e delitos de mero capricho. In: ZANETTI, ANDREA CRISTINA et al. **ANÁLISE CONTEMPORÂNEA-SÉRIE GVLAW**. Saraiva Educação SA, 2009. pp.62-104, p.70.

MANNE, H. G. *Insider Trading, and the Stock Market*. New York: The free press, 1966.

MARCACCI, Antonio. *IOSCO: the world standard setter for globalized financial markets. Rich. J. Global L. & Bus.*, [s.l.], v. 12, p. 23, 2012.

MARQUES JÚNIOR, William Paiva. Influxos do neoconstitucionalismo na descodificação, micronormatização e humanização do Direito Civil. **Revista da Faculdade de Direito**. Fortaleza, v. 34, p. 313-353, 2013. Disponível em:

<http://www.revistadireito.ufc.br/index.php/revdir/article/view/109/90>. Acesso em: 20 jan. 2021.

MARQUES, José Frederico. **Curso de Direito Penal**: volume I – propedêutica penal e norma penal, São Paulo: Saraiva, 1954.

MARTIN DE SANCTIS. **Punibilidade no sistema financeiro nacional**. Tipos penais que tutelam o sistema financeiro nacional. Campinas/SP: Millenium, 2003, p. 109-110.

MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, C. Derecho penal económico. Valencia: Tirant lo blanch, 2002, p. 115.

MATIAS, João Luís Nogueira. DOS SANTOS, Ives Nahama Gomes. Estudo empírico sobre o perfil dos condenados por insider trading pela comissão de valores mobiliários – CVM. Há o efeito educativo das decisões?. **Revista semestral de Direito Empresarial**. nº 26 Janeiro/Junho de 2020.

MCGEE, Robert W. Ethical issues in insider trading: case studies. **Proceedings of the global Conference on business economics**. Amsterdam, jul. 2004, pp. 712-721. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=538682. Acesso em: 20 maio 2020.

MENDES K.D.S; SILVEIRA, R.C.C.P; GALVÃO, C.M. Revisão integrativa: método de pesquisa para a incorporação de evidências na saúde e na enfermagem. **Contexto Enferm**. [s.l.], out-dez; v. 17, n. 4, p.758-64, 2008.

MERENDA, *Ilaria*. *Attività di rating e delitto manipolazione del mercato*. **Editorial Board**, [s.l.], 2018, p. 136.

MERTON, Robert C. A simple model of capital market equilibrium with incomplete information. **The Journal of Finance**, [s.l.], v. 42, n. 3, p. 483-510, jul. 1987, p. 485. Disponível em: <http://onlinelibrary.wiley.com/wo1/doi/10.1111/j.1540-6261.1987.tb04565.x/full>. Acesso em: 10 maio 2020.

MEZGER, Edmund, Derecho penal – Parte General, Buenos Aires: Bibliográfica Argentina, 1958.

MIRANDA, Félix Bugueño. O que é macroestrutura no dicionário de língua. **As ciências do léxico**: lexicologia, lexicografia, terminologia, v. 3, p. 261-272, 2007.

MONTEIRO, Joana. CABALLERO, Bárbara. Crime e Violência. SHIKIDA, Claudio D.

MONASTERIO, Leonardo. NERY, Pedro Fernando. (Ed.) **Guia brasileiro de análise de dados**: armadilhas & soluções. Brasília: Enap, 2021. Disponível em: <https://repositorio.enap.gov.br/handle/1/6039>. Acesso em 02 de fev. 2021.

MORAES, Roque. Análise de conteúdo. **Revista Educação**, Porto Alegre, v. 22, n. 37, p. 7-32, 1999

MOREIRA, Herivelto. Critérios e estratégias para garantir o rigor na pesquisa qualitativa. **Revista Brasileira de Ensino de Ciência e Tecnologia**, v. 11, n. 1, p. 405-424, 2018.

MORSE, J.M. *Principles of mixed methods and multimethod research design*. In A. Tashakkori & C. Teddlie (Eds.), **Handbook of mixed methods in social and behavioral research**, Thousand Oaks, CA: Sage, 2003.

MUCCIARELLI, Francesco. *La nuova disciplina eurolunitaria sul market abuse: tra obblighi di criminalizzazione e ne bis in idem*. **Diritto penale contemporaneo**, Milão, v. 17, 2015.

NOBRE, Marcos. Apontamentos sobre a pesquisa em Direito no Brasil. *Novos Estudos Cebrap*. São Paulo. jul. 2003. p. 145-154.

NASCIMENTO, Adriano Roberto Afonso do; MENANDRO, Paulo Rogério Meira. Análise lexical e análise de conteúdo: uma proposta de utilização conjugada. **Estud. pesqui. psicol.** [online]. 2006, vol.6, n.2 [citado 2022-11-18], pp. 72-88 . Disponível em: http://pepsic.bvsalud.org/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1808-42812006000200007&lng=pt&nrm=iso. ISSN 1808-4281.

NUNES, Marcelo Guedes. **Jurimetria**: como a estatística pode reinventar o Direito. Ed. São Paulo: Revista dos tribunais, 2016, p. 95.

O'CATHAIN, Alicia. *Mixed methods research in the health sciences: a quiet revolution*. **Journal of Mixed Methods Research**, v. 3, n. 1, p. 3-6, 2009.

OLIVEIRA, Felipe Gaspar. **Insider trading**: o comportamento da CVM e a governança corporativa das companhias abertas brasileiras. 2017. 100f. Dissertação (Mestrado em Economia) – Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2017.

OLIVEIRA, João Guilherme Silva Marcondes de. **Do caráter aberto dos tipos penais**: revisão de uma dicotomia. 2010. Dissertação de Mestrado em Direito. Universidade de São Paulo.

PAOLANTONIO, Martín Esteban. El análisis económico del derecho y la estructura societaria. **Análisis Económico del Derecho**, [s.l.], 2006, p. 203-205.

PARANHOS, Ranulfo *et al.* Uma introdução aos métodos mistos. **Sociologias**, [s.l.], v. 18, n. 42, p. 384-411, 2016.

PATIAS, Naiana Dapieve; HOHENDORFF, Jean Von. Critérios de qualidade para artigos de pesquisa qualitativa. **Psicologia em estudo**, v. 24, 2019.

PAULA, Áureo Natal de. Crimes contra o sistema financeiro nacional e o mercado de capitais. Curitiba: Juruá, 2006.

PITTA, André Grünspun. **As funções da informação no mercado de valores mobiliários**: Uma reflexão sobre o regime de divulgação de informações imposto às companhias abertas brasileiras. 2013. Dissertação. Departamento de Direito Comercial da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. Universidade de São Paulo.

POSNER, Richard A. *The social costs of monopoly and regulation*. **Journal of political Economy**, [s.l.], v. 83, n. 4, p. 807-827, 1975.

POSNER, Richard A. *Utilitarianism, economics, and legal theory*. **The Journal of Legal Studies**, [s.l.], v. 8, n. 1, p. 103-140, 1979.

POSNER, Richard. **Fronteiras da Teoria do Direito**. Tradução de Evandro Ferreira e Silva, Jefferson Luiz Camargo, Paulo Salles e Pedro Sette-Câmara. São Paulo: Martins Fontes, 2011.

PRADO, José Estevam de Almeida. **Responsabilidade civil por divulgação de informação falsa ou enganosa ou omissão de informação relevante no mercado de valores imobiliários**. 2018. 233f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2018.

PRADO, Viviane Muller. *Enforcing Insider Trading Law: the Brazilian experience*. **Miss. CL Rev.**, v. 38, p. 93, 2019.

PRADO, Viviane Muller; RACHMAN, Nora Matilde; VILELA, Renato e CAVALI, Marcelo Costenaro. **Insider trading: normas, instituições e mecanismos de combate no Brasil**. 2ª Ed. São Paulo: FGV Direito SP, 2020.

PRADO, Viviane Muller; RACHMAN, Nora Matilde; VILELA, Renato. **Insider trading: normas, instituições e mecanismos de combate no Brasil**. São Paulo: FGV Direito SP, 2016.

PRATAS, Marta Alexandra Fialho. **O insider trading nos mercados financeiros: o papel da informação no funcionamento dos mercados e sua regulação**. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Direito, Universidade de Lisboa, Lisboa, 2017.

PRICEWATERHOUSECOOPERS. *Global study on CEO trends indicates a significant uptick in CEOs forced out of office for ethical lapses*. **PWC**, [s.l.], 2017, online. Disponível em: <https://www.pwc.com/gx/en/news-room/press-releases/2017/global-study-on-ceo-trends-indicates-a-significant-uptick-in-ceos-forced-out-of-office-for-ethical-1.html>. Acesso em: 30 maio 2020.

PROENÇA, J. M. M. **Insider Trading: regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

QUIVY, R. & CAMPENHOUDT, L.V. (2008) Manual de investigação em ciências sociais. 5.ed. Portugal: Gradiva, 2008.

REZENDE, Flávio da Cunha. Razões emergentes para a validade dos estudos de caso na ciência política comparada. **Revista Brasileira de Ciência Política**, p. 297-337, 2011.

ROCHA JÚNIOR, Weimar Freire da; BODINI, Vera Lucia; SHIKIDA, Pery Francisco Assis. Análise fatorial de correspondência como ferramenta para o estudo do comportamento do consumidor na escolha da erva mate para chimarrão. **Revista de Economia e Sociologia Rural**, v. 40, n. 2, p. 361-384, 2019.

ROSSETTI, José Paschoal; ANDRADE, Adriana. **Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2014.

SALOMÃO FILHO, Calixto. **O novo direito societário**. 3. ed., rev. e ampl., São Paulo: Malheiros, 2006, p. 154.

- SALVIATI, Maria Elisabeth. **Manual do Aplicativo Iramuteq** (versão 0.7 Alpha 2 e R Versão 3.2.3) - compilação, organização e notas de Maria Elisabeth Salviati. Disponível em: <http://www.iramuteq.org/documentation/fichiers/manual-do-aplicativo-iramuteq-par-maria-elisabeth-salviati>.
- SAMPAIO CAMPOS, Luiz Antonio de. Conselho de administração e diretoria. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luís (Org.). **Direito das companhias**. Rio de Janeiro: Forense, 2009. v. 1.
- SAMUELSON, W.; ZECKHAUSER, R. *Status quo bias in decision making*. *Journal of Risk and Uncertainty*, 1(1), 7-59, 1988.
- SANDICK, Harry. *Statutory Background*. In: SCHULTE, Roth; ZABEL, LLP.; DAVIS, Harry (coords.). **Insider trading. Law and compliance. Answer Book 2011-12**. New York City: Practising Law Institute, 2011, p. 33.
- SANT'ANA, Diogo de. Conjuntura da regulação no Brasil: conflitos e convergências. In: SCHAPIRO, Mario Gomes (Org.). **Direito Econômico Regulatório**. São Paulo: Saraiva / FGV, 2010.
- SCHIFFEL, Stephan; THIELSCHER, Michael. *Representing and reasoning about the rules of general games with imperfect information*. **Journal of Artificial Intelligence Research**, [s.l.], v. 49, p. 171-206, 2014.
- SEIDENFELD, Mark. *Microeconomics Predictates to Law and Economics*. Ohio: Anderson Publishing Co, 1996.
- SERRANO GÓMEZ, A. *Derecho penal: parte especial*. 4. ed. Madrid: Dykinson, 1999, p.467
- SEYHUN, H. Nejat. *Insiders' profits, costs of trading, and market efficiency*. **Journal of financial Economics**, [s.l.], v. 16, n. 2, p. 189-212, 198.
- SHILLER, Robert J. *Do stock prices move too much to be justified by subsequent changes in dividends?* **The American Economic Review**, [s.l.], v. 71, n. 3, p. 421-436, jun. 1981. Cf.
- SMITH, Philip L.; LITTLE, Daniel R. *Small is beautiful: in defense of the small-N design*. **Psychonomic bulletin & review**, v. 25, n. 6, p. 2083-2101, 2018.
- SOARES, Rodrigo Oliveira; ROSTAGNO, Luciano Martin; SOARES, Karina Talamini Costa. Estudo de evento: o método e as formas de cálculo do retorno anormal. **XXVI Encontro Nacional dos Programas de Pós Graduação em Administração**, v. 27, p. 30-33, 2002.
- SOUZA, Augusto Carvalho; BASTOS, Ronaldo Rocha; VIEIRA, Marcel de Toledo. Análise de correspondência simples e múltipla para dados amostrais complexos. **19º Simpósio Nacional de Probabilidade e Estatística-Sinape** [Internet], p. 26-30, 2010.
- STIGLER, George J. *The theory of economic regulation*. **The Bell Journal of Economics and Management Science**, [s.l.], v.2, n.1, 1971, p. 3-21. Disponível em: <https://doi.org/10.2307/3003160>. Acesso em: 10 maio 2020.

STIGLITZ, Joseph E. *Information and capital markets*. **NBER Working Paper**, n. 0678, p. 3, 1981.

TASHAKKORI, A.; TEDDLIE, C. *Putting the human back in "Human Research Methodology": the researcher in mixed*. **Journal of Mixed Methods Research**, v. 4, n. 4, p. 271-277, 2010.

TORRACO, R. J. *Writing integrative literature reviews: guidelines and examples*. **Human Resource Development Review**, [s.l.], v. 4, n. 3, p. 356–367, 2005.

TÓRTIMA, J. C. *Crimes contra o sistema financeiro nacional: uma contribuição ao estudo da Lei n. 7.492/86*. 2. ed. Rio de Janeiro: Lúmen Juris, 2002.

TRANFIELD, David; DENYER, David; SMART, Palminder. *Towards a methodology for developing evidence-informed management knowledge by means of systematic review*. **British journal of management**, [s.l.], v. 14, n. 3, p. 207-222, 2003. p. 212

U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. Investor.gov. Securities Exchange Act of 1934. Disponível em: <https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1885/pdf/COMPS-1885.pdf>.

UNIÃO EUROPEIA. Regulamento (UE) n. 1227/2011 do parlamento europeu e do conselho de 25 de outubro de 2011. Relativo à integridade e à transparência nos mercados grossistas da energia (Texto relevante para efeitos do EEE). **Jornal Oficial da União Europeia**. Estrasburgo: Parlamento europeu, 25 out. 2011. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=CELEX%3A32011R1227>. Acesso em: 20 maio 2020.

UNITED STATES. *Code of federal regulations*. **Govinfo**, [s.l.], 2019. Disponível em: <https://www.govinfo.gov/content/pkg/CFR-2019-title17-vol4/xml/CFR-2019-title17-vol4-sec240-10b-5.xml>. Acesso em: 20 maio 2020.

VASCONCELLOS, Camila Ornellas Smith de. A definição do conceito de atos e fatos relevantes pela comissão de valores mobiliários em processos administrativos sancionadores julgados pelo colegiado nos últimos três anos. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. vol. 84/2019. p. 45 – 65. Abr – Jun. 2019 DTR\2019\34691.

VEIGA, Marcelo Godke. O mercado secundário de valores mobiliários, as bolsas. In: ARAUJO, Danilo Borges dos Santos Gomes de (Org.). **Regulação brasileira do mercado de capitais**. São Paulo: Saraiva, 2015.

WANG, William KS; STEINBERG, Marc I. **Introduction: Insider Trading**. 3rd. Oxford: Oxford University Press, 2010, p.48.

WARD, Robert. *Breach of duty: classical theory*. In: SCHULTE, Roth; ZABEL, LLP.; DAVIS, Harry (coords.). **Insider trading. Law and compliance. Answer Book 2011-12**. New York City: Practising Law Institute, 2011, p. 176.

WEB of Science. A pesquisa confiável começa ora. **Clarivate**, 2021, online. Disponível em: <https://clarivate.com/webofsciencegroup/solutions/web-of-science/>. Acesso em: 20 mar. 2021.

WOHLIN, Claes. Guidelines for snowballing in systematic literature studies and a replication in software engineering. *In*: 18th international conference on evaluation and assessment in software engineering, 2014, Londres. **Anais...** Londres: ACM, 2014, p. 1-10.

YAZBEK, Otavio. **Regulação do mercado financeiro e de capitais**. Ed. Campus, 2007.

YEO, Victor C. S. *A Comparative Analysis of Insider Trading Regulation - Who is Liable and What are the Sanctions?* **Nanyang business school**, Singapore, jan. 2001. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=260884. Acesso em: 20 maio 2020.

**APÊNDICE A - FORMULÁRIO PARA EXTRAÇÃO DE DADOS DOS CASOS CRIMINAIS
DE INSIDER TRADING
- Análise de conteúdo**

Processo nº	0005123-26.2009.403.6181
Páginas	12 volumes físicos: 5.647 páginas
Caso da pesquisa nº	1

Síntese do caso: trata-se de ação penal derivada de denúncia oferecida pelo Ministério Público Federal na qual consta, da peça acusatória, que os três acusados teriam negociado valores mobiliários, valendo-se de informação relevante ainda não divulgada ao mercado, de que tinham conhecimento e, da qual deviam manter sigilo. Tal informação consistia em oferta pública de aquisição (OPA), a ser realizada por parte da sociedade empresária SADIA, S.A., sobre as ações da sua principal concorrente, a PERDIGAO S.A.

1. INÍCIO DAS INVESTIGAÇÕES	
Origem das investigações: a pesquisa não conseguiu verificar, com precisão, de qual forma as investigações se originaram.	
Se teve acesso ao inquérito policial: (X) sim () não	Data início das investigações: 2006
Sujeitos indiciados: L.G.M.J, A.P.A e R.A.S.F	Assistente à acusação: sim, a CVM.
Trâmite na Delegacia: DRCOR – Delegacia de Repressão a crimes financeiros – SÃO PAULO	Nº do processo na CVM: PAS nº 2007/117, 2007/118, 2007/119 e CVM 24/05
Resultado do Processo na CVM: CVM 24/05: advertência, multa e absolvição	
2. ATOS PROCESSUAIS	
Oferecimento da denúncia: 4 de maio de 2009	Recebimento da denúncia: 22/05/2009
Trechos no OD sobre Fato Relevante - Rodrigo de Grandis: “Sucede que, após a publicação do "Edital de Oferta Pública para aquisições de Ações de Emissões da Perdigão S/A" no dia 17 de julho de 2006, diversos fatos relevantes [4]”. A nota de rodapé [4]: “considera-se relevante, para os efeitos desta Instrução, qualquer decisão de acionista, controlador, deliberação da assembleia geral ou órgãos de administração da companhias aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável: I na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados; II - na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários. Declinando a natureza de fato relevante da proposta de aquisições das ações da PERDIGÃO SIA pela SADIA S/A, veja-se o depoimento do advogado M.E.C, <i>in verbis</i> : "esclarece que a oferta pública de aquisições da Perdigão SI A pela Sadia S/A é considerada um fato relevante conforme definido na instrução CVM n'. 358, de 03 de janeiro de 2002" [cf. fls. 386/388 do	Trechos no RD sobre Fato Relevante – Juiz Márcio Millani: (...) A denúncia individualizou as condutas dos réus e indicou como a informação relevante teria sido obtida, a sua utilização, o desconhecimento do mercado e a aquisições dos papéis, ou seja, satisfizes todos os requisitos legais. Destarte, havendo prova da existência de fato que caracteriza, em tese, o crime insculpido no artigo 27-D da Lei no 6.385/76, bem como indícios de autoria, RECEBO A DENÚNCIA oferecida pelo órgão ministerial em face dos indivíduos supramencionados, com supedâneo no artigo 395 do Código de Processo Penal.”

<p>procedimento n.O 1.34.001.003927/2007-32]”. (...) Após a publicação do Edital de Oferta Pública para aquisições de ações de emissões da Perdigão S/A no dia 17 de julho de 2006, diversos fatos relevantes foram divulgados pelas duas companhias SADIA S/A e PERDIGÃO S/A, a saber: i) em 18 de julho de 2006, a PERDIGÃO S/A tornou público que os acionistas titulares de 55,38% das ações recusaram a oferta na forma da proposta; ii) em 19 de julho de 2006, a pedido da CVM, a PERDIGÃO S/A divulgou novo fato relevante acerca da recusa dos acionistas.</p>	
<p>Juízo: 6ª vara criminal federal da subseção judiciária da capital do Estado de São Paulo</p>	
<p>Documentação utilizada pela acusação: depoimento das testemunhas de acusação, W.F.F; J.F.G.T; F.C.B; Procedimentos administrativos da CVM; interrogatório dos réus, artigos científicos de doutrina especializada para definir o crime de insider trading e fato relevante</p>	
<p>Menção específica à CVM ou utilização de dados da autarquia: sim</p>	
<p>Memoriais da acusação*/ Trechos sobre Fato Relevante: (verificar se é o mesmo promotor do OD) – Procurador Rodrigo de Grandis: a conclusão inevitável que exsurge da análise dos elementos carreados à presente ação penal, é que, pegando de empréstimo as palavras de HUNGRIA, todos os essenciais da entidade criminal definida no: artigo 27-D da Lei n.º 6.385/1976 se acham nitidamente delineados na hipótese sob análise. Senão, vejamos: usar informação relevante: a proposta de aquisição da totalidade das ações da PERDIGÃO S/A pela SLIA S/A constituía, inegavelmente, uma informação relevante, na forma do que dispõe o artigo 157, parágrafo quarto, da Lei n.º 6.404/1976, pois concretamente ostentava a aptidão de influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia. Isso se pode dizer sob a perspectiva administrativa, ante a redação do artigo 2 da Instrução CVM nº. 358, de 3 de janeiro de 2002, que considera relevante: "qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembleia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável: I - na cotação o dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados; II - na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários; III - na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados. Deveras, chega mesmo a ser intuitivo que a publicação de uma OPA acarrete a elevação dos preços dos valores mobiliários das companhias envolvidas na operação, notadamente em relação às ações e certificados da companhia cujo controle acionário se pretende adquirir. In casu, em 21 de julho de 2006, o preço da ação da PERDIGK -0 /A, chegou a ser negociado a R\$ 29,55 (vinte e nove reais e cinquenta e cinco centavos), recuando lentamente até que, no dia 22 de agosto de 2006 voltou a ser negociado por preço próximo ao observado na primeira semana de julho de 2006, qual seja, R\$ 21,50 (vinte e um reais e cinquenta centavos) [cf. relatório da CVM]. Outrossim, a proposta de aquisições da P RDIGÃO S/A pela SADIA S/A, comunicada originariamente ao acusado L.G.M.J na reunião do dia 7 de abril de 2006 /não pode ser considerada uma informação vaga, imprecisa e genérica, ou, ainda, um boato, um sussurro captado ao léu. Com efeito, dada a natureza e magnitude do empreendimento noticiado para os representantes máximos da SADIA S/A, tudo aquilo que fora discutido na sede do Banco ABN A 1RO Real S/A corporificou-se em informação precisa, concreta e, por consequência, juridicamente relevante para dar azo à incidência da norma delineada no artigo 27-D da Lei nº 6.385/1976. Sob esse contexto, o critério político-criminal mais acertado para definir em que momento a informação produzida no curso da atividade negocial passa a ser relevante para o crime de <i>insider trading</i></p>	

parece estar com ANA MARIA PRIETO DEL PINO, que lastreia o conceito de informação privilegiada no fato dela ser idônea para influir no preço de um ou mais valores mobiliários com a sua divulgação [22] DEL PINO adota a postura de que a informação deve ser analisada sob um juízo *ex ante*, ou seja, deve-se observar o potencial da informação em causar uma alteração nos preços dos títulos mobiliários. Dessa forma, a determinação da capacidade da notícia em modificar a cotização pode ser aferida por duas vias distintas, uma objetiva, outra, subjetiva. A objetiva leva a analisar diretamente a própria informação, centrando a atenção no impacto que sua difusão é capaz de provocar no mercado. A subjetiva conduz a avaliar a capacidade da mesma [notícia] em influir na tomada de decisões por um investidor tipo. Este segundo caminho é o escolhido pela jurisprudência norte-americana, que adotou para sua materialização o critério do *reasonable man* ou *reasonable shareholder*. Com respeito a esse padrão valorativo se considera que a informação é relevante quando se pode afirmar que se refere a fatos que um investidor racional ou sensato haveria considerado importantes no momento de adotar uma decisão. Um outro critério sugerido pela Eminente Professora da Universidade de Málaga para verificar o nível de relevância de má informação no delito de *insider trading* relaciona-se à probabilidade/magnitude, formulado originariamente pela jurisprudência norte-americana. Em conformidade com o modelo, deve-se sopesar tanto a probabilidade indicada de que ocorra o fato como a magnitude antecipada à luz das atividades desempenhadas pela sociedade empresária. **Seguindo esse padrão (probabilidade/magnitude), uma notícia relativa a um efeito futuro (*soft information*) será relevante se, em que pese ser incerta sua materialização, ela puder ser considerada como um marco na história do ente emissor.** Destarte, em conformidade com o magistério doutrinário de ANA MARIA PRIETO DEL PINO [26], e possível asseverar o seguinte, *in verbis*: "*La relevancia de una información depende tanto del grado de certeza relativo a la verificación del hecho así que la misma se refiere como de la importancia de dicho evento dentro de la actividad de la empresa en cuestión, de manera que la importancia del test probabilidad/magnitud como método para la determinación de la relevancia de una noticia supone ya valorar su concreción*". **Postas assim as coisas, é lícito indagar: (i) a informação de que a SADIA S/A detinha condições de elaborar uma oferta pública de aquisição (OPA) em face da PERDIGÃO S/A, recebida pelo acusado L.G.M.J na reunião do dia 7 de abril de 2006 era idônea para influir no preço de uns mais valores mobiliários a partir de sua divulgação ao mercado? (ii) é razoável presumir, mediante juízo *ex ante*, que a divulgação da oferta pública de aquisição (OPA) da PERDIGÃO S/A ostentava a aptidão de acarretar a alteração nos preços dos títulos mobiliários das duas companhias? haver) (iii) um investidor racional, sensato, considerado importante, no momento de estabelecer suas diretrizes, a intenção de a SADIA S/A adquirir, por intermédio de uma oferta pública de aquisição (OPA), a PERDIGÃO S/A? (iv) a oferta pública de aquisição (OPA) da PERDIGÃO 1 S/A, publicada no dia 16 de julho de 2006, pode ser considerada um marco na história da SADIA S/A?** As respostas, sem o menor resquício de dúvida, são positivas para todas as perguntas. Por conseguinte, é forçoso concluir que as informações obtidas por L.G.M.J a partir da reunião do dia 7 de abril de 2006 caracterizam-se como relevantes e, assim, ensejam a incidência do tipo penal de uso indevido de informação privilegiada.

Documentação utilizada pela acusação nos memoriais: depoimento das testemunhas de acusação, W.F.F; J.F.G.T; F.C.B; Procedimentos administrativos da CVM; interrogatório dos réus, artigos científicos de doutrina especializada para definir o crime de insider trading e fato relevante [HUNGRIA. Parecer publicado na Revista Brasileira de Criminologia e Direito Penal, nº 13, abril-junho de 1996, intitulado "'Doping' negativo-estelionato", p. 103-113. E ANA MARIA PRIETO DEL PINO. *El derecho penal ante el uso de información privilegiada en el mercado de valores*. Navarra: Editorial Aranzadi, 2004. p. 343]

Memoriais da CVM/ trechos sobre Fato Relevante: (...) parece oportuno esclarecer o conceito de informação relevante no âmbito do mercado de capitais, assim como o papel do Diretor de Relações com Investidores (DRI) no regime regulatório desse segmento específico do sistema financeiro nacional. A primeira definição do que seja um fato relevante encontra-se no §4 do art. 157 da Lei nº 6.404/76. Segundo esse dispositivo, relevante é o fato que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia. Com base nessa definição legal, o art. 2º da Instrução CVM nº 358/02, cujo inteiro teor segue anexo ao presente, em seus incisos I e

II, especificou duas situações aparentemente distintas. O inciso II tem uma redação quase igual à do § 4 do art. 157 da Lei nº 6.404/76, adicionando, apenas, a possibilidade de o fato poder alterar a decisão do investidor de “manter o valor mobiliário”. Como a decisão de manter o valor mobiliário reflete a decisão sobre a venda (i.e., se decido vender, decido não manter e se decido não vender, decido manter) é sinal de que a definição do inciso II é equivalente à do § 4 do art. 157 da Lei nº 6.404/76. O inciso I, por seu turno, trata da possibilidade de o fato alterar a cotação dos valores mobiliários. Como o preço é formado em razão da demanda e da oferta (que decorrem da intenção de comprar e vender) ele também está, de todo modo, implícito no art. § 4º do art. 157 da Lei nº 6.404/76. A Instrução CVM nº 358/02 ainda completa o art. 157, § 4º da Lei nº 6.404/76 com uma lista exemplificativa de fatos que, usualmente, são relevantes para uma companhia (conforme art. 2º, parágrafo único.) Verifica-se, por conseguinte, que tanto a Lei nº 6.404/76 quanto a Instrução CVM nº 358/02 apresentam conceitos gerais (standards) considerando relevante um fato que pode influenciar a decisão de investimento dos investidores. Não se exige, portanto, a efetiva influência, basta que tenha “força suficiente” para influenciar. Nesse sentido, vale transcrever o seguinte trecho do voto proferido pelo então Diretor-Relator, Pedro Oliva Marcílio, nos autos do PAS CVM RJ Nº 2006/5928, julgado em 17 de abril de 2007: “conceito de fato relevante. Fato relevante é o fato que tem o poder de alterar uma decisão de investimento de um investidor racional. A relevância de um fato não é afetada mesmo que, após sua divulgação, constate-se que não houve mudança na cotação das ações ou no volume negociado. O que importa é que o fato tenha força suficiente para alterar a decisão de investimento, independentemente de essa alteração vir a ocorrer. Negócios não definitivos ou ainda não concluídos podem ser considerados como “fato relevantes”, nos termos da Lei nº 6.404/76: “Fatos Não Definitivos, Concluídos ou Formalizados. Não se exige que a informação seja definitiva ou esteja formalizada para que se considere um fato como relevante e, portanto, sujeito ao dever de divulgação. Basta que a informação não seja meramente especulativa, mera intenção não baseada em fatos. Informações sobre atos bilaterais (contratos, reestruturações societárias etc.) podem ser divulgáveis, independentemente de consenso entre as partes, desde que uma delas já tenha tomado a decisão de realizar o negócio, fazer uma oferta de compra ou tenha a intenção de prosseguir uma negociação ou concluir uma negociação em andamento. Nesses casos, divulga-se a intenção, mas não a conclusão do negócio. Em termos de decisão de investimento, a formalização de um negócio jurídico tem pouca relevância, ao contrário do impacto na esfera jurídica das partes, desde que os investidores, a partir das informações divulgadas, não vislumbrem a possibilidade de que a negociação possa não ser concluída. Os investidores, usualmente, incorporam o “valor” do negócio ao preço do valor mobiliário antes de sua formalização”. (...) Em outra decisão mais recente, esta Autarquia também esclareceu, de maneira muito didática, o momento no qual pode-se caracterizar um fato como relevante em operações societárias ainda não concluídas. *A esse respeito, cabe transcrever o voto proferido pelo Diretor Marcos Pinto, no âmbito do PAS CV M nº 24/2005, julgado em 7 de outubro de 2008: “... tenho alguns esclarecimentos adicionais a fazer, sendo que o primeiro diz respeito ao momento em que se caracteriza o fato relevante no contexto das operações societárias ainda não concluídas. 3.2 A defesa afirma que o recebimento de uma oferta de compra que não é firme e a existência de tratativas intermitentes não caracteriza o fato relevante. Eu discordo dessa afirmação. 3.3 Tanto na vigência da Instrução CVM nº 31/84, quanto na vigência da Instrução CVM nº 358/02, o fato relevante se caracteriza tão logo a informação se torna capaz de influir, de modo ponderável, na cotação das ações da companhia. Esse é o critério adotado pelas instruções da CVM e consagrado pelo art. 155 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976: Art. 155 (...)§1º Cumpre, ademais, ao administrador de companhia aberta, guarda sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, obtida em razão do cargo e capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários, sendo-lhe vedado valer-se da informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários. Pois bem: a mim parece óbvio que o recebimento de uma oferta de compra de controle, ainda que não firme; e a existência de tratativas, ainda que intermitentes, são sim fatos capazes de influenciar a cotação das ações da companhia. Em vista, disso, parecem-me irrelevantes as afirmações da defesa de que o preço da venda ainda não estava definido e de que ainda pairavam dúvidas quanto à concretização da operação. No nosso regime jurídico, só uma pergunta deve ser feita: a informação de que dispõe o administrador ou controlador pode: influir de modo ponderável na cotação dos valores mobiliários? Se a resposta for afirmativa, há fato

relevante. É claro que a existência de fato relevante não significa que o administrador ou controlador seja, necessariamente, obrigado a divulgá-lo ao mercado. Ele pode deixar de fazê-lo, conforme ressalta a lei e nossa regulamentação, para proteger interesse legítimo da companhia. Assim, se a divulgação de uma informação ainda incerta puder causar especulações indesejáveis, o administrador ou controlador pode deixar de divulgá-la para proteger a companhia. Mas daí a afirmar que, nessa situação, o controlador ou administrador também pode negociar com as ações, de posse de uma informação que, mesmo incerta, o coloca em posição de vantagem em relação aos demais acionistas - isso não me parece de modo algum aceitável. Inaceitável e injurídico. Deixe-se bem claro. Pois tanto a CVM nº 31/84, revogada, como a Instrução CVM nº 358/02 e a Lei nº 6404/76, em vigor, vedam, de maneira clara, qualquer negociação enquanto o fato relevante estiver pendente de divulgação (...).

3. SENTENÇA

Trechos sobre Fato Relevante: importante mencionar que, por ser o primeiro caso criminal de *insider trading*, o Juiz do caso faz uma – necessária – evolução histórica da figura do *insider trading*. Faz uma análise sobre o bem jurídico e afirma que “(...) **regra geral, depreende-se na tipificação desse delito o objetivo de proteger a confiança dos investidores na transparência das informações existentes no mercado de capitais**”. Sobre a análise de fato relevante: “o tipo se vale, também, da expressão ‘informação relevante’ contida na descrição típica. **Eis onde se encontra o nó górdio da discussão travada na presente ação penal.** (fls. 35 do Doc.) Em outros termos, em essência, acusação e defesa estão de acordo quanto ao fato de que ocorreram negociações com ADRs por parte dos acusados L e R. Não há discordância quanto às datas em que tais operações ocorreram e nem quanto a fato de que os acusados possuíam dever de sigilo. **O ponto de discórdia diz respeito a serem ou não relevantes as informações detidas pelos acusados L e R. no momento em que realizaram as operações. Para se chegar a uma conclusão sobre essa questão, é necessário que se perquiram quais são as informações relevantes que, caso utilizadas para a obtenção de vantagem indevida podem caracterizar o delito.** (...) **trata-se, sem dúvida, de elemento normativo jurídico (ou normativo impróprio) do tipo, eis que encontra definição em outras regras jurídicas.** O artigo 155 §1º, da Lei das S.A fornece a noção fundamental sobre o que se deva entender por informação relevante, ao referir àquela informação que “ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, obtida em razão do cargo e capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários”. O artigo 157, §4 da Lei das S.A, se refere a fato relevante como aquele “que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia.”. Por outro lado, o fato de ter sido obtida em razão do cargo não é o que qualifica a informação como relevante. O próprio significado comum do termo "relevante"- que significa importante, saliente, proeminente - indica que não deva ser levado em consideração, dentro do conjunto de atributos que constitui o conceito, a forma de obtenção da informação. **É dizer que uma informação não será ou deixará de ser relevante pelo fato de ter sido obtida em razão do cargo exercido pelo detentor ou por outra forma. É preciso mais. Do cotejo das leis pertinentes, especialmente as disposições do artigo 155, §1º, e do artigo 157, §4º, da Lei das S.A, é possível depreender que informação relevante é aquela capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários.** Especificando esse conceito, a Instrução CV'M nº 358/2002 prevê (...) Em seguida, lista, no parágrafo único do artigo 2º, um rol não exaustivo de 22 condutas que constituem "exemplos de ato ofensivo potencialmente relevante" (...) Em conclusão, informação relevante, em sentido técnico, é aquela que tem o poder de alterar uma decisão de investimento (compra, venda ou manutenção) de um investidor racional. (grifos originais) importa, portanto, a sua potencialidade para tanto, independentemente de efetivamente provocar esse efeito. **Eis, portanto, a primeira questão que se coloca: a possível realização de uma oferta pública de aquisições de ações da PERDIGÃO.S.A. era uma informação que detinha a capacidade de influir de modo ponderável em uma decisão de investimento (compra, venda ou manutenção) de um investidor racional? Há algumas situações no mercado de capitais que permitem presumir a ocorrência de determinados efeitos sobre os preços dos valores.** Assim, por exemplo, os preparativos para a realização de um aumento de capital por meio de oferta pública de novas ações já constituírem fato relevante, na medida em que se sabe que essas operações importam, em regra, valorização anormal dos valores mobiliários da companhia emissora. **Parece-me claro que uma oferta de aquisição de ações leve, presumivelmente, ao aumento de preço das ações.** Isso em decorrência direta da lei da oferta e da procura. **Qualquer pessoa que acompanhe minimamente o mercado de capitais sabe que qualquer especulação sobre a possível tentativa de aquisições de uma**

determinada companhia reflete, em regra, quase absoluta de forma positiva, no valor de suas ações.

Em um estudo específico sobre a prática empírica do *insider trading*, pesquisadores da UFMG relatam que “o anúncio de uma fusão ou aquisição é um momento oportuno para essa prática, visto que quase sempre causa impactos significativos nas expectativas dos agentes do mercado e nos preços dos títulos”. Portanto, dúvida não há de que oferta pública, por parte da SADIA S.A., de aquisições das ações da PERDIGÃO S.A., é considerada uma informação relevante, isto é, teria aptidão para influenciar de forma ponderável as decisões de investimento e, conseguinte, a cotação dos ativos da PERDIGÃO e, por S.A. Não obstante, ligada a essa questão, há que se perguntar a partir de que momento a informação se torna relevante. Meras cogitações intrassocietárias a respeito de uma eventual e futura operação a ser realizada já podem ser suscetíveis de caracterizar uma informação relevante? É possível traçar um paralelo com o campo do direito das obrigações, onde cada vez maior atenção tem sido dedicada à responsabilidade civil pré-contratual, isto é, àquela surgida ainda no âmbito das tratativas negociais. Tem-se reconhecido que a formatação de um negócio ainda incipiente pode ser suficiente para gerar expectativas legítimas. **Do mesmo modo, no âmbito da verificação da prática de insider trading, a mera expectativa de realização de um negócio jurídico de vulto deve ser já considerada um fato relevante. Deve-se exigir uma postura rígida por parte dos dirigentes da companhia.** A vedação ao insider trading traduz um dever de lealdade, especialmente dos administradores, em relação à companhia. A partir do momento em que se tem notícia de algum ato ou fato que, ainda que sujeito a diversos condicionantes, possa vir a ser considerado relevante, deve o administrador ou equiparado se abster de negociar os valores mobiliários que possam ter seus preços afetados. (...) Note-se que não se trata de punir a mera cogitação (*cogitationis poenam nemo patitur*). O que se pune é o ato efetivo de negociação dos valores mobiliários. Mas, pune-se a conduta, a partir do momento em que existe uma expectativa de um ato ou fato possa efetivamente influir na cotação dos valores mobiliários. Além disso, como exposto, a possibilidade deve ser discutida de fato dentro da empresa – daí se referir a cogitação intrassocietárias – não bastando a cogitação de uma única pessoa, não compartilhada. **As provas colhidas nos autos apontam exatamente no sentido de que já desde a primeira aquisição de ADRS por parte do acusado L., no dia 07/04/2006, já se formara uma “informação relevante” porque capaz de influir nos preços dos valores mobiliários, e privilegiada, eis que não divulgada ao mercado.** (...) A informação relevante detida pelo acusado não era a de que seria realizada efetiva oferta pública de aquisições de ações, mas, simplesmente, a de que existia essa possibilidade. Era o quanto bastava para que o preço das ações da PERDIGÃO S.A. - e os ADRs relacionados - detivesse grande potencial de alta. Trata-se exatamente da hipótese de incidência do, artigo 157, §50, da Lei das S.A., segundo o qual "Os administradores poderão recusar-se a prestar a informação (§ 1º alínea e), ou deixar de, divulgá-la (§~ 40), se entenderem que sua revelação poria em risco interesse legítimo da companhia, cabendo à Comissão de Valores Mobiliários, a pedido dos administradores, de qualquer acionista, ou por iniciativa própria, decidir sobre a prestação de informação e responsabilizar os administradores, se for o caso.

Penas: L. M condenado a pena de 1 (um) ano e 9 (nove) meses de reclusão, em regime inicial aberto; e b) à pena de multa no valor de R\$ 349.711,53 (trezentos e quarenta e nove mil, setecentos e onze reais e cinquenta e três centavos). Substituo a pena privativa de liberdade pelas penas restritivas de direitos de: a) prestação de serviços à comunidade ou a entidades públicas, a ser definida pelo Juízo da Execução Penal, devendo ser observadas as aptidões do condenado (CP, artigo 46, §30), bem como a natureza do delito; e b) proibição do exercício do cargo de administrador e/ou conselheiro fiscal de companhia aberta pelo prazo de cumprimento. R. 1 (um) ano, 5 (cinco) meses e 15 (quinze) dias de reclusão, em regime inicial aberto; e b) à pena de multa no valor de R\$ 374.940,52 (trezentos e setenta e quatro mil, novecentos e quarenta reais e cinquenta e dois centavos). Substituo a pena privativa de liberdade pelas penas restritivas de direitos de: a) prestação de serviços à comunidade ou a entidades públicas, a ser definida pelo Juízo da Execução Penal, devendo ser observadas as aptidões do condenado (CP, artigo 46, §30), bem como a natureza do delito; e b) proibição do exercício do cargo de administrador e/ou conselheiro fiscal de companhia aberta pelo prazo de cumprimento da pena.

Data: 16/02/2011

Provas utilizadas/mencionadas na sentença: gráfico reproduzido às fls. 10 do apenso procedimento investigatório criminal nº1.34.00 1.003927/2007-32, que retrata o valor dos ADRS da Perdígão S.A de janeiro de 2003 a junho de 2006, que o papel estava com preço em patamar elevado quando da compra efetuada por Luiz. Voto do Rel. da CVM, no PAS. Prova testemunhal e depoimento dos réus; procedimento investigatório criminal nº 1.34.001.003927/2007-32; estudo empírico da UFMG.

4. RECURSOS
Recorrente: Razões de Apelação do Ministério Público Federal
Recurso: Apelação para manter a condenação, mas para majorar as penas privativas de liberdade. Procurador Rodrigo de Grandis
Data do Voto: 04 de fevereiro de 2013
RECURSOS
Recorrente: Luiz Gonzaga Murat Filho e Romano Ancelmo Fonkana
Recurso: Apelação para manter a condenação, mas para majorar as penas privativas de liberdade
Resultado: apelação negada. Assim, parcial provimento à apelação ministerial e 'negou provimento ao recurso defensivo.
Data do Voto: 04 de fevereiro de 2013
RECURSOS
Recorrente: Razões de Apelação do Ministério Público Federal
Recurso: Apelação para manter a condenação, mas para majorar as penas privativas de liberdade
Resultado: dou aos parcial provimento a apelação ministerial, a fim de majorar as penas impostas coacusados Luiz Gonzaga Murat Filho para 02 (dois) anos, 06 (seis) e se e 10 (dez) dias de reclusão, em regime aberto, e Romano Ancelmo Fonkana como Filho para 02 (dois) anos e 01 (um) mês de reclusão, em regime aberto, em determinar que o valor da pena de multa seja destinado ao Fundo Penitenciário Nacional (FUNPEN). Reconheço, por fim, em relação a cada um dos réus, o dever de indenizar os prejuízos sofridos à título de dano moral* coletivo, nó valor mínimo de R\$ 254.335,66 (duzentos e cinquenta e quatro mil, trezentos e trinta e cinco reais, e sessenta e seis centavos) para o acusado Luiz Murat, e, de R\$ 305.036, 36 (trezentos e cinco mil, trinta e seis reais, e trinta e seis centavos) para o acusado Romano Ancelmo, nos termos da fundamentação supra, mantendo-se, no mais, a r. sentença. " <i>a quo</i> ".
Trechos do Voto sobre fato relevante: Conforme bem ressaltado pelo MM. Juiz a quo, o tipo penal em epígrafe contém diversos elementos normativos cuja complementação emana do Direito Societário, ou seja, o delito em apreço é uma norma penal em branco que traz em seu bojo expressões que necessitam de complementação por uma lei ou infralegal. <i>Ab initio</i> , uma das elementares do tipo que depende de complemento é a expressão "de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo", ou seja, refere-se ao sujeito ativo do delito de <i>insider trading</i> . Assim, o tipo penal do artigo 27-D da Lei nº 6.385/76 estabelece que o sujeito ativo do crime de <i>insider trading</i> tem o dever de manter em sigilo, a informação relevante ainda não divulgada ao mercado da qual teve conhecimento. A Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002, que dispõe acerca da divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas, regulamentou a Lei de Mercado de Capitais (Lei nº 6.385/76), estabelecendo no artigo 8º um rol de funções ou cargos exercidos por agentes que têm o dever de manter em sigilo as informações relativas a ato, ou fato relevante, notadamente os diretores e membros do conselho de administração. (...) A elementar "informação relevante" constitui-se em elemento normativo jurídico que depende de complementação de lei ou ato infralegal (arts. 155, §1º e art. 157, §4º, da Lei nº 6.404/76; art. 2º da Instrução CVM nº 358/2002). No caso vertente, a informação relevante objeto de discussão consiste na realização de oferta pública de aquisição e ações da Perdigão pela Sadia, pois o valor das ações da empresa Perdigão pode sofrer variação de preços no mercado e também ter influência na decisão do investidor de comprar, vender ou manter aqueles títulos, conforme bem observado pelo magistrado de primeiro grau. (...) Ademais, convém ressaltar que o momento exato de uma informação se tornar relevante é a partir da expectativa gerada na realização de um negócio jurídico de grande vulto, <i>in casu</i> , a potencialidade de realização de oferta pública de aquisição das ações da Perdigão pela Sadia, conforme, observado pelo MM. Juiz a quo. (...) Pois bem. No dia 7 de abril de 2006, a empresa Sadia foi contatada pelo Banco ABN AMRO Real S/A acerca da possibilidade de oferta hostil das ações da Perdigão. Iniciaram-se assim os estudos relativos à oferta em que estiveram envolvidos os profissionais da empresa: Walter Fontana Filho (Presidente do

Conselho de Administração da Sadia S/A), Eduardo Fontana D'Ávila (Vice -Presidente do Conselho de Administração da Sadia), o acusado L.M, conforme missiva enviada à CVM pelo próprio acusado, datada em 31/07/2006 (fls. 44/45 do apenso procedimento investigatório criminal sob nº 1.34.001.003927/ 007-32). Os dois primeiros profissionais citados exposto tomaram conhecimento do Projeto nesta mesma data, consoante documentos de fls. 391/392 do referido apenso procedimento investigatório criminal encaminhado pelo próprio coacusado ao escritório de advocacia TOZZINI, FREIRE, TEIXEIRA E SILVA. O acusado também tomou conhecimento deste projeto no dia 7 de abril quando este foi indagado pelo magistrado de primeiro grau. Ainda nesta reunião, dita como "encontro informal" pelo próprio acusado, estiveram presentes: Fábio Barbosa (Presidente do Banco ABN Amro S/A) e João Roberto Gonçalves Teixeira (vice -Presidente do Banco). A reunião que foi realizada nas de do Banco ABN na data referida foi o primeiro acontecimento relevante que originou o projeto relativo à oferta pública de ações da Perdigão. Assim, verifico que, não se tratou de um mero "encontro informal", pois estavam presentes profissionais ocupantes de funções de alta relevância das duas empresas que acreditavam "na efetiva viabilidade do projeto", conforme bem ressaltado pelo magistrado de primeiro grau (...) Isto porque, com a mera divulgação ao mercado da possibilidade de ser realizada a oferta pública de aquisição não solicitada de ações da empresa Perdigão conduziria a uma variação na cotação dos valores mobiliários da sobredita empresa. Isto, por sinal, influenciaria na decisão do investidor de comprar, e, posteriormente vender as ações da empresa Perdigão, sendo que a hipótese foi confirmada pelo depoimento da testemunha J.T (...)

Data do Voto: 04 de fevereiro de 2013

RECURSOS

Recorrente: Luiz Gonzaga Murat Filho

Recurso: RECURSO ESPECIAL Nº 1.569.171 - SP (2014/0106791-6).

Trechos sobre fato relevante: Ater-me-ei ao exame do elemento normativo do tipo, por ser este o objeto principal da irresignação recursal, sendo necessário, para tanto, explorar o conceito jurídico-econômico de "informação privilegiada," sobretudo as normas regulamentares da Comissão de Valores Mobiliários – CVM –, a Lei de Sociedades Anônimas (Lei n. 6.404/1976), bem como a doutrina pátria. Cumpre esclarecer que as "informações" apenas terão relevância para esfera penal, especificamente para a configuração do crime do art. 27-D da Lei n. 6.385/1976, se a sua utilização ocorrer antes de serem divulgadas no mercado de capitais. Isso porque os fatos com potencial de influência sobre as decisões dos investidores devem ser comunicados publicamente, conforme determinam os arts. 3º e 6º, parágrafo único, da Instrução Normativa n. 358/2002 da Comissão de Valores Mobiliários. Da leitura dos referidos comandos normativos, conclui-se que, quando o insider detiver informações relevantes sobre sua companhia deverá informá-las ao mercado tão logo seja possível (art. 3º da Instrução Normativa n. 358/2002 da CVM e 157, § 4º, da Lei n. 6.404/1976), ou, no caso em que não puder fazê-lo, por entender que sua revelação colocará em risco interesse da empresa (art. 6º da Instrução Normativa), deverá abster-se de negociar com os valores mobiliários referentes às informações privilegiadas, enquanto não forem divulgadas. Com efeito, "para a caracterização do delito, o agente deve utilizar a informação privilegiada, negociando, em seu nome ou no de terceiros, com valores mobiliários, sendo que esta informação de que se vale o insider deve ser relevante e capaz de propiciar vantagem indevida, para si ou para outrem. Desde logo se anteveem dois elementos normativos do tipo; a relevância da informação e a posterior negociação com valores mobiliários" (CASTELLAR, João Carlos. Insider Trading e os novos crimes corporativos, Rio de Janeiro: Editora Lúmen Júris, 2008. P. 109). Conforme anotou o acórdão recorrido, em termos gerais, podemos encontrar a definição de "informação relevante" no art. 155, § 1º, da Lei n. 6.404/1976, bem como no art. 2º da Instrução n. 358/2002 da CVM, que dispõem respectivamente (...). João Carlos Castellar, citando Costa Pinto, aduz que, "além desse critério de índole normativa, a informação 'deve ter em relação à realidade que descreve um mínimo de materialidade ou objetividade ou, noutros termos, a consciência mínima para permitir a sua utilização por um investidor médio', ou seja, a informação deve estar dotada de potencialidade para 'influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia, como prevê o artigo 157, § 4º, da Lei n. 6.404/1976". Continua o ilustre doutrinador: "[...] para que se possa fazer um juízo de prognose relativamente à idoneidade da informação, este autor sugere que se faça uma comparação: 'se a informação quando publicada fosse, num juízo de previsibilidade reportado ao momento

ex ante da operação, suscetível de gerar apetência pela compra ou venda de ativos, informação revelava idoneidade para influenciar a evolução da cotação. Se as alterações que poderia induzir fossem sensíveis, será informação privilegiada" (CASTELLAR, João Carlos. Insider Trading e os novos crimes corporativos, Rio de Janeiro: Editora Lúmen Júris, 2008, p. 112/113). Assim, pode-se dizer que informação relevante é aquela que: "a) não foi tornada pública; b) é capaz de influir de modo ponderável na cotação de títulos ou valores mobiliários (price sensitive); c) seja precisa ou concreta (Leite:108). A informação tanto pode dizer respeito aos títulos, à companhia emissora especificamente ou a um determinado seguimento econômico (Barja Quiroga:1043-1044)" (BALTAZAR JUNIOR, José Paulo, Crimes Federais, São Paulo, Editora Saraiva, 2015, 10ª ed., p. 572). Voltando ao caso em concreto, não há controvérsia quanto às datas em que as operações ocorreram e nem quanto ao fato de que o acusado participou das discussões e tratativas visando à elaboração da oferta pública de aquisição de ações da Perdigão S.A., obtendo, na reunião do dia 7 de abril de 2006, informações confidenciais de sua companhia – Sadia S.A. – as quais, no exercício de sua profissão, tinha o dever de manter em sigilo. Tanto é verdade que, no desenrolar das negociações, conforme ressaltou a Corte de origem, "houve preocupação dos participantes daquela reunião de que não fosse divulgado ao mercado o projeto de oferta pública de aquisição das ações da Perdigão, ou seja, o processo foi tratado por absoluto sigilo pelos próprios profissionais, conforme podemos observar pelo depoimento de Fábio Barbosa que disse no bojo do procedimento investigatório criminal: 'para fins de confidencialidade, internamente, as empresas foram denominadas de 'blue' (Sadia) e 'red' (Perdigão)' (fl. 328 do referido apenso do procedimento investigatório criminal). Tendo, inclusive, o próprio acusado Luiz Murat se preocupado em não divulgar o teor da negociação aos seus subalternos" (fls. 1.750/1.751). Diante desse contexto, concluiu o Juiz sentenciante que "dúvida não há de que uma potencial oferta pública, por parte da SADIA S.A., de aquisição das ações da PERDIGÃO S.A., é considerada uma informação relevante, isto é, teria aptidão para influenciar de forma ponderável as decisões de investimento e, por conseguinte, a cotação dos ativos da PERDIGÃO S.A." (fl. 1.176). Acrescentou, ainda, o Juiz singular que, "no âmbito da verificação da prática de insider trading, a mera expectativa de realização de um negócio jurídico de vulto deve ser já considerada um fato relevante. Deve-se exigir uma postura rígida por parte dos dirigentes da companhia. A vedação ao insider trading traduz um dever de lealdade, especialmente dos administradores, em relação à companhia. A partir do momento em que se tem notícia de algum ato ou fato que, ainda que sujeito a diversos condicionantes, possa vir a ser considerado relevante, deve o administrador, ou equiparado se abster de negociar os valores mobiliários que possam ter seus preços afetados" (fl. 1.176). Assim, forçoso reconhecer que a conduta do recorrente se subsume à norma prevista no art. 27-D da Lei n. 6.385/1976, que foi editada justamente para assegurar a todos os investidores o direito à equidade da informação, condição inerente à garantia de confiabilidade do mercado de capitais, sem a qual ele perde a sua essência, notadamente a de atrair recursos para as grandes companhias.

Data: 03 de fevereiro de 2016

Resultado: voto no sentido de reconhecer a prescrição da pretensão punitiva em relação ao recorrente ROMANO ANCELMO FONTANA FILHO e deu parcial provimento ao recurso de LUIZ GONZAGA MURAT JUNIOR, tão somente para afastar da condenação a imposição de valor mínimo para a reparação a título de danos morais coletivos (art. 387, IV, do CPP), nos termos do parecer do Ministério Público Federal

Trânsito em julgado, se houver: 2016

Formulário para extração de dados dos casos criminais de *insider trading*

Caso 2

Análise de conteúdo

Processo nº	0009474-42.2009.4.036181
Páginas	51
Caso da pesquisa nº	2

Síntese: nos meses de junho e julho de 2002, período que antecedeu a publicação de fato relevante, ocorrido em 15.08.2002, foram adquiridas ações das sociedades anônimas Randon Participações S.A e Fras-Le S.A. pelos acusados R.A.R.; A.R.; A.M.S.; E. T.; N.T.R.; D.R.R, o que lhes proporcionou a obtenção de vantagem indevida, nos termos do artigo 27-D da Lei nº 6.385/76 c/c o artigo 29 do Código Penal.

1. INÍCIO DAS INVESTIGAÇÕES	
Origem das investigações: comunicação dos fatos ao Ministério Público Federal, após o julgamento do procedimento administrativo 22/2004 da Comissão de Valores Mobiliários	
Se teve acesso ao inquérito policial: (X) sim () não Nos autos do processo somente constam replicações do decidido na esfera ADM	Data início das investigações: 2002/2004
Sujeitos indiciados: R.A.R.; A.R.; A.M.S.; E. T.; N.T.R.; D.R.R.;	
Trâmite na Delegacia: Delegacia da Polícia Federal em Caxias do Sul	Nº do processo na CVM: 22/2004
Resultado do Processo na CVM: multa para todos os acusados que figuram como acusados na ação penal.	
2. ATOS PROCESSUAIS	
Oferecimento da denúncia: 04 de maio de 2009. Procuradora – LUCIANA GUARNIERI	Recebimento da denúncia: 28 de janeiro de 2010
Trechos no OD sobre Fato Relevante: na verdade, não menciona. Sendo colocado somente assim: “(...) Essas negociações ocorreram em pregões que antecederam a divulgação do fato relevante, divulgado pela empresa em 15/08/2002, comunicando a sua associação com a empresa Meritor Heavy Vehicle Systems, LLC, integrante do grupo Norte-Americano ArvinMeritor, INC, por meio da venda de parcela expressiva de participação societária detida na controlada Suspensys Sistemas Automotivos Ltda, motivo pelo qual foram todos multados por violação do art.155, §1º da Lei 6.404/76, e 13 <i>caput</i> , da instrução 358/02 da C.V.M” (...) A materialidade delitiva restou comprovada através do Processo Administrativo Sancionador	Trechos no RD sobre Fato Relevante: na verdade, não menciona. Sendo colocado somente assim: (...) Consoante apurado no procedimento administrativo nº 22/2004 da Comissão de Valores Mobiliários (Apenso I), os denunciados RAUL ANSELMO RANDON, ALEXANDRE RANDON ASTOR MILTON SCHMITT e ERINO TONON, na qualidade de administradores da Randon Participações S.A e da Fras-Le S.A., realizaram transações financeiras com títulos mobiliários (ações) valendo-se das informações privilegiadas, ainda não divulgadas ao mercado, que detinham em razão dos cargos ocupados, o que lhes proporcionou a obtenção de vantagem indevida. Foram multados pela CVM, em razão de tais fatos, por violação aos artigos 155, §1º, da Lei nº 6.404/76, e art.13, <i>caput</i> , da Instrução CVM nº 358/02.

22/2004, instaurado pela Comissão de Valores Mobiliários – CVM (apensos I e II).	
Juízo: 6ª Vara Federal Criminal da Subseção Judiciária de São Paulo	
Documentação utilizada pela acusação: procedimento administrativo 22/2004 da Comissão de Valores Mobiliários; Relatório de Inspeção CVM/SFI/GFE-6/Nº 002/04	
Meios de prova: procedimento administrativo 22/2004 da Comissão de Valores Mobiliários	
Menção específica à CVM ou utilização de dados da autarquia: (...) consoante apurado no procedimento administrativo nº 22/2004 da Comissão de Valores Mobiliários (Apenso I)	
Memoriais da acusação*/ Trechos sobre Fato Relevante: (verificar se é o mesmo promotor do OD) - não se aplica porque houve declínio de competência e também houve a transação penal.	
Documentação utilizada pela acusação nos memoriais: a pesquisa não pode verificar a informação.	
3. SENTENÇA	
Trechos sobre Fato Relevante: a pesquisa não pode verificar a informação.	
Data: a pesquisa não pode verificar a informação.	
Provas utilizadas/mencionadas na sentença: a pesquisa não pode verificar a informação.	
4. RECURSOS	
Recorrente: a pesquisa não pode verificar a informação.	
Recurso a pesquisa não pode verificar a informação.	
Resultado: a pesquisa não pode verificar a informação.	
Data do Voto: a pesquisa não pode verificar a informação.	
Trânsito em julgado, se houver: a pesquisa não pode verificar a informação.	
Data: - a pesquisa não pode verificar a informação.	

Formulário para extração de dados dos casos criminais de *insider trading*
Caso 3
Análise de conteúdo

Processo nº	REsp 1874356/RS (2020/0112230-3) Ação Penal nº 067096.18.2012.4.04.7100/RS
Páginas	8.459
Caso da pesquisa nº	3. “Caso Mundial”

Síntese: o Caso Mundial, é fruto de uma denúncia anônima para a Bolsa de Valores, depois disso, um ofício da BOVESPA formalizando o início das investigações com a atuação da CVM. O teor da denúncia anônima foi no sentido de que as ações da MUNDIAL S/A passaram a apresentar, a partir de abril de 2011, sem razão aparente, um expressivo crescimento no volume e valor das negociações realizadas na Bolsa de Valores de São Paulo. Assim, conforme consta dos autos, identificou-se, principalmente nos primeiros sete meses do ano de 2011, uma sobrevalorização das ações da empresa MUNDIAL S/A, as quais alcançaram seu valor máximo na data de 19/07/2011, apresentando um movimento atípico e muito distinto em relação ao movimento do índice Bovespa.

1. INÍCIO DAS INVESTIGAÇÕES	
Origem das investigações: Denúncia com base no Inquérito policial n.º 08XX/2011. A investigação policial iniciou-se tendo por base notícias publicadas na imprensa nacional e comunicação oficial da CVM à Autoridade Policial	
Se teve acesso ao inquérito policial: (X) sim () não	Data início das investigações: O inquérito começou em 10 de agosto de 2011. Esse processo começou com uma denúncia anônima, depois disso, um ofício da BOVESPA e depois atuação da CVM.
Sujeitos indiciados: R.F; M.L.C; P.B.C; P.B.M; R.F; G.A.W.T; D.B.B; M.B.T; J.H.J; E.V.H; (pessoas físicas)	
Trâmite na Delegacia: DRCOR – Delegacia de Repressão a crimes financeiros – SÃO PAULO	Nº do processo na CVM: Processo Administrativo Sancionador CVM RJ nº 2012/11002
Resultado do Processo na CVM: absolvição da acusação de uso indevido de informação privilegiada, em suposta infração ao art. 155, §4º, da Lei nº 6.404/76, c/c o art. 13, §1º, da Instrução CVM nº 358/2002.	
2. ATOS PROCESSUAIS	
Oferecimento da denúncia: Porto Alegre, 30 de novembro de 2012	Recebimento da denúncia: Porto Alegre, 14 de dezembro de 2012
Trechos no OD sobre Fato Relevante: “anunciando um negócio envolvendo a alienação de um terreno de sua propriedade, que diminuiria em R\$ 30 milhões sua dívida com o Estado do Rio Grande do Sul.”	Trechos no RD sobre Fato Relevante: “teria utilizado informações relevantes ainda não divulgadas ao mercado, capazes de propiciar, para si e para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiros, com valores mobiliários”

Juízo: 1ª Vara Federal Criminal SFN da Subseção Judiciária de Porto Alegre, Seção Judiciária do Rio Grande do Sul.
Documentação utilizada pela acusação:
Meios de prova:
Menção específica à CVM ou utilização de dados da autarquia: 56 vezes só na denúncia: comunicação oficial da CVM à Autoridade Policial Processo Administrativo Sancionador CVM RJ nº 2012/11002 Relatório de Análise Preliminar da CVM Termo de Acusação Formal da CVM
Depoimentos constantes no processo/ trechos sobre Fato Relevante: não se teve acesso
Memoriais da acusação*/ Trechos sobre Fato Relevante: não é o mesmo promotor. Os trechos dos memoriais do MP que mencionam fato relevante (4 vezes) são menções à denúncia.
Documentação utilizada pela acusação nos memoriais: depoimentos das testemunhas
3. SENTENÇA
Trechos sobre Fato Relevante: sentença começa a tratar de insider na pág. 84. Balanco da MUNDIAL S/A. relativo ao terceiro trimestre de 2010. Notícia acerca da redução de dívidas fiscais. (...) O conteúdo do e-mail deixa claro que FERRI detinha conhecimento sobre informações financeiras da MUNDIAL S/A., tais como previsões de faturamento, EBITDA e venda de terrenos para o ano de 2011, os quais não eram de conhecimento do mercado, uma vez que FERRI solicitava, justamente, que fossem divulgadas, para que as ações se valorizassem e alcançassem maior liquidez. (...) Por fim, as defesas alegam que o delito de "insider trading" exige, para sua configuração, que a informação repassada seja certa, precisa, o que não era o caso. Ocorre que a informação não necessariamente precisa ser exata para que seja utilizada em negociação no mercado com valores mobiliários. Basta que gere expectativas em um sentido positivo ou negativo. No caso dos autos, embora não tenha sido exata, era concreta e precisa quanto à redução do endividamento da Companhia, como exposto, tendo desencadeado o movimento de FERRI no sentido de efetuar aquisições no mercado a termo, elevando a sua posição comprada.
Penas aplicadas: R.F - prática do crime previsto no Art. 27-D da Lei 6.385/76 (uso de informação privilegiada), à pena privativa de liberdade de 1 (um) ano e 3 (três) meses de reclusão, e à pena de multa de 31 (trinta e um) dias-multa, arbitrando o valor do dia-multa em 15 (quinze) salários-mínimos vigentes à época do fato (dezembro de 2010) M.C - prática do crime previsto no Art. 27-D da Lei 6.385/76 (uso de informação privilegiada), à pena privativa de liberdade de 1 (um) ano e 3 (três) meses de reclusão, e à pena de multa de 31 (trinta e um) dias-multa, arbitrando o valor do dia-multa em 15 (quinze) salários-mínimos vigentes à época do fato (dezembro de 2010)
Data: 07/11/2016
Provas utilizadas/mencionadas na sentença: (...) materialidade delitiva encontra-se demonstrada pelos seguintes elementos: - Relatório de Análise da Polícia Federal sobre informações encaminhadas pela Comissão de Valores Mobiliários - CVM, e anexos (e. 1, INQ3, fls. 128/189); - Informação nº 327/2011 - GRFIN/DRCOR/SR/DPF/RS (e. 1, INQ3, fls. 287/291);

<p>- Relatório de Análise da Polícia Federal sobre dados obtidos na internet, e anexos (e. 1, INQ4, fls. 136/203);</p> <p>- Laudo de Perícia Criminal Federal (Informática) nº 199/2011 - SETEC/SR/DPF/RS (e. 1, INQ4, fls. 205/207, e IPL, fl. 461);</p> <p>- Laudo de Perícia Criminal Federal (Informática) nº 171/2012 - SETEC/SR/DPF/RS (e. 1, INQ4, fls. 208/231);</p> <p>Relatório de Inteligência Policial nº 001/2012</p> <p>- Relatório de Inteligência Policial nº 003/2012</p>
4. RECURSOS
Recorrente: R.F e M.C
Recurso: Apelação
Resultado: Reforma da sentença. (i) No tocante ao crime de <i>insider trading</i> (art. 27-D da Lei 6385/76), a partir da análise da sentença e dos argumentos defensivos, reputo que o conjunto de evidências produzido nos autos não é suficiente para manter a condenação dos réus. (fls.2)
Os elementos probatórios constantes do feito e utilizados pela acusação e pela sentença não se prestam a demonstrar que havia uma informação relevante relacionada à empresa Mundial S/A pendente de divulgação, uma vez que os dados constantes nos e-mails e diálogos que orientaram a condenação dos recorrentes ou são demasiadamente genéricos, ou não possuíram mínima correlação necessária com os fatos que se confirmaram posteriormente na realidade da empresa, ainda que sob a tarja de mera expectativa; ou, ainda, não se consolidaram como informações obtidas com o acesso privilegiado, vez que eram de conhecimento público ou eram compartilhadas com outros acionistas da Companhia. (fls.2) Também não reputei comprovada, exposto de dúvida razoável, a relação de proximidade entre MICHAEL LENN CEITLIN e RAFAEL FERRI, já que os poucos contatos havidos entre ambos não revelaram indicativos da existência de uma ligação mais estreita, tampouco denotaram qualquer ajuste destinado à consecução do fim criminoso. Não há prova de que se comunicavam por telefone. Não foram noticiadas reuniões frequentes e os e-mails constantes nos autos são de teor conciso e conteúdo sumário, sem qualquer sinal de intimidade ou de acordo de vontades entre os réus. Assim, não há evidências concretas de que FERRI e CEITLIN atuaram em colusão, para, através do uso de informação privilegiada, realizar operações no mercado mobiliário, para a obtenção de vantagem ilícita.
Data do Voto: 17/12/2019
Trânsito em julgado, se houver: a pesquisa não pode verificar a informação.
Data: -

Formulário para extração de dados dos casos criminais de *insider trading*
Caso 5
Análise de conteúdo

Processo nº	1.34.001.005225/2015-01
Páginas	91
Caso da pesquisa nº	5

Síntese: o Caso 5 tem como arcabouço fático as acusações de que o Diretor de relação com investidores da empresa LOG-IN LOGÍSTICA INTERMODAL S/A, em 28 de novembro de 2011 adquiriu 25.000 (vinte e cinco mil) ações da LOG-in, no valor de R\$104.169,00 (cento e quatro mil, cento e sessenta e nove), e em 01 de dezembro de 2011 adquiriu 20.000 (vinte mil) ações da mesma Companhia, no valor de R\$81.001,00 (oitenta e um mil e um) perante a BM&Bovespa, na posse de informação referente ao pedido de prorrogação do contrato de arrendamento firmado entre a controlada da LOG-in, a empresa TVV, e a Companhia Docas do Estado do Espírito Santo – CODESA, autoridade portuária local, o que só veio a ser divulgado, em 09.12.2014, na qualidade de “Fato Relevante”.

1. INÍCIO DAS INVESTIGAÇÕES	
Origem das investigações: Notícia de Fato nº 1.34.001.005225/2015-01	
Se teve acesso ao inquérito policial: (X) sim () não	Data início das investigações: 2014
Sujeitos indiciados: V.J.L	
Trâmite na Delegacia: a pesquisa não pode verificar a informação	Nº do processo na CVM: RJ-2015-3974
Resultado do Processo na CVM: a pesquisa não pode verificar a informação	
2. ATOS PROCESSUAIS	
Oferecimento da denúncia: 18 de dezembro de 2015	Recebimento da denúncia: 04 de fevereiro de 2016
Trechos no OD sobre Fato Relevante: (...) Em 09.12.2014 foi divulgado o fato relevante (...) VITAL aproveitando-se do conhecimento que tinha sobre as informações relevantes, obteve vantagem indevida ao adquirir valores mobiliários antes do fato ser divulgado (...) através de Fato Relevante comunicando a prorrogação antecipada de contrato de arrendamento do TVV – Terminal de Vila Velha”. (...) Em face do exposto, o Ministério Público Federal denuncia VITAL JORGE LOPES pela prática do delito previsto no art. 27-D da Lei 6.385/76 c/c art.71 do Código Penal. - Procurador da República: ANDERSON VAGNER GOIS DOS SANTOS	Trechos no RD sobre Fato Relevante: (...) A materialidade está demonstrada no procedimento administrativo sancionador CVM nº RJ2015/3974, notadamente no termo de acusação (...). Em decisão fundamentada, a CVM entendeu que ao adquirir ações de emissão da companhia LOG-IN LOGÍSTICA INTERNACIONAL S/A antes da divulgação de fato relevante, consistente no pedido de prorrogação antecipada do contrato de arrendamento da Terminal Vila Velha, VITAL teria infringido o artigo 155 §1º, da Lei nº 6.404/76 c.c artigo 13, caput da ICVM 358/02, o que ensejaria nas penalidades previstas na Lei nº 6385/76.

Juízo: 10ª Vara Federal Crimina de São Paulo	
Documentação utilizada pela acusação: “(...) narrativa dos fatos que compõem a presente acusação pública está embasada no seguinte conjunto de indícios de autoria e materialidade delitivas presentes na Notícia de Fato nº 1.34.001.005225/2015-01”	
Meios de prova: não foram especificados	
Menção específica à CVM ou utilização de dados da autarquia: Sim.	
Memoriais da acusação*/ Trechos sobre Fato Relevante:	
Procurador ANDERSON VAGNER GOIS DOS SANTOS	
SENTENÇA	
<p>Trechos sobre Fato Relevante: (...) na posse de informação referente ao pedido de prorrogação do contrato de arrendamento firmado entre a controlada da LOG-in, a empresa TVV e a Companhia Docas do Estado do Espírito Santo (...) “não há dúvidas de que o acusado comprou ações ordinárias emitidas pela LOG-in LOGÍSTICA INTERMODAL S/A, nos dias 28.11 e 1.12.14, e que a empresa divulgou, no dia 9.12.2014, fato relevante consistente no “pedido de prorrogação antecipada do contrato de arrendamento do TVV. Diversos elementos dos autos apontam, no entanto, que não houve a prática de conduta delitiva. A primeira consideração reside na análise do alegado fato releva. A prova nos autos não permite afirmar, com juízo de certeza exigido para a condenação penal, que o acusado tivesse ciência, por ocasião da compra das ações, de que o protocolo “de pedido de prorrogação antecipada do contrato de arrendamento do TVV, tinha a natureza de fato relevante. O documento a fls. 203 do arquivo RJ2015-3974” da mídia a fls. 218 aponta que o acusado recebeu correspondência eletrônica de Felipe Gurgel, com comunicação do protocolo do pedido de renovação antecipada do contrato de arrendamento do TVV (...) a divulgação do fato como relevante ocorreu no dia seguinte, em 09.12.2014. Vê-se que o próprio acusado inquiriu Gustavo Freitas sobre a possível natureza de fato relevante do protocolo do pedido de prorrogação antecipada do contrato de arrendamento. A leitura do texto normativo (ORA CITA A ICVM 358/02) que trata de fatos relevantes aponta que é razoável supor que houvesse dúvidas sobre a efetiva natureza do fato relevante do mero pedido de prorrogação antecipada do contrato, notadamente porque, conforme relatado pelas testemunhas, tratava-se de pedido não vinculante para a empresa e tampouco havia certeza de aceitação pelo órgão regulador. O procedimento administrativo da CVM não traz qualquer avaliação sobre a efetiva natureza de fato relevante do evento objeto destes autos, que foi assim considerado porque a empresa assim declarou, conforme narrado pela testemunha Dov Rawet: “a própria companhia decidiu divulgar isso como um fato relevante. E esse juízo, isso consta em diversos precedentes da CVM, o juízo de valor se a informação é relevante ou não cabe primeiramente à companhia. Ela que tem condições de avaliar se aquela informação é relevante ou não, e a forma como ela deve ser divulgada. Uma vez a companhia divulgou como fato relevante, adquirir é um fato relevante. O conceito de fato relevante vem definido no artigo 2º, d a Resolução CVM 358, de 2002, <i>in verbis</i>: (...). O texto normativo (parágrafo único) traz a relação exemplificativa de atos ou fatos potencialmente relevantes e não me parece que quaisquer dos exemplos incluam o fato discutido nestes autos, razão pela qual não me parece razoável impor ao acusado que tivesse o dever de saber, por ocasião da compra das ações, que o fato seria considerado relevante. Além disso, os documentos apontam que o acusado não participou dos últimos eventos em que supostamente foram discutidas as últimas pendências para que o pedido de prorrogação estivesse em termo para protocolo. Outros detalhes relativos à compra das ações reforçam a conclusão de que a compra ocorreu quando o acusado não</p>	

sabia que o pedido de prorrogação antecipada seria feito alguns dias depois, e tampouco que seria divulgado como fato relevante da companhia. A empresa apresentou a cronologia detalhada dos eventos relacionados que culminaram na divulgação do fato relevante em questão. Vê-se que foram realizadas **21 reuniões**, internas e externas, entre 19.05.2014 e 21.11.2014 (fls. 20-21). O Diretor de Planejamento e Desenvolvimento da empresa, Gustavo Freitas, subscreveu documento em que consigna que a decisão de protocolar o pedido de prorrogação do contrato de arrendamento foi tomada no dia **03/12/2014** e que o acusado não participou de reunião realizada no dia 21/12/2014, na qual foram discutidas possíveis adequações ao projeto preliminar em decorrência de documentários feitos sobre o projeto pelos representantes da Secretaria Especial dos Portos e Agência Nacional de Transportes Aquaviários, nas reuniões ocorridas em 18/12/2014 em referidos órgãos públicos. Consigno, nesse ponto, que o bilhete aéreo que instrui os autos indica que o acusado provavelmente não se encontrava no território nacional entre **1º e 7 de dezembro de 2014**, o que reforça a conclusão de que não estava ciente da finalização dos trâmites que viabilizaram o protocolo do pedido de prorrogação antecipada do contrato de concessão (fls.191-195). Por fim, a análise do histórico de transações de compra/venda de ações da LOG-IN pelo acusado também reforça a conclusão de que não houve prática de *insider trading*. A despeito de não se exigir que o autor do delito obtenha lucro com a conduta, o contexto fático deve indicar ao menos a possibilidade de que o autor pretendia obter vantagem com a prática da conduta. Veja-se que o tipo penal prevê expressamente que a informação relevante utilizada deve ser capaz de propiciar vantagem indevida, razão pela qual há de se vislumbrar ao menos a possibilidade de que algum agente do mercado achasse possível a obtenção de lucro com a transação realizada. O elemento incerteza é característico das negociações no mercado de ações, mas não me parece que não há como reconhecer a prática de *insider trading* se as transações realizadas ostentam a natureza de atos normais de compra/venda de ações, sem qualquer indicativo de que havia intenção de obter lucro em razão da posição privilegiada de ciência prévia de fato relevante divulgado depois da compra/venda das ações. O documento a fls. 181-189 evidencia que o acusado adquire habitualmente ações da LOG-IN, não havendo qualquer registro de venda das ações adquiridas. O histórico indica a posição de investidor de longo prazo, o que foi confirmado pela testemunha Antônia Lucinete de Oliveira, operada de valores que realiza as compras de ações a pedido do acusado (fls.312,315). Além disso, não houve prova de que algum agente que atue no mercado de ações vislumbrasse a possibilidade de que o fato relevante pudesse implicar em valorização das ações. Faço menção a isso porque o delito de *insider* exige a existência de elementos que apontem ao menos a possibilidade de que o **autor esperasse obter vantagem com a conduta**, o que não parece ser o caso destes autos. Além de efetivamente ter havido queda do preço das ações e o acusado possuir histórico habitual de aquisição de ações da empresa, a testemunha Gustavo Quaresma Freitas, que atuou como diretor financeiro da LOG-IN, responsável técnico pela área de relações com investidores, afirmou que se esperava que houvesse queda no preço das ações com a divulgação do protocolo do pedido de prorrogação antecipada do contrato. Assim, os documentos e a prova oral evidenciam que as condutas de compras de ações descritas na denúncia não caracterizam a prática do delito previsto de *insider trading*, pois tudo indica que o acusado, por ocasião da compra das ações, não tinha ciência de que nos dias subsequentes seriam encerradas as pendências para viabilizar o protocolo do pedido de prorrogação do contrato e não sabia que o pedido do protocolo seria qualificado como fato relevante pela companhia. Ainda que tivesse ciência do iminente protocolo do pedido de prorrogação, tudo aponta que o acusado não comprou as ações esperando que pudesse obter vantagem pela ciência de tal informação, mas sim dentro da prática habitual de aquisição das ações da companhia como investimento de longo prazo.

Data: 19 de dezembro de 2016

Provas utilizadas/mencionadas na sentença: a) Notícia de fato - NF nº 1.34.001.005225/2015-01, instruída pelo Processo Administrativo aberto pela Comissão de Valores Mobiliários RJ -2015-3974 (fls. 10/58); b) cópia digitalizada do PAS CVM RJ-2015/3974 com novos andamentos no procedimento administrativo (fls. 217/218); c) operação de compra de ações da LOG-IN Logística Intermodal S/A pelo réu em 28.11.2014 (25.000 ações) no valor de R\$104.169,00 e em 01.12.2014 (20.000 ações) da mesma

<p>companhia no valor de R\$81.001,00 na BM&FBovespa (fl. 12); d) "Comunicado de Fato Relevante", em 09.12.2014, sobre o protocolo em 08.12.2014 junto à SEP (Secretaria de Portos da Presidência da República) do pedido de prorrogação antecipada do contrato de arrendamento do TVV - Terminal de Vila Velha (fls. 13/14).</p>
<p>Resultado: Absolvição</p>
<p>3. RECURSOS</p>
<p>Recorrente: Ministério Público Federal</p>
<p>Recurso: TRF3 - AP. CRIM. 70824-0000143-89-2016.4.03.6181. Rel. Des. Fed. Paulo Fontes.</p>
<p>Resultado: Absolvição mantida.</p>
<p>Fundamentos: (...) A dúvida ora deve beneficiar o réu. Com efeito, não se sabe exatamente o teor das tratativas anteriores, se seriam de molde a propiciar a informação de que o contrato seria objeto de pedido de prorrogação. Deve-se levar em conta, ainda, que o réu alega ter estado ausente da reunião de 21/11/2014, o que não foi contraditado pela acusação. Outros aspectos devem ser levados em conta em favor do réu. O primeiro deles é o <i>blackout</i>, prazo estabelecido pela própria companhia em que seus diretores ficam impedidos de negociar ações. Foi estabelecido o <i>blackout</i> durante as negociações entabuladas a partir de maio, mas este foi encerrado pela empresa no dia anterior à primeira compra de ações pelo réu, em 27/11/2014. O levantamento da proibição, ainda que disciplina interna da companhia, pode levar à conclusão de que o acusado agia de boa-fé. Outro aspecto a ser considerado é que, comunicado sobre o pedido de prorrogação em 08/12/2014, o próprio acusado sugeriu, conforme os e-mails transcritos na douta sentença, que a empresa fizesse o comunicado de "fato relevante". Também este ato pode denotar a boa-fé do agente, pois a formalização do fato relevante teria o condão de macular as compras por ele realizadas em datas próximas, inferência que seria plenamente factível para um profissional habituado ao mercado de ações e mesmo aos controles exercidos pela CVM. Por fim, a instrução demonstrou que o acusado realizava compras anuais de ações de companhia, assim como outros diretores, como Gustavo Freitas, também ouvido, o que acaba por indicar que as compras acoimadas de delituosas podem ter consistido na prática usual do agente, não revelando o intuito de obter vantagem indevida, como requer o tipo penal. Sendo assim, reconheço a dúvida que paira sobre a tipificação do crime, notadamente sobre a existência de dolo por parte do réu, razão pela qual NEGO PROVIMENTO à apelação, mantendo íntegro o decreto absolutório.</p>
<p>Data do Voto: 22.01.2018</p>
<p>Trânsito em julgado, se houver: a data indicada foi de 27/03/2018, mas a pesquisa não pode afirmar com certeza.</p>

Formulário para extração de dados dos casos criminais de *insider trading*
Caso 6
Análise de conteúdo

Processo nº	0029174-94.2014.4.02.5101
Páginas	4.527
Caso da pesquisa nº	6

Síntese: o caso versa sobre as acusações em desfavor de E.F.B, objetivando sua condenação nas penas do artigo 27-C e 27-D da Lei nº 6.385/76. Acusando-o, de ter, na condição de acionista controlador da sociedade OGX Petróleo e Gás Participações S/A, manipulado o mercado de valores mobiliários por meio de manobras fraudulentas, envolvendo a celebração de contrato com cláusula "put", por meio do qual se comprometeu a aportar recursos próprios de até 1 bilhão de dólares americanos na Companhia. E, intencionalmente, ter divulgado esse acordo, de forma incompleta, ao mercado de investidores, induzindo os investidores em erro quanto à precificação dos ativos vinculados à Companhia, obtendo vantagem ilícita para si. Além de ter alienado ações de sua propriedade, de emissão da Companhia OGX, nos períodos de 24/05/2013 a 10/06/2013 e de 28/08/2013 a 03/09/2013, e de emissão da sociedade OSX CONSTRUÇÃO NAVAL S/A, no período de 27/08/2013 a 02/09/2013, de posse de informações privilegiadas, ainda não divulgadas ao mercado.

1. INÍCIO DAS INVESTIGAÇÕES	
Origem das investigações: A CVM comunicou ao Ministério Público por meio do Ofício CVM/SGE nº 18º2014, a possível prática de crime apuradas no PAS CVM nºRJ2014/578, tendo sido o ofício instruído com cópia do PARECER nº3/2014/ CGJU-4/PFE-CVM-PGF/AGU e do termo de Acusação da Superintendência de Relações com Empresas.	
Se teve acesso ao inquérito policial: () sim (X) não ILP nº 0025/2014 - 11 - DELEFIN/SR/RJ	Data início das investigações: a pesquisa não pode verificar a informação.
Sujeitos indiciados:	
Trâmite na Delegacia:	Nº do processo na CVM: PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº RJ 2014/0578
Resultado do Processo na CVM:	
2. ATOS PROCESSUAIS	
Oferecimento da denúncia: 11 de setembro de 2014	Recebimento da denúncia: 15 de setembro de 2014
Trechos no OD sobre Fato Relevante: O denunciado EIKE, agindo consciente e voluntariamente, utilizou, por 2 (duas) vezes, informações relevantes, ainda não divulgadas ao mercado, de que tinha conhecimento, propiciando para si vantagem indevida mediante a negociação, em nome próprio, com valores mobiliários (...) O denunciado EIKE omitiu, de forma livre e consciente, as conclusões técnicas e financeiras da empresa Schlumberger Serviços de	Trechos no RD sobre Fato Relevante: Narra a denúncia que o acusado teria se utilizado, por 2 (duas) vezes, de informações relevantes, ainda que não divulgadas ao mercado, de que tinha conhecimento, propiciando para si vantagem indevida mediante a negociação, em próprio, com valores mobiliários.

<p>Petróleo Ltda – contratada pela OGX para a realização de consultoria</p> <p>Procuradores da República: RODRIGO RAMOS POERSO e ORLANDO MONTEIRO E. DA CUNHA.</p> <p>** Houve aditamento à denúncia (página 331), mas o MPF, asseverou que mantinha, em sua integralidade, as imputações lançadas na denúncia original, no tocante aos delitos de uso indevido de informação privilegiada (art. 27-D da Lei 6385/76), mas que discordaria do quanto ali apostado apenas no tocante ao número de infrações penais pretensamente praticadas, tema que, no entanto, se reservou o direito de abordar, com maior profundidade, em momento processual posterior.</p>	<p>** Durante a análise do processo, pode ser percebido que, o foco do processo era, na verdade, o crime de manipulação de mercado.</p>
<p>Juízo: 3.^a Vara Federal Criminal do Rio de Janeiro. Posteriormente, os autos foram redistribuídos à 10.^a Vara Federal Criminal do Rio de Janeiro. O Juízo, então, declarou nulas as decisões proferidas pelo então MM Juiz Federal Titular da 3.^a Vara Federal Criminal do Rio de Janeiro após o termo inicial da reconhecida suspeição, fixado pela Instância Superior – 18/11/2014 -, que atingia a decisão de admissão de assistente prolatada anteriormente, e, entendendo serem ambos os postulantes partes legítimas, deferiu-lhes o pleito de admissão</p>	
<p>Documentação utilizada pela acusação: PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM N° RJ 2014/0578</p>	
<p>Meios de prova: Divulgação de fato relevante pela companhia págs. 2884</p>	
<p>Menção específica à CVM ou utilização de dados da autarquia: a pesquisa não pode verificar a informação.</p>	
<p>Depoimentos constantes no processo/ trechos sobre Fato Relevante: a pesquisa não pode verificar a informação.</p>	
<p>Memoriais da acusação*/ Trechos sobre Fato Relevante: (verificar se é o mesmo promotor do OD) O denunciado EIKE, agindo consciente e voluntariamente, utilizou, por 2 (duas) vezes, informações relevantes, ainda não divulgadas ao mercado, de que tinha conhecimento, propiciando para si vantagem indevida mediante a negociação, em nome próprio, com valores mobiliários (...) O denunciado EIKE omitiu, de forma livre e consciente, as conclusões técnicas e financeiras da empresa Schlumberger Serviços de Petróleo Ltda – contratada pela OGX para a realização de consultoria.</p> <p>Procuradora – Carmen Santana</p>	
<p>Documentação utilizada pela acusação nos memoriais: cópia da decisão proferida pelo Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários CVM nos autos do Processo Administrativo Sancionador PASCVM N° RJ-2014-578</p>	
<p>3. SENTENÇA</p>	
<p>Trechos sobre Fato Relevante: A expressão informação relevante constitui elemento normativo do tipo, é uma norma penal em branco, e por isso depende de complementação, e deve ser aferida no caso concreto. Logo, informação relevante é aquela 1) importante no âmbito da empresa capaz de alterar o valor do título</p>	

mobiliário, 2) sigilosa e não divulgada em tempo hábil ao mercado, e 3) capaz de propiciar a alguém vantagem indevida e usada antes de propalada ao mercado de capitais. No caso sub examine, a informação relevante, relativa ao primeiro período de alienações das ações OGX – 24/04/2013 a 10/06/2013 –, consiste na conclusão técnica e financeira da empresa SCHLUMBERGER SERVIÇOS DE PETRÓLEO LTDA, que consubstanciou a análise empreendida pelo Grupo de Trabalho constituído no âmbito interno da OGX em apresentação dirigida à Diretoria Executivo da empresa em 24/09/2012, bem como no estudo técnico da empresa de engenharia Rameshni & Associates Technology & Engineering (“RATE”), entregue à Companhia em fevereiro de 2013, os quais atestavam a inviabilidade financeira da exploração dos campos Tubarão Tigre, Tubarão Gato e Tubarão Areia. Informação relevante não divulgada ao mercado; ao revés, em março de 2013, a Companhia atestou o oposto, a viabilidade econômica desses campos. No que diz ao segundo período de alienações, entre 28/08/2013 e 03/09/2013 – ações da OGX –, e 27/08/2013 e 02/09/2013 – ações da OSX –, a informação relevante consiste: i) na divulgação do Fato Relevante de 24/09/2012, com anúncio incompleto do acordo celebrado entre Eike Batista e OGX, sem exposição das condições de exigibilidade da obrigação de aporte financeiro pactuada – notadamente a inalteração do plano de negócio da Companhia –, as quais foram divulgadas ao mercado somente em 10/09/2013, com a apresentação da íntegra do instrumento contratual, ou seja, após as alienações em pauta e a pública recusa do acusado Eike Batista em cumprir a avença; ii) e no conhecimento antecipado do acusado de que a obrigação continente da cláusula Put OGX não seria exigível, pois era de seu conhecimento a inviabilidade econômica dos campos Tubarão Tigre, Tubarão Gato e Tubarão Areia desde antes da assinatura da avença, situação que culminou na alteração do plano de negócio da Companhia. Consigno que a informação relevante exposto impactava diretamente a Processo 0029174-94.2014.4.02.5101/RJ, Evento 667, SENT1, cotação das ações, não só da Companhia OGX, como também da sociedade OSX CONSTRUÇÃO NAVAL S/A – controlada pela empresa offshore CENTENNIAL ASSET MINING FUND LLC, constituída nos Estados Unidos/Estado de Nevada, tendo como controlador o acusado Eike Batista –, por ser integrante do mesmo Grupo EBX, fornecedora e uma das principais credoras da OGX, à época, conforme demonstra o estudo da empresa Blackstone (autos 0501583-27.2019.4.02.5101, fls.5091/5135). Ademais, há também como informação relevante não divulgada ao mercado, particularmente em relação as alienações ilícitas das ações da OGX, em cinco momentos indicados especificamente – 28/08/2013, 29/08/2013, 30/08/2013, 02/09/2013, 02/09/2013 e 03/09/2013 –, os estudos empreendidos pela empresa americana Blackstone para promover a reestruturação societária da OGX, o primeiro apresentado à Companhia em 06/08/2013, com projeção de diluição das participações dos acionistas – inclusive do acusado Eike Batista. Com efeito, tais informações relevantes, aos olhos do investidor, impactam negativamente a cotação dos papéis das Companhias, pois que fomenta fundada na crença em diminuída perspectiva de rentabilidade dos empreendimentos. (...) Assim, a diferença entre o preço médio de venda das ações (aproximadamente R\$0,86) e o valor de cotação das ações em 10/09/2013 (R\$0,81), resulta em aproximadamente R\$0,05 – o qual multiplicado pelo número de ações alienadas ilícitas – 29.054.100, totaliza R\$ 1.225.652,00 – montante que correspondente à vantagem indevida obtida pelo ora sentenciado com a prática dos crimes consumados. Destarte, condeno o sentenciado a pena de multa em 3 (três) vezes o valor da vantagem ilícita obtida com os crimes, motivada pelo expressivo ganho ilícito auferido pelo acusado, R\$ 1.225.652,00 (um milhão, duzentos e vinte e cinco mil e seiscentos e cinquenta e dois reais) – aliado ao expressivo número de crimes (seis ao total), em um intervalo diminuto de 6 (seis) dias, correspondente a R\$ 3.676.956,00 (três milhões, seiscentos e setenta e seis mil, novecentos e cinquenta e seis reais e zero centavos) devidamente atualizado, desde a época dos fatos (02/09/2013 – última conduta delitativa) até o efetivo pagamento. Assim sendo, CONSOLIDO e TORNO DEFINITIVA a pena em 6 (seis) anos e 8 (oito) meses de reclusão e multa correspondente a R \$ 408.957.561,00 (quatrocentos e oito milhões, novecentos e cinquenta e sete mil, quinhentos e sessenta e um reais e zero centavos), devidamente atualizado, desde a época dos fatos (conforme exposto) até o efetivo pagamento.

Data: 09 de fevereiro de 2021

Provas utilizadas/mencionadas na sentença:

4. RECURSOS

Recorrente: a pesquisa não pode verificar a informação.

Recurso: a pesquisa não pode verificar a informação.
Resultado: a pesquisa não pode verificar a informação.
Data do Voto: a pesquisa não pode verificar a informação.
Trânsito em julgado, se houver: a pesquisa não pode verificar a informação.
Data: -

Formulário para extração de dados dos casos criminais de *insider trading*
Caso 7
Análise de conteúdo

Processo nº	0006243-26.2017.403.6181
Páginas	31
Caso da pesquisa nº	7

Síntese: o Caso 7 versa sobre a celebração de acordo de colaboração premiada dos acusados W.B e J.B. com a Procuradoria-Geral da República em 03 de maio de 2017, tendo sido homologado pelo Supremo Tribunal Federal em 11 de maio de 2017 e o levantamento do sigilo de referido Acordo ocorreu em 18 de maio de 2017.

Neste acordo de colaboração foram entregues diversas provas à Procuradoria-Geral da República da suposta prática de crimes cometidos, em tese, por inúmeras autoridades da República. As informações e suas respectivas evidências eram de extremo sigilo e importância, e, segundo a denúncia, quando trazidas a público teriam uma inevitável consequência extremamente significativa no mercado financeiro e na sociedade como um todo, sendo esta a própria informação privilegiada. Assim, sabedores dos impactos que tais informações causariam na economia do país, os réus procederam à venda de ações da JBS por sua controladora - FB PARTICIPAÇÕES e a respectiva recompra pela JBS.

5. INÍCIO DAS INVESTIGAÇÕES	
Origem das investigações: a pesquisa não pode verificar a informação	
Se teve acesso ao inquérito policial: () sim (X) não Somente ao relatório final da Delegacia - Inquérito policial no 0120/2017-11 DELECOR/SR/PF/SP	Data início das investigações:
Sujeitos indiciados:	
Trâmite na Delegacia: DELECOR/SR/PF/SP	Nº do processo na CVM: - Relatório nº 2/2017-CVM/SPS/GPS-3 da Comissão de Valores
Relatório Final da DELECOR/SR/PF/SP: “uso de informação privilegiada acarreta sérios entraves ao desenvolvimento do mercado de capitais, desencadeando um sentimento generalizado de desconfiança em todos os que nele atuam e, com isso, ocasionando a diminuição dos investimentos e a dificuldade de ser promovido o desenvolvimento nacional, em detrimento do país e do povo” (...) "Informação relevante" — conceito, dever de sigilo e consequências: neste ponto a esfera penal se socorre de marcos regulatórios não penais. Assim, o conceito e as consequências da "informação relevante" para fins penais pode ser inferido a partir de dois diplomas legislativos principais (...) e Instrução Normativa CVM no 358, de 03 de janeiro de 2002 (...) Como se pode observar, o ponto fundamental para que uma informação possa ser considerada relevante decorre diretamente do seu potencial de impactar o mercado ou seja, de influenciar as decisões sobre alocações de recursos dos participantes do mercado, de influir nos modelos de precificação dos participantes do mercado e os levar a fazer negociações de compra ou venda de valores mobiliários para se adequarem a um novo cenário ou expectativa que a tal informação trouxe à baila.(...) Há, portanto, um dever de sigilo ínsito ao administrador/controlador de companhia aberta e há também a hipótese de sigilo em razão de determinação legal, judicial etc. Esta segunda hipótese é o que ocorre com o conteúdo da colaboração	

premiada negociada pelos controladores e principais diretores do grupo JBS com a Procuradoria Geral da República, seja por uma imposição legal prevista no artigo 7º da Lei 12.850/2013 ('O pedido de homologação do acordo será sigilosamente distribuído...'). seja em razão do "Termo de Confidencialidade" assinado entre o Ministério Público Federal e o advogado dos delatores em 28/03/2017 no qual expressamente constava o dever de "guardar sigilo (...) Quando a "informação relevante" passa a ter efeitos penais? Para completo entendimento é necessário ter firme ancoradouro nas normas já citadas neste relatório, notadamente o artigo 157 da Lei 6.404/76 e o artigo 2º da Instrução Normativa CVM nº 358/2002, que em certo ponto repetem a mesma redação sobre o fato relevante: "que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do ramo de vender ou comprar valores mobiliário?". Com base nestas normas, toda a jurisprudência administrativa da CVM a este respeito não exige a indicação de um marco formal e rígido para assinalar quando uma informação passa a ser considerada "relevante". Isto ocorre basicamente porque o conceito de informação relevante se refere àquela que possa impactar nas negociações do mercado. Desta forma, a informação deve ser caracterizada como relevante quando atingir este grau de causar impacto, não sendo necessária a ocorrência de um termo inicial preciso ou formal. No caso concreto analisado nestes autos, as gravações ambientais realizadas por Joesley com expoentes da política nacional seria suficiente para caracterização de "informação relevante" prevista no crime de uso indevido de informação privilegiada, pois a revelação pública do conteúdo destas gravações era por si só capaz de gerar impacto significativo nas negociações do mercado. Todavia, no presente caso houve ainda mais elementos que apenas as gravações ambientais realizadas por Joesley, os depoimentos dos delatores, as planilhas e comprovantes das propinas pagas, a Ação Controlada com a entrega de malas com dinheiro para membros do Congresso Nacional, mas importa destacar que tudo isso se deu em um procedimento de negociação de colaboração premiada junto à Procuradoria Geral da República. Isto apenas corrobora a relevância destas informações que no conjunto perfazem o conteúdo e o procedimento da colaboração premiada. Então, mesmo que não seja necessário apontar um marco inicial para a caracterização jurídica da informação como "relevante", é importante destacar, no caso concreto, a existência de um documento formal, assinado pelas partes do acordo de delação, representando um compromisso firme no sentido de que as negociações do acordo estão evoluindo e subiram um patamar: saíram das tratativas verbais e passaram à formalidade escrita e compromissada (...) Em outras palavras, no presente caso em análise, a informação não passa a ser "relevante" em razão da assinatura do Termo de Confidencialidade, mas a partir dele não há mais qualquer dúvida de que as informações comidas na colaboração premiada sejam "relevantes" para fins penais. De rigor, a expectativa dos colaboradores de obter os benefícios pleiteados na colaboração premiada não interfere no fato de que as informações por eles detidas tinham um forte potencial de impacto nas negociações de valores mobiliários no mercado. (...) Inicialmente é necessário informar neste relatório sobre o impacto do conteúdo da colaboração premiada junto ao mercado de valores mobiliários. A etapa é fundamental para entender a caracterização do procedimento de colaboração premiada como "informação relevante" para fins do artigo 27-D da Lei 6.385/76. Foi justamente a revelação do conteúdo desta colaboração premiada que afetou o mercado de forma profunda e levantou a suspeita sobre as operações cursadas no mercado por parte de controladores e diretores das empresas do grupo JBS - esta percepção culminou com a instauração de processos administrativos pela CVM e deste inquérito policial pela Polícia Federal. Às 19h30 do dia 17/05/2017 houve divulgação na imprensa a respeito da existência de um acordo de colaboração premiada envolvendo os donos e diretores do grupo (...) JBS que teria informações e elementos de prova do envolvimento direto do então presidente Michel Temer em esquemas de corrupção'. Veja abaixo o início desta matéria na imprensa. (...) Esta matéria jornalística informou a respeito da colaboração premiada entre os controladores e principais diretores do grupo JBS e a Procuradoria Geral da República, das gravações ambientais realizadas por Joesley Mendonça Batista, um dos controladores do grupo JBS, com o presidente Michel Temer (PMDB), com o Senador Aécio Neves (PSDBMG) e com o Deputado Federal Rodrigo Rocha Loures (PMDB-PR), e das Ações Controladas (sete no total, realizadas em abril de 2017), por meio das quais foram filmadas as entregas de malas de dinheiro por representante da JBS com a finalidade de pagamento de propinas (total de R\$ 3 milhões) (...) Imediatamente após esta notícia divulgada na internet houve divulgação em canal aberto de TV, do mesmo grupo empresarial do site de notícias, repassando a informação em edição especial de "plantão" do telejornal de maior audiência no país. Em pouco tempo a

informação ganhou abrangência em quase toda a mídia brasileira, alcançando também a mídia internacional. O impacto no mercado foi imediato. O mercado de valores mobiliários brasileiro já tinha encerrado as atividades naquele dia e horário, mas o mercado estendido da Bolsa de Nova York/EUA ainda estava em operação - o índice ECX/Z., que reproduz uma cesta de recibos de ações brasileiros negociadas naquele mercado norte americano, chegou a desabar aproximadamente 10% imediatamente após a divulgação da notícia na imprensa brasileira. (...) O laudo pericial de fls. 108/132 deixa evidente este impacto em seu item III 2.3 (fls. 116/119), demonstrando a mudança abrupta de rumo para as ações da JBS S/A (JBSS3), Petrobrás Pn, dólar comercial e índices EWZ e Ibovespa Registra-se que o perito criminal analisou as variáveis: taxa de câmbio US\$/real e Ibovespa no período de 01.01.17 a 01.06.17. Este exame evidenciou que "o índice Bota progredia, até o dia 17/05, com possibilidade de romper barreira de alta de mais de cinco anos enquanto o dólar, inversamente, negociado perto de mínimas dos últimos dois anos, ratificando a correlação negativa entre ambos. No entanto, devido a notícias vazadas pela imprensa na noite de 17/05 acerca de delação, gravações envolvendo o Presidente da República, o mercado experimentou momentos de pânico com oscilações bruscas e mudança de patamar nos preços dos ativos desde então": A conclusão do Laudo de Perícia Criminal Financeiro acerca do impacto da delação no mercado financeiro foi: 'Em resumo, o vazamento da delação e de conteúdo de gravações na noite de 17/05 causaram no dia 18 (e no mercado norte-americano ainda no próprio dia 17) dentre outros Oitos extremos, quedas do Ibovespa (8,8% — maior queda em 1 dia desde 2008) e de JESS3 próxima a 10%, Petr4 de 15%, o EIVZ próximo a 16% e o dólar à vista alta de cerca de 9%, a maior em um dia desde a máxidesvalorização cambial de janeiro de 1999': (...) A influência destas informações no mercado foi imediata e profunda, entre outros motivos, porque abalava os fundamentos das expectativas de retomada da economia brasileira, amparadas basicamente no potencial das reformas trabalhista e previdenciária, na redução dos juros e no controle inflacionário. Grande parte dos agentes do mercado financeiro acreditava em um suposto capital político do presidente Michel Temer e sua equipe em gerir este delicado momento da política e da economia nacional pós impeachment da ex-presidente Dilma Rousseff. **Caracterização da informação como "relevante"**: Sim, a negociação do acordo de colaboração premiada entre os irmãos JOESLEY e 'WESLEY BATISTA e a PGR é "informação relevante" para fins do crime de uso indevido de informação privilegiada previsto no artigo 27-D da Lei 6.385/76. Chega-se a esta conclusão ao analisarmos a abrangência e o poder de impacto desta colaboração premiada. **Em breves linhas: quanto à abrangência, vale destacar os seguintes indicativos:** o envolvimento do próprio presidente da República, um deputado federal, um senador da República, um procurador da República e centenas de outros agentes políticos e servidores públicos diretamente relacionados a casos de corrupção; o envolvimento de pessoas altamente influentes nos dois maiores partidos políticos fiadores das "reformas" e do novo governo que assumiu o país pós impeachment, ou seja, PMDB e PSDB; no lado ativo do pagamento de propinas o envolvimento direto da maior empresa brasileira de proteína animal e uma das maiores exportadoras do país; a sinalização da cooptação de servidores públicos e influências criminosas em setores estratégicos para alavancar os interesses deste grupo empresarial em várias áreas (BNDES, CADE, CVM, Receita Federal, Ministério da Agricultura, governos estaduais etc.); envolvimento de um grupo empresarial com cerca de 270 mil funcionários, capital aberto em bolsa e participação de um banco público de fomento (BNDES) em fatia relevante do capital social — 25%; uma delação que abrange episódios de corrupção sistêmica, aparentemente encrustada nas entranhas do poder público, seja ele federal, estadual ou municipal; etc. **Quanto ao poder de impacto vale destacar os seguintes indicativos: o real e efetivo impacto que a notícia da existência destas negociações do acordo de colaboração premiada causaram no mercado,** seja da noite do dia 17/05/2017 (dia do vazamento) para o dia 18/05/2017, seja na passagem do final de semana, como a chegada da segunda-feira (22/05/2017) — em breve síntese — gerando fortíssima alta do dólar e queda das ações brasileiras, dentre elas notadamente as ações da própria JBS S/A. Ademais, o poder de impacto foi tão profundo na economia do país que influenciou não só as ações da empresa, mas inúmeros outros aspectos da economia, inclusive taxa de câmbio e taxa de juros — e TODAS as expectativas de agentes econômicos domésticos e internacionais a respeito do Brasil. Este entendimento não é apenas deste órgão policial investigativo, que atua com autonomia e imparcialidade — é o mesmo entendimento da autarquia que exerce a função de controle e fiscalização sobre o mercado de capitais brasileiro, a própria CVM. Como indicado no Parecer it

00004/2017-PFE — CVM/PFE-CVM/PGF/AGU, que integra o Memorando n° 2/2017-CVM/SMI/GMA-2 (que trata da comunicação dos possíveis crimes ao Ministério Público Federal), muito mais que uma "informação relevante" havia ali uma "informação de extrema relevância". (...) O tipo penal ora em análise possui como núcleo o verbo "utilizar", complementado, como vimos anteriormente, pelo elemento normativo "informação relevante". Para caracterizar integralmente o dolo da conduta delituosa toma-se necessário apurar a consciência e vontade de praticar o núcleo do tipo e perquirir o conhecimento do autor da conduta sobre o elemento normativo que acompanha a ação criminosa. Em outras palavras, é preciso comprovar que o autor do delito tinha consciência de que estava utilizando a "informação relevante" para fins penais. Como vimos anteriormente neste relatório, não há qualquer dúvida de que as informações comidas na negociação do acordo de colaboração premiada eram "informações relevantes" para fins penais. Resta verificar se havia esta consciência por parte de quem a utilizou mediante negociações com valores mobiliários. Peço a devida vênia para transcrever (...) neste ponto um trecho já citado neste relatório policial, quando foi tratado do impacto no mercado financeiro das informações constantes da colaboração premiada: 'As expectativas do mercado financeiro com uma retomada da economia brasileira estavam fortemente ancoradas na habilidade e capital político do presidente Michel Temer em costurar o caminho para as reformas (notadamente as reformas trabalhista e previdenciária entendidas como pedaço importante da solução da crise brasileira por grande parte dos agentes econômicos) e no gerenciamento deste caminho pela equipe econômica fornada por Michel Temer. O conteúdo da colaboração premiada dos principais controladores e diretores do grupo IBS repercutiam principalmente na ocorrência de prática de corrupção por parte do próprio presidente Michel Temer e apresentava elementos de prova tão contundentes quanto gravações ambientais em que o próprio Michel Temer supostamente concordava com pagamento de propina a Lúcio Bolonha Fumara e Eduardo Cunha (nesta época recolhidos à prisão). Comidos desta forma pungente e abrupta os fundamentos das expectativas dos agentes econômicos para a melhora da economia do país não havia outra direção que se pudesse esperar do mercado que não queda das ações de empresas brasileiras e desvalorização da moeda brasileira frente ao dólar (portanto, alta do dólar)." Saliento que não existe ora nenhum juízo de valor a respeito das alardeadas "reformas" ou sobre o suposto capital político do governo Temer, mas apenas a constatação fática de que estes pontos consistiam o supra sumo das expectativas dos agentes do mercado financeiro, de modo que um abalo nestes alicerces acarretaria fatalmente uma mudança nas expectativas e, por conseguinte, uma avalanche de reposicionamentos destes agentes no mercado, abalando a estabilidade dos preços. Tudo isso era de total consciência de Wesley Batista, haja vista o acompanhamento próximo que fazia do mercado financeiro (...) A publicidade da informação relevante é importante para causar o impacto no mercado de valores: quando a informação relevante vem à tona, gera impacto no mercado, causando movimentação de preços de ativos e esta movimentação de preços é aproveitada pela pessoa que se posicionou anteriormente nestes ativos, utilizando a informação privilegiada. Note que o crime de uso indevido de informação privilegiada sequer exige para sua configuração que haja publicidade da informação relevante que ainda estava sob sigilo. O crime se configura pela negociação no mercado utilizando a informação relevante, ainda não divulgada e da qual deva manter sigilo, com a finalidade de obter vantagem indevida. A obtenção da vantagem não é elemento do crime, consistindo no chamado "exaurimento da conduta delitiva". Assim, se nem a publicidade da informação relevante era necessária para configuração do crime, também não importa para a configuração deste crime saber quem, neste caso concreto, falhou com o dever de sigilo e "vazou" a informação relevante sigilosa. O autor do delito é quem pratica o verbo da conduta, ou seja, quem "utilizou" a informação relevante. A pessoa que "vazou" a informação relevante poderia responder como participe ou então em algumas das modalidades criminosas de quebra de sigilo, conforme o caso, mas não desnatura o crime de uso indevido de informação privilegiada para quem operou no mercado e utilizou esta informação. Depreende-se dos elementos colhidos neste apuratório que os controladores da JBS tinham uma expectativa de uma data bem próxima para a divulgação do conteúdo desta delação. O próprio advogado dos delatores, Francisco de Assis e Silva, informou em suas declarações em sede policial que trabalhavam com a expectativa de que o acordo de colaboração premiada seria tomado público a partir de 10/06/2017 — já que era esperada esta publicização a partir da deflagração de uma operação policial montada a partir dos resultados da colaboração premiada,

notadamente, por conta da Ação Controlada que havia sido colocada em prática (entrega de valores) e que necessitava de uma fase ostensiva e policial de apreensão destes valores.	
Resultado do processo na CVM: a pesquisa não pode verificar a informação.	
6. ATOS PROCESSUAIS	
Oferecimento da denúncia:	Recebimento da denúncia:
<p>Trechos no OD sobre Fato Relevante: os crimes delatados atingiam a alta cúpula da esfera política nacional e colocavam em cheque as expectativas do mercado com relação aos rumos da economia brasileira. O conhecimento dos termos desta colaboração tinha o potencial explosivo no mercado, capaz de gerar oscilações abruptas nos preços de ativos como ações e também na variação cambial dólar/real – este potencial se mostrou efetivo com o vazamento do conteúdo desta colaboração premiada na noite do dia 17/05/2017</p> <p>(...) a informação era capaz de gerar oscilações abruptas nos preços de ativos com variação também no cambial dólar/real - este potencial se mostrou efetivo com o vazamento do desta colaboração premiada na noite do dia 17/05/2017 (s. 218/219). O Laudo de Perícia Criminal Financeiro também constatou o impacto que a delação teria no mercado financeiro: "Em resumo, o vazamento da delação e de conteúdo de gravações na noite de 17/05 causaram no dia 18 e no mercado norte-americano ainda no próprio dia 17) dentre outros efeitos extremos, quedas do Ibovespa (8,8% - maior queda em 1 dia desde 2008) e de JBSS3 próxima a 10%, Petr4 de 15%, o EWZ próximo a 16% e o dólar à vista alta de cerca de 9%, a maior em um dia desde a maxidesvalorização cambial de janeiro de 1999.</p>	<p>Trechos no RD sobre Fato Relevante: (...) nos termos da denúncia, os imputados, valendo-se de informação relevante ainda não divulgada ao mercado, consistente na colaboração premiada e demais provas apresentadas envolvendo a alta cúpula do governo brasileiro, com intendo potencial para interferir no valor de ativos financeiros, teriam realizado a venda e posterior recompra de ações de empresa que direta ou indiretamente administravam, bem como teriam adquirido vultosa quantia em contratos de dólar, tudo com o fim de obterem vantagem indevida em detrimento do Sistema Financeiro Nacional. Em juízo perfunctório, observo, quanto à relevância da informação apontada pelo Ministério Público Federal como privilegiada que o órgão acusador delineou suficientemente o seu potencial impacto no mercado financeiro, hábil a ocasionar uma considerável oscilação nos valores de ativos financeiros, como as ações da companhia JBS, e na cotação do dólar americano, bem como o suposto conhecimento e dever por parte dos denunciados. De fato, a informação ainda não divulgada ao mercado era, ao menos em princípio, relevante o bastante para impactar o Sistema Financeiro Nacional, dado que atingiria a alta cúpula da esfera política nacional e colocaria em cheque as expectativas do mercado com relação aos rumos da economia brasileira. Por outro lado, o conhecimento dos termos da referida colaboração revestir-se-ia primo ictu oculi, de potencial explosivo no mercado, sendo capaz, contudo, de gerar vantagens a quem o detinha com exclusividade.</p>
Juízo: 6ª Vara especializada	
Documentação utilizada pela acusação: laudo pericial criminal financeiro da PF; compartilhamento de elementos de prova com a CVM; cumprimento de Mandados de Busca e Apreensão nas empresas JBS S/A, FB Participações e J&F e residências dos investigados; tomada de declarações e depoimentos Obtensão de informações das empresas envolvidas e de outras fontes privadas; compartilhamento de elementos de prova com outras investigações criminais (Operação Lama Asfáltica — fase W, também denominada de "Morantrios" ou "Máquinas de Lama" — e Operação Bullish); Obtensão de informações em fontes abertas (notícias da mídia, informações do site da empresa JBS S/A, conteúdo das delações premiadas com sigilo levantado judicialmente, conteúdo do pedido de instauração de inquérito em face do presidente Michel Temer e do deputado Rodrigo Loures feito pela Procuradoria Geral da República, também com sigilo judicial levantado, etc.) — observação: os dois últimos estão em cópia digitalizada na mídia de fl. 21 do Apenso I, volume único. Exames periciais — de integridade de materiais e financeiro;	
Meios de prova: verificar item exposto	

Menção específica à CVM ou utilização de dados da autarquia: SIM. Menção ao Relatório 10/2017/CVM/SMI/GMA-2.
Memoriais da acusação*/ Trechos sobre Fato Relevante: (verificar se é o mesmo promotor do OD): a pesquisa não pode verificar essa informação
Documentação utilizada pela acusação nos memoriais: a pesquisa não pode verificar essa informação
7. SENTENÇA
Trechos sobre Fato Relevante: a pesquisa não pode verificar essa informação
Data: a pesquisa não pode verificar essa informação
8. RECURSOS
Recorrente: a pesquisa não pode verificar essa informação
Recurso: a pesquisa não pode verificar essa informação
Resultado: a pesquisa não pode verificar essa informação
Data do Voto: a pesquisa não pode verificar essa informação
Trânsito em julgado, se houver: a pesquisa não pode verificar a informação.
Data: -

Formulário para extração de dados dos casos criminais de *insider trading*
Caso 8
Análise de conteúdo

Processo nº	0008191-37.2016.4.03.6181
Páginas	413
Caso da pesquisa nº	8

Síntese: entre os meses de novembro e dezembro de 2013, os denunciados, agindo de maneira livre e consciente, na qualidade de diretor-presidente e vice-presidente, respectivamente, do Conselho de Administração da UNICASA INDÚSTRIA DE MÓVEIS S/A (CNPJ nº90.441.460/0001-48), adquiriram, de modo contínuo, ações de emissão da aludida pessoa jurídica na Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo (BM&FBOVESPA), sediada em São Paulo/SP, utilizando informação relevante ainda não divulgada ao mercado, da qual deveriam manter sigilo e que era capaz de lhes propiciar vantagem indevida.

1. INÍCIO DAS INVESTIGAÇÕES	
Origem das investigações:	
Se teve acesso ao inquérito policial: () sim (X) não	Data início das investigações:
Sujeitos indiciados: F.Z e J.A.Z.	
Trâmite na Delegacia:	Nº do processo na CVM:
Resultado do Processo na CVM: colegiado da CVM decidiu pela aplicação de “ <i>penalidade de multa pecuniária individual no valor de R\$ 200.000,00</i> , pela utilização indevida de informação privilegiada, em infração ao disposto no art.155, §1º, da Lei nº 6.404/76 ⁴⁹² , combinado com o art.13, <i>caput</i> , da Instrução CVM nº 358/2002	
Observações: O Ministério Público Federal (Proc.Re. JOSÉ LEÃO JUNIOR) inicialmente requereu o arquivamento do feito por considerar atípico o fato investigado. Por decisão deste juízo, os autos foram remetidos à 2ª CCR do MPF, com fulcro no art.28, do CPP que deliberou pela não homologação do arquivamento, remetendo os autos a outro membro do MPF, que apresentou a presente denúncia.	
2. ATOS PROCESSUAIS	
Oferecimento da denúncia: 24 de junho de 2019.	Recebimento da denúncia: 22 de julho de 2019
Trechos no OD sobre Fato Relevante: “Com efeito, apurou-se, no dia 25 de outubro de 2013, o diretor financeiro e de relações com investidores da UNICASA informou verbalmente aos membros do Conselho de Administração e da Diretoria e aos principais acionistas que a Companhia estudava a possibilidade de adesão ao REFIS para recolher débito tributário <i>sub judice</i> , aproveitando os benefícios dos descontos da multa e juros.” (...) Posteriormente, no dia 12 de novembro de 2013, FRANK e OUVBNIL receberam por e-mail o Parecer e o Relatório Executivo da Diretoria	Trechos no RD sobre Fato Relevante: nada consta.

⁴⁹² **Art. 155.** O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios, sendo-lhe vedado: [...] § 1º Cumpre, ademais, ao administrador de companhia aberta, guardar sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, obtida em razão do cargo e capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários, sendo-lhe vedado valer-se da informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários.

Jurídica. os quais recomendavam a adesão ao REFIS por ser extremamente vantajosa jurídica e economicamente para a companhia. Proc. Rep. Vicente Solari de Moraes Rêgo Mandetta.	
Juízo: 10ª VARA ESPECIALIZADA EM CRIMES CONTRA O SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL E DE LAVAGEM DE CAPITAIS DA SUBSEÇÃO JUDICIÁRIA DE SÃO PAULO/SP	
Documentação utilizada pela acusação: processo Administrativo Sancionador da CVM RJ/2014-10290	
Meios de prova: processo Administrativo Sancionador da CVM RJ/2014-10290	
Menção específica à CVM ou utilização de dados da autarquia: sim	
Depoimentos constantes no processo/ trechos sobre Fato Relevante: a pesquisa não pode verificar a informação	
Memoriais da acusação*/ Trechos sobre Fato Relevante: (verificar se é o mesmo promotor do OD) a pesquisa não pode verificar a informação	
Documentação utilizada pela acusação nos memoriais: a pesquisa não pode verificar a informação	
3. SENTENÇA	
Trechos sobre Fato Relevante: a pesquisa não pode verificar a informação	
Data: a pesquisa não pode verificar a informação	
Provas utilizadas/mencionadas na sentença: a pesquisa não pode verificar a informação	
4. RECURSOS	
Recorrente: a pesquisa não pode verificar a informação	
Recurso: a pesquisa não pode verificar a informação	
Resultado: a pesquisa não pode verificar a informação	
Data do Voto: a pesquisa não pode verificar a informação	
Trânsito em julgado, se houver: a pesquisa não pode verificar a informação.	
Data: a pesquisa não pode verificar a informação	

Formulário para extração de dados dos casos criminais de *insider trading*

Caso 9

Análise de conteúdo

Processo nº	0008191-37.2016.4.03.6181
Páginas	413
Caso da pesquisa nº	9

Síntese: o Ministério Público Federal ajuizou a presente demanda criminal em face de E.F.B, objetivando sua condenação nas penas dos artigos 27 -C (manipulação de mercado) e 27-D (uso de informação privilegiada), ambos da Lei 6.385/76, na condição de acionista controlador da sociedade OSX CONSTRUÇÃO NAVAL S/A esteve presente na reunião ocorrida em 15/04/2013, em que foram definidas as medidas que viriam a compor o novo Plano de Negócios da Companhia, e, mesmo na pendência de divulgação desse fato relevante, o acusado alienou, em 19/04/2013, mais de nove milhões de ações da OSX, ciente da vedação normativa estabelecida pelo órgão regulador, a um preço de R\$ 3,40 (três reais e quarenta centavos), por cada uma delas, obtendo com isso um aporte substancialmente maior, eis que no pregão imediatamente posterior a divulgação do fato relevante, em 20/05/2013, a cotação das ações despencou para R\$ 2,50 (dois reais e cinquenta centavos).

1. INÍCIO DAS INVESTIGAÇÕES	
Origem das investigações: ofício/CVM/SGE/Nº 11º/2014	
Se teve acesso ao inquérito policial: () sim (X) não	Data início das investigações:
Sujeitos indiciados: E.F.B	
Trâmite na Delegacia: a pesquisa não pode verificar essa informação	Nº do processo na CVM: PAS RJ2013/13172
Resultado do Processo na CVM:	
Observações:	
2. ATOS PROCESSUAIS	
Oferecimento da denúncia: 11 de setembro de 2014	Recebimento da denúncia: 21 de setembro de 2016
Trechos no OD sobre Fato Relevante: (...) Nada consta além da menção de existência de fato relevante. Procuradora Federal: KAREN LOUISE JEANETTE KAHN	Trechos no RD sobre Fato Relevante: Nada consta além da menção de existência de fato relevante. Juiz: FLAVIO ROBERTO DE SOUZA
Juízo: 3ª Vara Federal Criminal Especializada em Crimes contra o Sistema Financeiro Nacional e Crimes de Lavagem ou Ocultação de Bens, Direitos e Valores do Rio de Janeiro	
Documentação utilizada pela acusação: Notícia de Fato 1.34.001.001411/2014-82;	
Meios de prova: Termo de Acusação da Comissão de Valores Mobiliários – CVM, referente ao processo administrativo sancionador (CVM nº RJ 2013/13172); depoimentos da instrução; Ofício expedido pela Companhia OSX CONSTRUÇÃO NAVAL S.A., datado de 21.08.2013, (fls.399/402), dirigido à CVM, em resposta ao Ofício/CVM/SEP/GEA-3/Nº500/2013	
Menção específica à CVM ou utilização de dados da autarquia: a pesquisa não pode verificar essa informação	
Memoriais da acusação*/ Trechos sobre Fato Relevante: (23 de fevereiro de 2018) (...) não há como negar que as medidas adversas que foram divulgadas em 17/05/2013, relativas ao novo Plano de Negócios da OSX S.A,e que já eram do conhecimento do réu desde 15/04/2013 (quando da reunião realizada pela	

diretoria executiva da OSX com o presidente do Conselho de Administração), tinham o potencial para afetar o valor de mercado das ações.

Procuradores da República: José Maria Panoeiro e Carmen Santana

Documentação utilizada pela acusação nos memoriais Termo de Acusação da Comissão de Valores Mobiliários – CVM, referente ao processo administrativo sancionador (CVM nº RJ 2013/13172); depoimentos da instrução; Ofício expedido pela Companhia OSX CONSTRUÇÃO NAVAL S.A., datado de 21.08.2013, (fls.399/402), dirigido à CVM, em resposta ao Ofício/CVM/SEP/GEA-3/Nº500/2013

3. SENTENÇA

Trechos sobre Fato Relevante: a expressão informação relevante constitui elemento normativo do tipo, é uma norma penal em branco, e por isso depende de complementação, e deve ser aferida no caso concreto. A Lei 6.404/76, em seu artigo 155, §1º, preceitua como informação relevante “qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, obtida em razão do cargo e capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários”. Por sua vez, a Resolução CVM nº 358/02, em seu artigo 2º preceitua que: Art. 2º. Considera-se relevante, para efeitos desta Instrução, qualquer decisão de acionista controlador, deliberação de assembleia-geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável: I – na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados; II – na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários; III – na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados. Logo, informação relevante é aquela 1) importante no âmbito da empresa capaz de alterar o valor do título mobiliário, 2) sigilosa e não divulgada em tempo hábil ao mercado, e 3) capaz de propiciar a alguém vantagem indevida e usada antes de propalada ao mercado de capitais. No caso sub exame, a informação relevante consiste na decisão tomada, em 15/04/2013, pela Diretoria da Companhia OSX CONSTRUÇÃO NAVAL S.A., com o Presidente de seu Conselho de Administração, o acusado, com vistas à alteração do plano de negócios da pessoa jurídica, o qual, dentre outras medidas, contém uma significativa redução de investimentos, despesas gerais e administrativas, medidas de economicidade, monetização de ativos e reorganização societária. Informação que, aos olhos do investidor, impacta negativamente a cotação dos papéis da companhia, pois que fomenta fundada crença em uma diminuída perspectiva de rentabilidade do empreendimento.

Data: 24 de setembro de 2019

Provas utilizadas/mencionadas na sentença: termo de Acusação da Comissão de Valores Mobiliários – CVM, referente ao processo administrativo sancionador (CVM nº RJ 2013/13172); depoimentos da instrução; Ofício expedido pela Companhia OSX CONSTRUÇÃO NAVAL S.A., datado de 21.08.2013, (fls.399/402), dirigido à CVM, em resposta ao Ofício/CVM/SEP/GEA-3/Nº500/2013

4. RECURSOS

Recorrente: a pesquisa não pode verificar essa informação

Recurso: a pesquisa não pode verificar essa informação

Resultado: a pesquisa não pode verificar a informação

Data do Voto: a pesquisa não pode verificar a informação

Trânsito em julgado, se houver: a pesquisa não pode verificar a informação.

Formulário para extração de dados dos casos criminais de *insider trading*
Caso 10
Análise de conteúdo

Processo nº	0002511- 03.2018.4.03.6181/SP2018.61.81.002511-0/SP (Apelação)
Páginas	23
Caso da pesquisa nº	10

Síntese: no dia 21 de novembro de 2013, o denunciado P.S.C.G, agindo na qualidade de membro do Conselho de Administração da empresa "Klabin S.A", utilizou-se de informações relevantes e sigilosas que ainda não tinham sido divulgadas ao mercado, as quais foram por ele anteriormente obtidas de forma privilegiada em razão de suas funções, capazes de propiciar, para si, vantagem indevida na negociação de valores mobiliários.

A aludida vantagem consistiu na compra, pelo denunciado P.S.C.G, de ações da empresa "Klabin S.A." na citada data (21.11.2013 - f. 463), com base em informações privilegiadas às quais teve acesso, cujas ações se valorizaram em 28.11.13, data em que houve a divulgação das referidas informações ao mercado e consequente valorização das ações da referida companhia, configurando a prática conhecida com insider trading.

A utilização de informações privilegiadas em questão consistiu no prévio conhecimento, pelo denunciado P.S.C.G, de projeto que seria implementado e realizado pela empresa "Klabin S. A", alusivamente ao desenvolvimento, implantação e opções de financiamento do "Projeto Puma". O projeto foi aprovado e levado ao conhecimento do mercado em 28.11.2013, e se referia à construção de uma nova planta industrial, cujo valor foi orçado no montante de R\$ 5,8 bilhões, que redundaria na duplicação da capacidade de produção da aludida companhia e, conseqüentemente, também na valorização das ações mobiliárias da "Klabin S. A

1. INÍCIO DAS INVESTIGAÇÕES	
Origem das investigações: a pesquisa não pode verificar a informação.	
Se teve acesso ao inquérito policial: () sim (X) não	Data início das investigações: a pesquisa não pode verificar a informação.
Sujeitos indiciados: P.S.C.G	
Trâmite na Delegacia: a pesquisa não pode verificar a informação.	Nº do processo na CVM: a pesquisa não pode verificar a informação.
Resultado do Processo na CVM: a pesquisa não pode verificar a informação.	
2. ATOS PROCESSUAIS	
Oferecimento da denúncia:	Recebimento da denúncia:
Trechos no OD sobre Fato Relevante: a pesquisa não pode verificar a informação.	Trechos no RD sobre Fato Relevante: a pesquisa não pode verificar a informação.
Juízo: a pesquisa não pode verificar a informação.	

Documentação utilizada pela acusação: a pesquisa não pode verificar a informação.
Meios de prova: a pesquisa não pode verificar a informação.
Menção específica à CVM ou utilização de dados da autarquia: a pesquisa não pode verificar a informação.
Memoriais da acusação*/ Trechos sobre Fato Relevante: (verificar se é o mesmo promotor do OD) a pesquisa não pode verificar a informação.
Documentação utilizada pela acusação nos memoriais: a pesquisa não pode verificar a informação.
SENTENÇA: a pesquisa não pode verificar a informação.
Data: a pesquisa não pode verificar a informação.
Provas utilizadas/mencionadas na sentença: a pesquisa não pode verificar a informação.
Resultado: a pesquisa não pode verificar a informação.
3. RECURSOS
Recorrente: apelação criminal interposta pelo Ministério Público Federal contra a sentença que absolveu sumariamente o réu P.S.G pela prática do delito do art. 27-D da Lei n. 6.385/76, com fundamento no art. 397, III, do Código de Processo Penal (fato narrado evidentemente não constitui crime).
Recurso: apelação criminal. Relator: Desembargador Federal ANDRÉ NEKATSCHALOW.
Menções ao fato relevante no Acórdão: a sentença absolveu sumariamente o acusado, por entender que inexistia indício de que o réu saberia como os acionistas iriam votar na AGE e que considerando que é um projeto de grande porte, a empresa divulgou uma sequência de fatos relevantes ao longo de 2013, inclusive anteriores à 28.11.13. Consta no acórdão uma tabela contendo um resumo do uso de informações privilegiadas pelo denunciado: a) O denunciado, possuindo, em razão de suas funções de conselheiro da empresa "Klabin S. A.", informações sigilosas privilegiadas (aprovação do "Projeto Puma") ainda não divulgadas no mercado, comprou 13.100 ações KLBN4, no valor total de R\$ 149.790,00. Nesse dia, o percentual de cotação das ações era de 1,6%; b) A "Klabin S. A" divulgou ao mercado aprovação em definitivo do "Projeto Puma", e que definia, resumo, sua estrutura de financiamento e descrevia para o mercado as condições com que este poderia participar da empreitada, cuja informação teve grande potencial de influenciar o preço dos valores mobiliários de emissão da companhia. Nesse dia, o percentual de cotação das ações subiu para 6,7%. Decisão recorrida. O Juízo a quo absolveu sumariamente o acusado com fundamento na atipicidade da conduta: Analisando o ter das divulgações de fatos relevantes por parte da Klabin S.A. em 11.06.2013 e 21.10.2013 (fls. 106/112), verifica-se que o mercado foi devidamente informado sobre a intenção dos administradores da empresa (Diretoria e Conselho de Administração) de financiar em parte o "Projeto Puma" (instalação de uma nova planta industrial no Paraná) por meio da captação de recursos da ordem de R\$ 1,7 bilhão de reais, prioritariamente por meio de uma oferta pública primária de distribuição de Units ("Aumento de Capital"), a ser realizada após a aprovação da proposta pelos acionistas da empresa. Foi divulgado que o Conselho de Administração iria oportunamente submeter à aprovação dos acionistas a proposta de aumento de capital social. Foi divulgada que seria convocada AGE para essa finalidade, esclarecido ainda que a votação era necessária para possibilitar a emissão de ações ou títulos nelas conversíveis (capitalização), bem como foi divulgado que oportunamente seria necessário complementar o custeio do "Projeto Puma" por meio de financiamento junto ao BNDES e ao BID, assim

como de agências multinacionais de exportação. Houve divulgação do edital de convocação dos acionistas para a referida AGE, bem como a pauta, referente ao processo de capitalização mencionado nas pretéritas divulgações de fatos relevantes (fls. 116/119). Portanto, houve divulgação ao mercado sobre a intenção de submeter aos acionistas a aprovação das modificações necessárias para a execução do custeio do "Projeto Puma". **Por consequência lógica, o mercado não foi surpreendido pela aprovação do referido projeto no dia 28.11.2013.** No dia 28.11.2013 foram realizadas sucessivamente a reunião do Conselho de Administração, a reunião do Conselho Fiscal e a AGE dos acionistas. Analisando os dados exposto, conclui-se que o mercado foi devidamente informado sobre o procedimento para a alteração do estatuto social e aumento de capital social da empresa Klabin S.A., realizados para custear parte do "Projeto Puma". O MPF entende que o réu teria acesso a fato relevante não divulgado ao mercado consistente na aprovação definitiva do "Projeto Puma". Conclui que o fato de participar das reuniões a ser informado previamente sobre os possíveis acordos com investidores (A minuta de *Subscription Agreement* enviada por e-mail em 18.11.2013 - fls. 169/350 do processo administrativo), entre outros documentos, o dotaria de informações assimétricas com o restante do mercado. Entretanto, assiste razão à defesa ao argumentar que no caso concreto não há sequer indício de que o réu saberia como os acionistas iriam votar na AGE. A aprovação pelos acionistas das modificações propostas pela administração é elemento essencial do fato relevante de 28.11.2013. Não há nos autos qualquer indício de que o réu conheceria a opinião de todos os acionistas minoritários ou teria combinado com eles a aprovação da pauta. Tampouco há notícia da existência de eventuais acordos de acionistas que assegurassem a aprovação da pauta da AGE (artigos 118, *caput* e parágrafos da Lei nº 6.404/76). Assim sendo, o réu não pode ser responsabilizado pelo fato de participar de uma das reuniões necessárias para a aprovação definitiva do Projeto Puma, bem como porque sabia que a administração da empresa pretendia firmar o acordo com investidores naquela mesma data. Isso porque de acordo com os elementos dos autos e a narrativa da denúncia, bem como do termo de acusação pela Superintendência de Relações com Empresas da CVM, constata-se que não há acusação em desfavor do réu no sentido de saber como os acionistas minoritários iriam votar. A acusação é essencialmente sobre o conhecimento do réu acerca das intenções da administração da empresa. **Nesse sentido também é a conclusão do Ilustre Procurador Regional da República, Dr. Sergei Medeiros Araújo: A partir dos fatos descritos na peça acusatória, não é possível estabelecer assimetria sobre o conhecimento das informações relativas ao Projeto Puma e das expectativas em relação a sua aprovação, que em seus aspectos mais relevantes deu-se por unanimidade do Conselho de Administração.**

Resultado: ante o exposto, NEGO PROVIMENTO à apelação do Ministério Público Federal.

Data do Voto: 28/05/2019

Trânsito em julgado, se houver: a pesquisa não pode verificar a informação.

APÊNDICE B: PAS ANALISADOS NA PESQUISA E A VERIFICAÇÃO DE CRITÉRIOS PARA DEFINIR A RELEVÂNCIA

Nº do PAS	Estabeleceu critérios para definir a relevância?	Nº do PAS	Estabeleceu critérios para definir a relevância?
PAS CVM nº 06/2003	Sim	PAS CVM nº 09/2012	Não
PAS CVM nº 04/04	Sim	PAS CVM nº RJ2013/5793	Não
PAS CVM nº RJ2004/0852	Não	PAS CVM nº RJ2013/9904	Sim
PAS CVM nº 11/04	Não	PAS CVM nº RJ2013/10579	Sim
PAS CVM Nº RJ2003/5669	Não	PAS CVM nº RJ2015/13651	Não
PAS CVM nº 22/04	Não	PAS CVM nº RJ2015/5813	Sim
PAS CVM nº SP2007/0117	Não	CVM nº RJ2014/3616	Não
PAS CVM nº 25/04	Não	PAS CVM nº RJ2014/0578	Não
PAS CVM CVM Nº 24/05	Não	PAS CVM nº 26/2010	Não
PAS CVM nº 22/06	Não	PAS CVM nº 19957.001639/2016-15 (RJ2016/2384)	Não
PAS CVM nº 19/06	Não	PAS CVM nº RJ2012/8010	Sim
PROCESSO CVM Nº RJ2009/13459	Não	PAS CVM nº RJ2013/13172	Não
PAS CVM nº 19/09	Não	PAS CVM nº 25/2010	Não
PAS CVM nº RJ2010/4206	Não	PAS CVM nº RJ2014/10290	Sim
PAS CVM nº 13/09	Não	PAS CVM nº RJ2016/5039	Sim
PAS CVM nº 11/09	Não	PAS CVM nº SP2013/094	Não
PAS CVM nº 11/08	Não	PAS CVM nº RJ2014/3401	Não
PAS CVM nº 23/10	Não	PAS CVM nº RJ2014/1785	Não
PAS CVM nº RJ2013/2714	Não	PAS CVM nº 01/2014	Sim
PAS CVM nº RJ2013/11654	Não	PAS CVM nº RJ2014/3616	Não
PAS CVM nº RJ2012/7880	Não	PAS CVM nº RJ2014/1785	Sim
PAS CVM nº 02/2010	Não	PAS CVM nº 19957.003780/2017-25	Não
PAS CVM nº RJ2011/2789	Não	PAS CVM nº 05/2014	Não
		PAS CVM SEI Nº 19957.005704/2019-16	Não

Fonte: elaboração própria a partir da MAD realizada.

Apêndice C - OCORRÊNCIA DE PALAVRAS EM CLASSES

Palavras	classe 1	classe 2	classe 3	classe 4	classe 5	classe 6
não	4,371	1,34	0,919	2,198	0,464	16,977
informação	14,659	0,008	0,045	0,343	6,461	1,119
ação	7,407	3,897	0,855	1,143	2,896	7,397
ao	1,47	0,639	6,74	0,718	0,175	2,286
mercado	6,486	0,416	9,434	4,997	0,31	2,286
valor	0,002	0,603	0,157	40,474	9,51	6,421
companhia	3,612	2,584	0,065	9,71	4,079	2,286
como	0,218	5,611	1,06	2,105	1,533	1,248
relevante	26,442	0,333	0,439	2,757	0,964	2,09
mobiliário	0,311	1,707	0,771	42,034	7,677	6,769
fato	10,494	0,135	5,893	0,986	0,535	0,089
fato_relevante	2,225	0,016	5,948	2,897	0,003	7,468
empresa	3,451	0,831	0,196	2,003	39,795	1,524
acusar	7,574	0,821	3,693	7,813	1,606	17,475
dever	28,459	0,383	3,313	1,216	2,955	0,149
decisão	2,225	1,01	5,948	16,008	5,525	4,315
ainda	0,006	0,192	0,844	1,984	3,156	1,017
investidor	0,432	1,267	5,463	23,685	1,14	1,96
divulgar	0,772	1,113	3,334	3,193	0,156	1,758
oferta	5,534	45,133	4,525	0,439	0,249	2,839
dia	5,255	0,564	38,082	5,421	0,485	0,041
cotação	0,492	0,106	4,756	36,206	2,182	5,455
preço	0,017	0,889	7,249	0,139	4,419	3,075
público	5,255	25,286	0,029	0,32	0,366	4,928
informação_relevante	2,16	2,469	0,018	5,151	1,295	1,933
aquisição	2,886	32,157	0,215	0,32	3,992	2,606
influir	0,17	0,447	0,521	30,701	3,782	4,669
lei	8,463	2,261	2,345	8,054	2,179	2,689
capaz	1,701	3,077	0,133	28,13	2,964	1,508
perdigão	1,928	27,577	1,319	0,262	1,131	3,908
modo	2,16	0,244	3,626	44,593	3,369	1,933
considerar	18,093	0,038	1,5	0,062	3,369	1,933
ponderável	1,928	1,224	3,407	58,096	3,165	3,908
divulgação	0,735	0,039	0,973	1,57	4,527	0,19
pedido	3,639	2,87	2,976	3,754	0,818	64,514
obter	3,379	2,665	0,809	2,779	2,567	16,391
n_	21,853	1,287	1,335	0,099	1,24	1,531
cvm	0,118	0,725	0,276	0,948	0,352	0,161
conhecimento	3,122	2,462	5,524	3,473	0,793	2,928
bem	1,265	0,74	2,764	1,346	21,708	0,164
assim	0,276	0,895	0,061	0,641	4,527	1,304
acionista	0,028	2,87	0,973	3,754	35,021	1,304
projeto	2,868	0,454	0,506	2,958	48,102	2,689
insider_trading	0,609	1,343	2,139	0,724	1,987	2,88

caso	0,858	3,302	0,506	2,958	0,043	2,227
_s_a	3,379	4,973	0,809	5,635	0,001	3,169
404_76	12,101	1,866	1,935	3,062	1,797	2,219
vantagem	1,265	2,665	0,809	0,206	2,567	30,313
reunião	3,122	0,592	5,524	3,221	11,029	0,916
realizar	3,379	2,124	2,764	3,486	2,336	6,715
negócio	0,858	35,618	2,345	0,04	2,179	2,689
momento	1,034	20,68	0,809	3,486	2,567	1,106
compra	2,615	4,095	2,139	0,724	1,987	11,08
ato	12,101	0,213	1,935	2,441	1,797	1,147
também	3,122	0,001	15,441	1,13	0,533	0,041
s_a	0,669	0,086	3,818	0,724	0,118	0,563
administração	0,37	0,454	2,345	2,958	27,597	2,689
administrador	19,743	2,261	2,345	0,922	0,043	0,734
termo	0,37	0,025	3,055	0,922	0,403	0,734
relação	0	2,063	3,818	2,698	0,118	0,777
parte	0,025	7,008	0,506	2,958	3,567	2,689
fls	1,874	1,478	1,533	1,933	8,334	6,113
financeiro	2,366	0,213	23,661	2,441	1,797	0,047
comprar	2,868	0,454	0,012	18,985	2,179	0,734
auto	2,868	2,261	0,506	2,958	1,097	21,384
art	9,584	1,098	1,138	0,844	1,058	1,306
vender	2,366	1,866	1,935	45,129	1,797	2,219
próprio	0,499	1,287	0,932	0,099	0,001	0,05
prático	2,366	1,819	1,935	2,441	1,797	20,115
prorrogação	2,615	2,063	2,139	2,698	1,987	54,874
privilegiado	1,397	1,671	5,964	2,186	1,61	0,148
potencial	0	0,326	20,398	0,724	1,987	2,453
possível	0	0,326	2,139	0,535	1,487	0,004
possibilidade	2,615	4,095	2,139	0,004	1,987	6,314
penal	1,632	1,287	0,932	0,445	1,24	3,243
ocorrer	0,018	5,08	1,935	0,009	1,797	0,047
negociação	1,632	28,17	1,335	1,683	1,24	0,05
manter	0,193	1,478	0,059	17,112	1,424	1,758
expectativa	2,366	16,513	0,157	2,441	0,243	2,219
elemento	1,874	0,044	1,533	1,933	3,485	6,113
contrato	2,615	2,063	2,139	2,698	1,987	54,874
título	0,332	0,116	1,733	21,308	1,61	1,987
sadio	1,874	7,904	0,563	1,933	0,03	0,142
razão	2,366	1,866	1,935	11,599	0,18	1,147
operação	2,366	24,687	0,247	2,441	0,18	0,405
normativo	1,592	0,096	0,944	1,191	0,877	1,807
jurídico	0,081	28,17	1,335	1,683	1,24	1,531
investimento	0,941	1,819	1,935	0,85	1,797	0,405
concluir	3,263	9,978	1,935	2,441	0,18	2,219
ativo	2,119	0,373	5,964	1,285	1,61	1,987
artigo	8,645	1,671	1,733	4,017	1,61	1,987
aprovação	0,193	1,478	1,533	1,933	35,368	1,758

antecipado	0,493	1,866	0,247	2,441	1,797	28,499
venda	2,119	0,373	1,733	4,017	1,61	1,645
relativo	0,242	1,478	0,059	1,933	8,334	0,142
referido	0,081	1,287	0,009	1,683	18,711	1,531
protocolo	1,874	1,478	1,533	1,933	1,424	39,322
partir	0,092	6,318	0,317	2,186	0,093	1,987
parecer	0,193	0,044	1,533	0,22	1,424	11,71
ogx	2,119	0,116	11,436	2,186	2,636	1,987
mesmo	0,242	0,044	0,059	0,22	0,717	0,142
mero	2,119	12,006	1,733	2,186	0,435	0,148
intenção	2,119	2,44	1,733	0,369	2,636	0,148
indevido	0,332	1,671	0,142	0,069	1,61	9,472
delito	0,012	1,098	1,138	1,436	1,058	18,602
conselho	0,081	0,004	1,335	1,683	18,711	1,531
concreto	1,392	0,012	1,138	0,02	0,021	4,54
conclusão	0,332	0,116	0,142	2,186	0,093	9,472
relevância	0,009	0,096	0,077	1,191	2,642	1,083
realização	1,632	17,926	1,335	1,683	1,128	1,531
porque	0,242	0,044	0,059	1,933	0,717	0,329
negociar	10,772	1,478	0,563	1,933	1,424	0,142
já	1,632	9,987	0,009	1,683	1,128	1,531
juízo	2,885	0,004	0,932	1,683	1,24	0,05
forma	2,021	1,478	1,533	10,339	1,424	1,758
exigir	2,021	1,478	1,533	1,933	1,424	11,71
efetivo	1,874	0,637	0,563	1,933	0,03	2,319
efeito	5,531	1,478	0,059	0,204	1,424	0,142
constituir	4,108	1,098	0,006	1,436	1,732	1,306
conduta	0,081	0,004	1,335	0,099	1,24	7,915
capital	1,632	1,287	1,335	2,721	10,483	1,531
acordo	0,081	1,026	0,009	1,683	4,622	1,531
âmbito	1,392	1,603	1,138	3,909	0,021	1,306
sigilo	0,009	0,096	0,077	1,494	0,877	1,083
sentido	1,632	0,004	0,932	0,099	1,128	0,05
puma	1,632	1,287	1,335	1,683	42,267	1,531
notícia	13,562	1,287	1,335	0,099	0,001	1,531
necessário	1,392	1,098	1,138	0,02	13,397	0,003
instrução_cvm_	21,853	1,287	1,335	0,099	1,24	1,531
influenciar	0,081	0,004	1,335	6,928	1,24	0,05
ii	1,392	1,098	1,483	9,216	1,058	1,306
gerar	1,392	12,815	1,483	1,436	1,058	1,306
emitir	1,632	1,287	0,009	21,131	1,24	1,531
dúvida	0,081	9,987	0,009	1,683	1,24	0,05
documento	1,392	1,098	1,138	1,436	0,021	18,602
controlador	13,562	1,287	0,009	1,683	1,24	0,05
conceito	17,345	1,098	1,138	1,436	1,058	0,003
colaboração	1,392	1,098	33,493	1,436	1,058	1,306
caracterizar	1,154	8,057	0,944	1,191	0,877	1,807
apontar	1,632	1,287	0,009	1,683	1,24	23,413

alteração	0,918	1,603	1,138	0,02	0,021	1,306
alterar	0,499	1,287	1,335	13,064	1,24	1,531
abril	1,632	0,004	17,188	1,683	1,24	0,05
vez	0,009	0,91	0,077	1,494	0,119	1,083
ver	9,584	1,603	1,138	1,436	1,058	1,306
utilizar	0,012	0,012	1,138	1,436	0,021	4,54
tomar	0,009	2,478	0,077	1,191	0,877	0,023
societário	1,154	8,057	0,944	1,191	0,119	0,023
réu	1,392	1,098	1,138	1,436	36,053	1,306
respeito	0,118	11,416	0,752	0,948	0,698	0,862
precisar	1,154	0,096	0,944	0,004	0,877	6,434
parágrafo	17,345	1,098	1,138	1,436	1,058	0,003
observar	0,009	0,096	2,326	0,004	0,877	1,083
natureza	1,392	1,098	1,138	1,436	1,058	29,205
nacional	1,154	0,91	2,326	1,191	0,119	1,807
mais	0,918	0,012	0,006	0,02	0,021	1,306
indicar	0,012	1,098	0,006	1,436	1,058	10,381
deter	0,012	5,87	0,006	0,02	1,058	1,306
decidir	0,452	0,541	0,561	0,416	0,853	0,643
condição	0,012	1,603	1,138	3,909	1,058	1,306
cargo	0,012	1,098	1,138	16,763	1,058	1,306
alto	1,392	1,098	12,268	0,02	0,021	1,306
aberto	1,592	0,91	0,944	5,66	0,877	1,083
l_	2,713	0,725	0,752	2,581	0,698	0,862
único	5,904	0,91	0,944	1,191	0,877	1,807
órgão	1,592	0,91	0,077	1,191	0,119	0,023
técnico	0,009	0,91	0,944	1,494	0,119	0,023
tornar	0,919	3,876	0,752	2,581	0,698	0,862
testemunha	0,009	0,91	0,077	0,004	0,877	1,807
sujeito	8,701	0,725	0,752	0,1	0,698	0,862
ressaltar	0,009	2,478	0,944	1,191	2,642	1,083
referir	0,009	0,91	0,944	1,494	0,119	0,023
racional	1,592	0,91	0,944	5,66	0,877	1,083
quando	5,904	0,91	0,077	1,191	0,877	0,023
prova	1,154	0,91	2,326	1,191	0,877	6,434
proposta	0,009	0,91	0,077	1,191	8,446	1,083
presente	0,919	0,725	3,678	0,948	0,352	0,161
premiar	0,919	0,725	22,114	0,948	0,698	0,862
participar	1,154	0,096	0,944	1,191	2,642	1,807
opar	0,919	3,876	0,276	0,1	0,698	0,862
notadamente	0,009	0,096	0,077	0,004	0,877	0,023
logo	0,452	0,541	0,561	4,542	0,521	0,643
importante	1,592	0,91	0,944	5,66	0,877	1,083
impacto	1,154	2,478	2,326	0,004	0,877	1,083
existência	1,592	0,096	0,944	0,004	0,877	0,023
evento	1,154	0,096	0,944	1,191	2,642	1,807
estudo	1,154	0,096	0,944	1,191	17,532	1,083
encontrar	0,009	0,096	0,077	0,004	0,877	0,023

diverso	8,701	0,725	0,752	0,948	0,698	0,161
discutir	1,154	0,91	0,944	1,191	0,119	13,905
diretor	0,118	0,312	0,276	0,948	0,352	0,862
direito	0,919	0,725	0,752	17,531	0,698	0,862
deixar	8,701	0,725	0,752	0,1	0,698	0,862
definição	0,118	0,312	0,752	2,581	0,698	0,862
definitivo	2,713	0,725	0,752	0,948	4,087	0,862
defesa	1,154	8,057	0,944	1,191	0,119	0,023
data	0,919	3,876	0,752	0,948	4,087	0,862
colocar	0,009	0,096	2,326	1,191	0,877	0,023
ciência	0,919	0,725	0,752	0,948	0,698	19,283
bastar	1,154	2,478	0,944	1,191	0,877	6,434
banco	0,919	0,312	0,276	0,948	0,352	0,161
aumento	1,154	0,91	0,944	0,004	17,532	1,083
arrendamento	1,154	0,91	0,944	1,191	0,877	24,22
análise	0,009	0,91	0,944	1,191	0,119	6,434
antes	0,919	0,312	0,276	2,581	0,698	0,862
além	0,919	0,725	0,276	0,948	0,698	9,372
agir	0,009	0,91	0,944	0,004	8,446	1,083
agente	1,592	0,096	0,944	1,191	0,877	1,807
afirmar	0,009	0,096	0,944	1,191	0,877	6,434
adquirir	0,919	0,312	0,276	0,948	0,698	2,998
acusação	0,919	0,312	0,752	0,948	11,905	0,862
2_	13,499	0,541	0,561	0,708	0,521	0,643
variação	0,919	3,876	3,678	0,948	0,698	0,862
tudo	0,919	0,725	0,752	0,948	0,698	19,283
tratativas	0,919	3,876	0,752	2,581	0,698	0,862
tratar	0,919	0,312	0,752	0,1	0,352	0,161
situação	0,686	0,79	0,561	0,416	0,521	0,533
sadia_s_a	2,713	3,876	0,752	0,948	0,698	0,862
relacionar	0,686	0,541	0,561	4,542	0,853	0,643
referenciar	0,919	0,725	0,752	17,531	0,698	0,862
questão	0,919	3,876	0,752	0,948	0,352	0,161
queda	0,686	0,541	6,046	0,708	0,521	0,533
propiciar	0,118	0,725	0,752	2,581	0,698	0,161
processo	0,686	0,79	0,561	0,708	6,602	0,643
prever	0,118	0,725	0,752	0,1	0,698	2,998
posição	0,919	0,725	0,276	0,948	0,698	9,372
pauta	0,118	0,725	0,276	0,948	4,087	0,862
negocial	0,118	0,725	0,752	8,391	0,698	0,862
n_358_de_2002	8,701	0,725	0,752	0,1	0,698	0,862
menos	0,919	0,725	0,276	0,948	0,698	9,372
meio	0,919	0,725	0,752	0,948	23,804	0,862
lucro	0,919	0,725	0,752	0,948	0,698	19,283
log_in	0,919	0,725	3,678	0,948	0,698	2,998
juiz	0,686	17,117	0,561	0,708	0,521	0,643
informar	0,118	0,725	0,752	0,948	11,905	0,862
impactar	0,118	0,312	0,276	0,1	0,698	0,862

grau	0,919	0,725	0,276	0,1	4,087	0,862
geral	8,701	0,312	0,752	0,948	0,698	0,862
exercer	0,118	0,725	0,752	8,391	0,698	0,862
estabelecer	0,118	0,312	0,752	0,1	0,352	0,862
esfera	0,686	0,79	6,046	0,708	0,521	0,643
entender	2,713	0,725	0,752	0,1	0,352	0,862
eis	0,919	3,876	3,678	0,948	0,698	0,862
definir	2,713	0,312	0,752	0,948	0,698	0,161
dar	0,118	0,725	3,678	0,948	0,698	0,161
contexto	0,118	3,876	0,752	0,948	0,698	0,161
consistir	0,919	11,416	0,276	0,948	0,698	0,862
consequente	2,713	0,725	0,752	2,581	0,698	0,862
cogitação	0,686	6,315	0,561	0,708	0,521	0,533
campo	0,919	0,725	10,957	0,1	0,698	0,862
autor	0,452	0,541	0,561	0,708	0,521	5,116
aptidão	0,919	0,725	0,752	17,531	0,698	0,862
apresentar	0,118	0,725	0,276	0,948	4,087	0,862
analisar	0,118	0,725	0,752	0,1	4,087	0,862
alienação	0,919	0,725	22,114	0,948	0,698	0,862
adotar	13,499	0,541	0,561	0,708	0,521	0,643
administrativo	0,919	0,312	0,752	0,1	0,352	0,161
exposto	0,686	0,79	0,561	0,708	0,853	0,533
abn	0,919	0,312	0,276	0,948	0,352	0,161
385_1976	4,723	0,541	0,561	0,416	0,521	0,643
vulto	0,686	17,117	0,561	0,708	0,521	0,643
verificação	0,686	6,315	0,561	0,708	0,853	0,643
vazamento	0,686	0,541	16,506	0,708	0,521	0,643
valer	0,452	0,541	0,731	0,708	0,521	0,533
tvv	0,686	0,541	0,561	0,708	0,521	14,393
transação	0,686	0,541	0,561	0,708	0,521	14,393
tampouco	0,452	0,541	0,561	0,708	0,521	5,116
suficiente	0,452	0,79	0,561	0,708	0,521	0,533
sigiloso	0,686	0,541	0,561	4,542	0,521	0,533
seguinte	0,452	0,541	0,561	0,708	0,521	5,116
regra	0,686	0,79	0,561	0,416	0,853	0,643
reforçar	0,686	0,541	0,561	0,708	0,521	14,393
reconhecer	0,686	0,79	0,561	0,416	0,521	0,533
real	0,686	0,79	0,561	0,708	0,853	0,533
razoável	0,686	0,541	0,731	0,708	0,521	5,116
quase	0,686	0,79	0,561	4,542	0,521	0,643
pretender	0,686	0,541	0,731	0,708	0,853	0,533
presidente	0,686	0,79	0,731	0,708	0,853	0,643
potencialidade	0,686	0,79	0,561	4,542	0,521	0,643
postura	13,499	0,541	0,561	0,708	0,521	0,643
possuir	0,686	0,79	0,731	0,708	0,853	0,643
positivo	0,452	0,79	0,561	0,416	0,521	0,643
plano	0,686	17,117	0,561	0,708	0,521	0,643
pino	13,499	0,541	0,561	0,708	0,521	0,643

pessoa	0,686	0,79	0,561	0,416	0,521	0,533
perspectiva	0,452	0,541	0,561	4,542	0,521	0,643
permitir	0,686	0,541	0,561	4,542	0,521	0,533
osx	0,686	0,79	6,046	0,708	0,521	0,643
ostentar	0,686	0,541	0,561	4,542	0,521	0,533
oscilação	0,686	0,541	16,506	0,708	0,521	0,643
ocasião	0,686	0,541	0,561	0,708	0,521	14,393
obtenção	0,452	0,541	0,561	0,708	0,521	5,116
obrigação	0,686	0,79	0,731	0,416	0,521	0,643
noite	0,686	0,541	16,506	0,708	0,521	0,643
maior	0,686	0,541	6,046	0,416	0,521	0,643
magistrado	0,686	0,541	0,731	0,416	0,853	0,643
julho	0,686	0,79	6,046	0,708	0,521	0,643
interesse	13,499	0,541	0,561	0,708	0,521	0,643
insider	4,723	0,541	0,561	0,708	0,521	0,533
influência	0,452	0,79	0,561	0,708	0,521	0,533
inerente	0,686	0,541	0,561	13,085	0,521	0,643
independentemente	0,452	0,79	0,561	0,416	0,521	0,643
incidência	0,452	0,541	0,731	0,416	0,521	0,643
incerto	4,723	0,541	0,561	0,708	0,521	0,533
importar	0,452	0,541	0,561	0,416	0,853	0,643
iii	0,686	0,541	0,561	13,085	0,521	0,643
hábil	0,686	0,541	0,731	4,542	0,521	0,643
histórico	0,686	0,541	0,731	0,708	0,521	5,116
hipótese	0,452	0,541	0,561	4,542	0,521	0,643
grande	0,686	0,79	0,561	4,542	0,521	0,643
fundamentação	0,686	0,79	6,046	0,708	0,521	0,643
expor	0,686	0,541	0,561	0,708	0,521	14,393
exemplo	0,452	0,541	0,561	0,708	0,853	0,533
exato	0,686	6,315	0,561	0,708	0,521	0,533
esperar	0,686	0,541	0,561	0,708	0,521	14,393
especialmente	4,723	0,541	0,561	0,416	0,521	0,643
empreendimento	0,452	0,541	0,561	0,416	0,521	0,533
emissão	0,686	0,541	0,561	13,085	0,521	0,643
efetivamente	0,686	0,79	0,731	0,416	0,521	0,643
dólar	0,686	0,541	0,731	0,708	0,853	0,533
discussão	0,686	6,315	0,731	0,708	0,521	0,643
diretoria	0,686	0,79	0,561	0,708	6,602	0,643
deve_se	13,499	0,541	0,561	0,708	0,521	0,643
denúncia	0,686	0,541	0,731	0,708	0,853	0,533
dentro	0,452	0,541	0,561	0,708	0,521	5,116
delinear	4,723	0,541	0,731	0,708	0,521	0,643
del	13,499	0,541	0,561	0,708	0,521	0,643
cúpula	0,686	0,541	16,506	0,708	0,521	0,643
conteúdo	0,686	0,541	16,506	0,708	0,521	0,643
consistente	0,686	0,541	0,731	0,708	0,853	0,533
consignar	0,686	0,79	0,561	0,708	0,521	5,116
confirmar	0,686	0,541	0,561	0,416	0,853	0,533

compra_venda	0,686	0,541	0,561	0,708	0,521	14,393
chegar	0,686	0,541	6,046	0,708	0,521	0,533
certeza	0,686	0,541	0,561	0,708	0,853	5,116
causar	4,723	0,541	0,731	0,708	0,521	0,643
capacidade	0,452	0,79	0,561	0,416	0,521	0,643
cambial	0,686	0,541	16,506	0,708	0,521	0,643
brasileiro	0,686	0,541	16,506	0,708	0,521	0,643
bloco	0,686	0,79	6,046	0,708	0,521	0,643
atividade	4,723	0,541	0,561	0,708	0,853	0,643
artigo_	0,452	0,541	0,561	0,416	0,521	0,533
art_157_da_lei_n_6	0,452	0,541	0,561	4,542	0,521	0,643
art_157_da_lei_	4,723	0,541	0,561	0,416	0,521	0,643
anterior	0,452	0,79	0,731	0,708	0,521	0,643
afetado	13,499	0,541	0,561	0,708	0,521	0,643
adrs	0,686	0,79	0,731	0,416	0,521	0,643
ademais	0,686	0,79	0,731	0,416	0,521	0,643
de	0,686	0,79	0,731	0,708	0,521	0,533
a	0,474	0,121	1,878	0,073	0,185	2,599
em	1,01	1,269	4,335	0,483	0,085	6,1
que	3,153	0,029	20,725	0,135	0,628	12,194
o	0,637	3,049	0,16	7,438	2,964	5,869
ser	2,6	1,053	2,082	2,07	3,655	0,881
por	1,566	0,071	2,492	0,003	9,405	0,016
se	7,533	0,581	0,173	1,16	0,439	0,002
para	3,119	1,059	4,097	0,664	0,224	0,492
uma	2,048	5,133	2,287	0,135	0,004	3,352
com	0,428	0,333	0,602	8,962	0,244	3,102
um	24,002	1,719	1,726	0,137	2,856	9,168
ter	0,001	1,099	0,353	5,342	2,295	0,383
poder	15,642	0,084	5,396	1,065	4,873	1,211
ir	1,268	3,342	0,578	0,022	20,6	0,225
haver	0,73	0,514	0,958	3,657	0,651	5,524
sua	2,946	0,69	0,128	1,133	0,602	2,839
sobre	1,222	1,942	4,297	0,372	10,287	0,654
qualquer	0,169	2,665	2,764	5,635	0,001	1,286
	18,617	1,866	1,935	0,009	1,797	0,405
qual	1,265	0,008	1,929	0,064	0,672	0,164
outro	0,092	2,124	0,392	0,206	0,672	1,106
seu	0,941	0,213	0,157	0,85	0,18	2,219
primeiro	2,868	0,025	3,055	0,04	1,097	0,734
	2,119	1,671	2,258	1,285	0,093	0,148
quanto	0,332	12,006	0,142	2,186	0,093	0,262
estar	0	0,086	0,37	0,004	0,118	0,004
_	0,193	1,478	0,563	1,885	0,03	0,142
tipo	0,012	0,012	1,483	0,02	1,058	0,003
tanto	1,592	0,096	0,944	0,004	0,119	1,083
tal	0,499	4,354	1,335	0,099	1,24	0,05
saber	2,119	1,671	0,142	0,369	6,695	1,645

isso	0,918	1,098	1,138	0,02	0,021	1,081
fazer	0,499	0,004	1,335	1,683	1,128	0,621
esse	13,562	1,287	1,335	0,445	1,24	1,531
aquela	0,332	0,116	1,733	14,028	0,093	1,987
	1,874	0,044	13,934	1,933	0,03	0,142
	1,874	0,637	22,344	1,933	1,424	1,758
n	4,723	0,541	0,561	0,416	0,521	0,643
l	0,081	4,354	0,932	1,683	0,001	1,531
ele	0,193	1,478	1,533	17,112	0,03	1,758
dizer	1,392	1,603	0,006	3,909	1,058	1,306
	1,154	0,91	0,077	1,191	17,532	1,083
essa	0,081	4,354	1,335	0,099	0,001	0,05
entre	1,632	1,026	0,009	0,099	1,128	0,05
desde	1,392	1,603	12,268	1,436	1,058	1,306
algum	0,918	1,098	1,138	1,436	1,058	10,381
	1,392	0,012	1,138	9,216	0,021	1,306
	1,392	1,098	0,006	1,436	23,351	1,306
todo	0,012	1,098	1,138	3,909	0,021	0,003
sob	5,904	0,91	0,944	0,004	0,119	1,083
me	1,154	0,096	0,944	0,004	0,877	6,434
g	0,012	0,012	0,006	1,436	0,021	1,081
f	1,392	1,098	1,483	1,436	1,058	10,381
este	1,592	0,91	7,693	1,191	0,877	1,083
dois	0,686	0,541	0,561	4,542	0,853	0,643
	1,154	0,096	0,944	1,191	0,119	6,434
	0,452	0,541	0,561	4,542	0,521	0,643
sem	0,009	2,478	0,944	0,004	0,877	0,023
r	0,686	6,315	0,561	0,416	0,521	0,643
m	0,686	0,79	6,046	0,708	0,521	0,643
isto	1,154	0,096	0,944	12,501	0,877	1,083
fim	0,919	0,725	0,752	0,1	0,698	9,372
	0,919	0,725	3,678	0,948	4,087	0,862
	2,713	0,725	0,752	2,581	0,698	0,862
segundo	2,713	0,725	0,276	0,1	0,698	0,862
j	0,919	0,725	10,957	0,1	0,698	0,862
i	0,686	0,79	0,561	4,542	0,521	0,643
ela	4,723	0,541	0,561	0,416	0,521	0,643
b	0,919	0,725	0,276	2,581	0,352	0,862
aquele	0,919	0,725	0,752	17,531	0,698	0,862
	0,686	0,79	0,561	4,542	0,521	0,643
	0,919	0,725	0,276	0,948	11,905	0,862
in	0,452	0,79	0,731	0,708	0,521	0,643
esta	0,452	0,79	0,561	0,708	0,521	0,533
após	0,452	0,541	0,731	0,708	0,853	0,643
	0,686	0,541	0,731	0,708	0,521	5,116
*Caso_09	0,193	0,637	1,533	10,339	1,424	1,758
*Caso_03	2,119	0,116	0,317	0,069	0,435	0,148
*Caso_01	17,76	13,785	6,886	8,557	17,809	19,221

*Caso_07	3,379	2,665	45,275	3,486	0,672	0,104
*Caso_06	1,701	0,091	10,459	0,458	0,236	1,508
*Caso_05	2,043	6,7	2,489	8,765	0,831	86,635
*Caso_10	2,16	3,497	3,626	2,277	86,9	4,159

ANEXOS

ANEXO 01: identificação das palavras e casos nas classes de palavras analisadas pelo software livre *Iramuteq* interface de R.

1 Classe 1 39/212 18.4%		2 Classe 2 32/212 15.09%		3 Classe 3 33/212 15.57%		4 Classe 4 40/212 18.87%		5 Classe 5 31/212 14.62%		6 Classe 6 37/212 17.45%	
n...	↑	eff. s.t.	eff. total	pourcentage	chi2	Type	forme				p
43		3	6	50.0	4.11	ver	constituir				0.04267
44		12	42	28.57	3.61	nom	companhia				NS (0.05735)
45		4	10	40.0	3.26	ver	concluir				NS (0.07086)
46		3	7	42.86	2.89	nom	juízo				NS (0.08939)
47		2	4	50.0	2.71	nr	1_				NS (0.09956)
48		2	4	50.0	2.71	adj	definitivo				NS (0.09956)
49		2	4	50.0	2.71	nr	sadia_s_a				NS (0.09956)
50		2	4	50.0	2.71	ver	entender				NS (0.09956)
51		2	4	50.0	2.71	ver	definir				NS (0.09956)
52		2	4	50.0	2.71	adj	consequente				NS (0.09956)
53		8	28	28.57	2.22	nr	fato_relevante				NS (0.13579)
54		8	28	28.57	2.22	nom	decisão				NS (0.13579)
55		3	8	37.5	2.02	nom	forma				NS (0.15512)
56		3	8	37.5	2.02	ver	exigir				NS (0.15512)
57		17	36	47.22	24.0	art_def	um				< 0,0001
58		7	10	70.0	18.62	num	6				< 0,0001
59		15	36	41.67	15.64	ver_sup	poder				< 0,0001
60		5	7	71.43	13.56	pro_dem	esse				0.00023
61		16	51	31.37	7.53	pro_per	se				0.00605
62		3	5	60.0	5.9	pre	sob				0.01510
63		2	3	66.67	4.72	nom_s...	n				0.02975
64		2	3	66.67	4.72	pro_per	ela				0.02975
65		31	143	21.68	3.15	pro_rel	que				NS (0.07580)
66		13	48	27.08	3.12	pre	para				NS (0.07737)
67		7	22	31.82	2.95	pro_pos	sua				NS (0.08610)
68		2	4	50.0	2.71	num	157				NS (0.09956)
69		2	4	50.0	2.71	adj_num	segundo				NS (0.09956)
70		22	95	23.16	2.6	ver_sup	ser				NS (0.10687)
71		12	47	25.53	2.05	art_def	uma				NS (0.15238)
72		33	115	28.7	17.76		*Caso_01				< 0,0001

1 Classe 1 39/212 18.4%	2 Classe 2 32/212 15.09%	×	3 Classe 3 33/212 15.57%	4 Classe 4 40/212 18.87%	5 Classe 5 31/212 14.62%	6 Classe 6 37/212 17.45%
-------------------------------	--------------------------------	---	--------------------------------	--------------------------------	--------------------------------	--------------------------------

n...	↑	eff. s.t.	eff. total	pourcentage	chi2	Type	forme	p
33		5	14	35.71	4.97	nr	_s_a	0.02574
34		4	11	36.36	4.1	nom	compra	0.04300
35		4	11	36.36	4.1	nom	possibilidade	0.04300
36		11	45	24.44	3.9	nom	ação	0.04837
37		2	4	50.0	3.88	ver	tornar	0.04898
38		2	4	50.0	3.88	ver	opar	0.04898
39		2	4	50.0	3.88	nom	data	0.04898
40		2	4	50.0	3.88	nom	variação	0.04898
41		2	4	50.0	3.88	nr	tratativas	0.04898
42		2	4	50.0	3.88	nr	sadia_s_a	0.04898
43		2	4	50.0	3.88	nom	questão	0.04898
44		2	4	50.0	3.88	adv	eis	0.04898
45		2	4	50.0	3.88	nom	contexto	0.04898
46		4	12	33.33	3.3	nom	caso	NS (0.06920)
47		2	5	40.0	2.48	ver	tomar	NS (0.11541)
48		2	5	40.0	2.48	ver	ressaltar	NS (0.11541)
49		2	5	40.0	2.48	nom	impacto	NS (0.11541)
50		2	5	40.0	2.48	ver	bastar	NS (0.11541)
51		5	18	27.78	2.47	nr	informação_relevante	NS (0.11610)
52		3	9	33.33	2.44	nom	intenção	NS (0.11830)
53		4	14	28.57	2.12	ver	realizar	NS (0.14496)
54		5	9	55.56	12.01	pro_ind	quanto	0.00053
55		2	3	66.67	6.32	nom_s...	r	0.01197
56		12	47	25.53	5.13	art_def	uma	0.02347
57		3	7	42.86	4.35	pro_ind	tal	0.03692
58		3	7	42.86	4.35	nom_s...	l	0.03692
59		3	7	42.86	4.35	pro_dem	essa	0.03692
60		2	5	40.0	2.48	pre	sem	NS (0.11541)
61		4	14	28.57	2.12	pro_ind	outro	NS (0.14496)
62		27	115	23.48	13.78		*Caso_01	0.00020
63		8	8.56	10.34	8.56		*Caso_07	< 0,0001

1 Classe 1 39/212 18.4%		2 Classe 2 32/212 15.09%		3 Classe 3 33/212 15.57%		4 Classe 4 40/212 18.87%		5 Classe 5 31/212 14.62%		6 Classe 6 37/212 17.45%	
n...	↑	eff. s.t.	eff. total	pourcentage	chi2	Type	forme				p
30		4	9	44.44	5.96	adj	ativo				0.01460
31		5	13	38.46	5.52	nom	conhecimento				0.01876
32		5	13	38.46	5.52	nom	reunião				0.01876
33		4	11	36.36	3.82	nr	s_a				NS (0.05069)
34		4	11	36.36	3.82	nom	relação				NS (0.05069)
35		8	29	27.59	3.69	ver	acusar				NS (0.05463)
36		2	4	50.0	3.68	nom	presente				NS (0.05513)
37		2	4	50.0	3.68	nom	variação				NS (0.05513)
38		2	4	50.0	3.68	nr	log_in				NS (0.05513)
39		2	4	50.0	3.68	adv	eis				NS (0.05513)
40		2	4	50.0	3.68	ver	dar				NS (0.05513)
41		7	25	28.0	3.33	ver	divulgar				NS (0.06786)
42		4	12	33.33	3.06	nom	termo				NS (0.08048)
43		2	5	40.0	2.33	ver	observar				NS (0.12722)
44		2	5	40.0	2.33	adj	nacional				NS (0.12722)
45		2	5	40.0	2.33	nom	prova				NS (0.12722)
46		2	5	40.0	2.33	nom	impacto				NS (0.12722)
47		2	5	40.0	2.33	ver	colocar				NS (0.12722)
48		6	8	75.0	22.34	num	2006				< 0,0001
49		5	8	62.5	13.93	num	7				0.00018
50		4	6	66.67	12.27	pre	desde				0.00046
51		3	4	75.0	10.96	nom_s...	j				0.00093
52		3	5	60.0	7.69	pro_dem	este				0.00554
53		2	3	66.67	6.05	nom_s...	m				0.01393
54		29	155	18.71	4.33	pre	em				0.03734
55		2	4	50.0	3.68	num	21				NS (0.05513)
56		4	12	33.33	3.06	adj_num	primeiro				NS (0.08048)
57		3	9	33.33	2.26	num	1				NS (0.13296)
58		11	14	78.57	45.28		*Caso_07				< 0,0001
59		7	16	43.75	10.46		*Caso_06				0.00122

1 Classe 1 39/212 18.4%	2 Classe 2 32/212 15.09%	3 Classe 3 33/212 15.57%	4 Classe 4 40/212 18.87%	5 Classe 5 31/212 14.62%	6 Classe 6 37/212 17.45%	×
-------------------------------	--------------------------------	--------------------------------	--------------------------------	--------------------------------	--------------------------------	---

n...	↑	eff. s.t.	eff. total	pourcentage	chi2	Type	forme	p
48		2	3	66.67	5.12	nom	autor	0.02370
49		2	3	66.67	5.12	adv	tampouco	0.02370
50		2	3	66.67	5.12	adj	seguinte	0.02370
51		2	3	66.67	5.12	adj	razoável	0.02370
52		2	3	66.67	5.12	nom	obtenção	0.02370
53		2	3	66.67	5.12	adj	histórico	0.02370
54		2	3	66.67	5.12	adv	dentro	0.02370
55		2	3	66.67	5.12	ver	consignar	0.02370
56		2	3	66.67	5.12	nom	certeza	0.02370
57		3	6	50.0	4.54	adj	concreto	0.03310
58		3	6	50.0	4.54	ver	utilizar	0.03310
59		3	7	42.86	3.24	adj	penal	NS (0.07173)
60		2	4	50.0	3.0	ver	adquirir	NS (0.08338)
61		2	4	50.0	3.0	ver	prever	NS (0.08338)
62		2	4	50.0	3.0	nr	log_in	NS (0.08338)
63		4	11	36.36	2.88	nr	insider_trading	NS (0.08968)
64		3	8	37.5	2.32	adj	efetivo	NS (0.12778)
65		4	12	33.33	2.23	nom	caso	NS (0.13564)
66		34	143	23.78	12.19	pro_rel	que	0.00047
67		4	6	66.67	10.38	pro_ind	algum	0.00127
68		4	6	66.67	10.38	nom_s...	f	0.00127
69		3	4	75.0	9.37	nom_s...	fim	0.00220
70		3	5	60.0	6.43	pro_per	me	0.01119
71		3	5	60.0	6.43	num	2014	0.01119
72		30	135	22.22	5.87	art_def	o	0.01541
73		10	31	32.26	5.52	ver_sup	haver	0.01875
74		2	3	66.67	5.12	num	12	0.02370
75		11	41	26.83	3.1	pre	com	NS (0.07819)
76		35	183	19.13	2.6	pre	a	NS (0.10695)
77		24	32	75.0	86.63		*Caso_05	< 0,0001