

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE GOIÁS
FACULDADE DE DIREITO
JÉSSICA VIEIRA GOMES**

***INSIDER TRADING: UM ESTUDO A PARTIR DA LEGISLAÇÃO
BRASILEIRA***

**Goiânia
2023**



UNIVERSIDADE FEDERAL DE GOIÁS
FACULDADE DE DIREITO

TERMO DE CIÊNCIA E DE AUTORIZAÇÃO PARA DISPONIBILIZAR VERSÕES ELETRÔNICAS DE TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO DE GRADUAÇÃO NO REPOSITÓRIO INSTITUCIONAL DA UFG

Na qualidade de titular dos direitos de autor, autorizo a Universidade Federal de Goiás (UFG) a disponibilizar, gratuitamente, por meio do Repositório Institucional (RI/UFG), regulamentado pela Resolução CEPEC no 1240/2014, sem ressarcimento dos direitos autorais, de acordo com a Lei no 9.610/98, o documento conforme permissões assinaladas abaixo, para fins de leitura, impressão e/ou download, a título de divulgação da produção científica brasileira, a partir desta data.

O conteúdo dos Trabalhos de Conclusão dos Cursos de Graduação disponibilizado no RI/UFG é de responsabilidade exclusiva dos autores. Ao encaminhar o produto final, a autora e o orientador firmam o compromisso de que o trabalho não contém nenhuma violação de quaisquer direitos autorais ou outro direito de terceiros.

1. Identificação do Trabalho de Conclusão de Curso de Graduação (TCCG)

Nome completo da autora: Jéssika Vieira Gomes

Título do trabalho: *INSIDER TRADING*: UM ESTUDO A PARTIR DA LEGISLAÇÃO BRASILEIRA

2. Informações de acesso ao documento (este campo deve ser preenchido pelo orientador) Concorda com a liberação total do documento
[X] SIM [] NÃO¹

[1] Neste caso o documento será embargado por até um ano a partir da data de defesa. Após esse período, a possível disponibilização ocorrerá apenas mediante: a) consulta ao(à)s autor(a)(es)(as) e ao(à) orientador(a); b) novo Termo de Ciência e de Autorização (TECA) assinado e inserido no arquivo do TCCG. O documento não será disponibilizado durante o período de embargo.

Casos de embargo:

- Solicitação de registro de patente;
- Submissão de artigo em revista científica;
- Publicação como capítulo de livro.

Obs.: Este termo deve ser assinado no SEI pelo orientador e pelo autor.



Documento assinado eletronicamente por **Álvaro Augusto Camilo Mariano, Professor do Magistério Superior**, em 15/02/2023, às 15:01, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no § 3º do art. 4º do [Decreto nº](#)



Documento assinado eletronicamente por **Jéssika Vieira Gomes, Discente**, em 17/02/2023, às 14:09, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no § 3º do art. 4º do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site https://sei.ufg.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0, informando o código verificador **3532358** e o código CRC **62EB9AC2**.

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE GOIÁS
FACULDADE DE DIREITO
JÉSSIKA VIEIRA GOMES**

***INSIDER TRADING: UM ESTUDO A PARTIR DA LEGISLAÇÃO
BRASILEIRA***

Trabalho de Conclusão de Curso como exigência parcial para obtenção do título de Bacharel em Direito – Faculdade de Direito – FD da Universidade Federal de Goiás – UFG, sob orientação do Prof.º Dr. Álvaro Augusto Camilo Mariano, apresentado no 2º sem. letivo 2022.

**Goiânia
2023**

Ficha de identificação da obra elaborada pelo autor, através do Programa de Geração Automática do Sistema de Bibliotecas da UFG.

GOMES, JÉSSIKA VIEIRA
INSIDER TRADING: UM ESTUDO A PARTIR DA LEGISLAÇÃO
BRASILEIRA [manuscrito] / JÉSSIKA VIEIRA GOMES. - 2023.
XIX, 29 f.

Orientador: Prof. Dr. Álvaro Augusto Camilo Mariano.
Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação) - Universidade
Federal de Goiás, Faculdade de Direito (FD), Direito, Goiânia, 2023.

1. Insider trading. 2. Lei 6.404/1976. 3. Assimetria Informacional.
4. Resolução 44/2021. 5. Mercado de Capitais. I. Mariano, Álvaro
Augusto Camilo , orient. II. Título.

CDU 347.7



UNIVERSIDADE FEDERAL DE GOIÁS
FACULDADE DE DIREITO

ATA DE DEFESA DE TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO

Ao décimo quinto dia do mês de fevereiro do ano de 2023 iniciou-se a sessão pública de defesa do Trabalho de Conclusão de Curso (TCC) intitulado “*INSIDER TRADING: UM ESTUDO A PARTIR DA LEGISLAÇÃO BRASILEIRA*”, de autoria de Jéssika Vieira Gomes, do curso de Direito, da Faculdade de Direito da UFG. Os trabalhos foram instalados pelo Prof. Dr. Álvaro Augusto Camilo Mariano (FD/UFG) com a participação do membro da Banca Examinadora: Clodoaldo Moreira dos Santos Junior (FD/UFG). Após a apresentação, a banca examinadora realizou a arguição da estudante. Posteriormente, de forma reservada, a Banca Examinadora atribuiu a nota final de 8,5 , tendo sido o TCC considerado aprovado.

Proclamados os resultados, os trabalhos foram encerrados e, para constar, lavrou-se a presente ata que segue assinada pelos Membros da Banca Examinadora.



Documento assinado eletronicamente por **Álvaro Augusto Camilo Mariano, Professor do Magistério Superior**, em 15/02/2023, às 14:19, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no § 3º do art. 4º do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).



Documento assinado eletronicamente por **Clodoaldo Moreira Dos Santos Júnior, Professor do Magistério Superior**, em 15/02/2023, às 15:56, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no § 3º do art. 4º do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site https://sei.ufg.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0, informando o código verificador **3532314** e o código CRC **141B5A95**.

INSIDER TRADING: UM ESTUDO A PARTIR DA LEGISLAÇÃO BRASILEIRA

Jéssika Vieira Gomes¹

RESUMO

Insider Trading é uma prática de negociação de valores mobiliários por usuários internos, a partir do conhecimento de alguma informação privilegiada, ou seja, aquela não revelada ao público. A Lei de nº 10.303/2001 classificou tal prática como crime, com pena de reclusão de um a cinco anos, além de multa de 3 vezes o montante obtido de forma ilícita. O referido dispositivo é recente em relação ao Mercado Financeiro. Há uma certa dificuldade em imputar tal conduta ao agente ativo. O presente projeto tem o objetivo de analisar a aplicação da legislação penal no crime de *Insider Trading* procurando verificar a aplicação da lei brasileira na prática dos crimes envolvendo informações privilegiadas. Para alcançar tal objetivo será feita uma revisão bibliográfica. A partir dessa análise, espera-se verificar se o dispositivo legal brasileiro apresenta aplicabilidade na repressão de tal conduta.

PALAVRAS-CHAVE: *Insider trading*. Lei 6.404/1976. Assimetria Informacional. Resolução 44/2021. Mercado de Capitais.

ABSTRACT

Insider Trading is a practice of trading securities by internal users, based on the knowledge of privileged information, that is, information not disclosed to the public. Law nº 10.303/2001 classified such practice as a crime, with a prison sentence of one to five years, in addition to a fine of 3 times the amount obtained illegally. This device is recent in relation to the Financial Market. There is some difficulty in imputing such conduct to the active agent. This project aims to analyze the application of criminal law in the crime of *Insider Trading*, seeking to verify the application of Brazilian law in the practice of crimes involving privileged information. To achieve this objective, a bibliographical review will be carried out. From this analysis, it is expected to verify if the Brazilian legal device presents applicability in the repression of such conduct.

KEY-WORDS: *Insider trading*. Lei 6.404/1976. Informational Asymmetry. Resolution 44/2021. Capital Markets.

SUMÁRIO: 1 INTRODUÇÃO. 2 MERCADO DE CAPITAIS. 2.1 O PAPEL DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM) NO MERCADO DE CAPITAIS. 3 O QUE É INSIDER TRADING? 3.1 INSIDER TRADING E LEGISLAÇÕES 3.2 A CRIMINALIZAÇÃO DO INSIDER TRADING. 3.3 RESOLUÇÃO 44/2021 DA CVM E ASSIMETRIA INFORMACIONAL. 3.4 CASOS ENVOLVENDO INSIDER TRADING. 3.5 INSIDER TRADING: UM TÍPICO “CRIME DO COLARINHO BRANCO”. 4. INSIDER TRADING E RESPERCUSÕES NAS EMPRESAS 5. CONCLUSÃO. REFERÊNCIAS.

¹ Mestra em Ciências Contábeis pela FACE-UFG. Graduada em Contabilidade pela FACE-UFG, graduanda em Direito pela FD-UFG. jessika.gomes@discente.uf.br

1 INTRODUÇÃO

Desde as grandes navegações as Sociedade Anônimas possuem destaque nas economias, no mercado brasileiro não seria diferente. No Brasil, as Sociedade Anônimas são regidas pela Lei 6.404 de 1976, mas comumente conhecida como Lei das Sociedades Anônimas (LSA).

As empresas que se propõem a operar na Bolsa de Valores do Mercado de Capitais brasileiro devem seguir as normas e regulamentações da CVM (Comissão de Valores Mobiliários), autarquia que fiscaliza o Mercado de Capitais. Dito isso, o artigo 157 da LSA preconiza o dever que o administrador da companhia tem de informar quaisquer atos ou fatos relevantes nas atividades da companhia.

As divulgações realizadas pelas companhias são importantes para que os investidores possam tomar suas decisões com eficiência. Para Santos e Cruz (2020) “a informação é certamente o bem mais valioso em uma negociação”.

Nas empresas podemos dividir os possuidores de informações em: usuários internos e usuários externos. Os usuários internos são aqueles que gerenciam as empresas e possuem a informação, já os externos são as pessoas externas a ela, que não possuem a informação de forma imediata. No caso das companhias abertas, os usuários externos são os investidores, CVM, Governo, cidadãos, dentre outros. Essa assimetria informacional entre os usuários pode fazer com que o possuidor da informação privilegiada a utilize para proveito próprio ou de um terceiro.

Conforme Múrcia e Cunha (2022) os *insiders* são as pessoas que se encontram efetivamente dentro das companhias (administradores, diretores, acionistas controladores, empregados da empresa). A própria CVM salienta que o Direito brasileiro, ainda não definiu expressamente o que seja um “*insider*.”

Portanto, a negociação de valores mobiliários por parte de diretores, executivos, e grandes acionistas, que são comumente chamados de *insiders*, comanda ampla atenção no Mercado de Capitais. Assim, a presente pesquisa busca responder à pergunta: *O que diz a legislação brasileira a respeito da conduta de insider trading?*

O desenvolvimento desta pesquisa será de modo teórico. Para concretizá-la, será realizada uma revisão bibliográfica através da leitura crítica de dissertações, artigos científicos, teses, periódicos etc. Além disso, também será feita pesquisa documental de legislações a nível nacional e pesquisas acadêmicas acerca da temática proposta. A partir desta pesquisa, *o objetivo deste artigo é analisar a normatização brasileira sobre insider Trading.*

2 MERCADO DE CAPITAIS

Segundo Alonso (2009) Mercado de Capitais é o ambiente de negócios onde são transacionados valores mobiliários e é um meio para a tomada de crédito, ou a mobilização de poupança. Pode-se dizer que ele é uma ferramenta utilizada pelas Companhias a fim de captação de dinheiro para alavancagem de seus negócios, com um custo de transação baixo.

Ainda segundo o autor o Mercado de Capitais além de facilitar o incremento das relações econômicas em nível internacional, facilita a internalização dos mercados financeiros e de valores Mobiliários. Para ele, as Companhias, especialmente grandes empresas e conglomerados multinacionais procuram emitir seus papéis nos mercados de mais de um país; aumentando, em consequência, suas possibilidades de captação de recursos. Ante o exposto, não resta dúvida que, este mercado auxilia às empresas na busca de um *market share* relevante a nível internacional.

O Brasil está entre as dez maiores economias do mundo, conforme reportagem do O Globo no mês de setembro de 2022. Assim, pode-se dizer que, o Mercado de Capitais impulsionou esse desenvolvimento (DE OLIVEIRA, 2012).

Em debates da ANBIMA (Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais) com a B3 (Bolsa de Valores) países nos quais o Mercado de Capitais tem um certo protagonismo na economia alcançam melhor desempenho em termos de crescimento e desenvolvimento social.

Além disso, tanto os investidores individuais, quanto os institucionais objetivam uma alocação eficiente dos recursos. Consequentemente as empresas buscam aprimorar a

governança corporativa, o compartilhamento de informações, a transparência e o *full disclosure*.

Adicionalmente, o Mercado de Capitais brasileiro possui uma estrutura de propriedade concentrada, o que corrobora para que haja uma concentração de informações nas mãos de um número reduzido de acionistas, pois, no mercado daqui, existe um acúmulo de capital votante em poder de uma parcela minoritária deles (DE MACENA ARAÚJO; SANTOS, 2016). Isso fortalece o aumento da assimetria informacional entre os acionistas.

Ademais, de acordo com Corrêa *et al* (2019), os casos mais comuns da prática do crime de *insider trading* são os que envolvem as operações de Fusões & Aquisições entre empresas. Indo ao encontro dos autores, pode-se citar o caso emblemático de *insider trading* cometido pelo administrador da Sadia, em 2006.

Deste modo, com o aumento das negociações do Mercado de Capitais, há também o aumento da especulação com informações privilegiadas, sendo então necessário que haja regulamentações mais rigorosas de maneira a evitar os ganhos excessivos, baseados em *insider trading* (DE OLIVEIRA, 2012).

O mercado de capitais vive de informações, as quais são extremamente importantes para o seu bom funcionamento. Ademais, é necessária uma equidade de disponibilização de informações, tanto para os usuários internos quanto para os externos. Dito isso, é necessário que haja um controle quando da utilização destas informações por parte de seus detentores, a fim que não haja um desequilíbrio entre os agentes.

Segundo Eizirik (2011, p. 556) o Mercado de Capitais brasileiro é regido pelo *full disclosure*, tendo em vista que esta divulgação de informações, por parte das Sociedades Anônimas, gera credibilidade e confiança ao mercado. Ademais, o autor ainda assevera que:

As normas preventivas são as que: promover o sistema de “disclosure”, ou de transparência das informações de maneira a assegurar à necessária visibilidade as operações de mercado de capitais; e impõem aos insiders a obrigação de informar sobre as operações por eles realizadas [...]. (EIZIRIK, 2011, p. 556)

Deste modo, no Mercado de Capitais, a omissão do dever de informar vai de encontro a um dos princípios que o rege, qual seja, o *full disclosure*. Vale ressaltar, que a LSA enfatiza o poder dever de informar que os administradores das Companhias abertas têm.

O equilíbrio do mercado de valores mobiliários é disciplinado pela CVM (Comissão de Valores Mobiliários), entidade a qual será abordada no próximo tópico.

Por conseguinte, de acordo com de Oliveira (2012) a tipificação penal não basta, mas o sério e eficiente combate ao *Insider Trading*, tendo em vista que a lesividade de tal conduta não prejudica apenas o Mercado de Capital em si, mas um sem-número de pessoas.

2.1 O PAPEL DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM) NO MERCADO DE CAPITAIS

A CVM é uma autarquia especial com função de: regular, disciplinar, fiscalizar e desenvolver o mercado de valores mobiliários. Sérgio Botrel apresenta a seguinte definição sobre a CVM:

A CVM é entidade autárquica em regime especial, instituída pela Lei n. 6.385/1976, vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica e patrimônios próprios, dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária.

Sendo assim, a regulação por parte da CVM é necessária para garantir o desenvolvimento e a eficiência do Mercado de Capitais brasileiro e assim garantir o direito da dos investidores e conseqüentemente da coletividade.

Segundo Botrel (2014) a CVM possui atribuições normativas e fiscalizatórias. Além disso, segundo o autor:

a Lei 6.385/1976 e a LSA outorgaram à CVM competência para regulamentar diversas matérias e, naturalmente, fiscalizá-las, aplicando-se sanções cabíveis à espécie, com o intuito, dentre outros, de proteger os titulares de valores mobiliários e investidores contra (a) emissões irregulares de valores mobiliários; (b) **atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas, ou de**

administrados de carteira de valores mobiliários; (c) o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários.
(Grifo meu)

Como pode ser observado, a CVM é um órgão de suma importância para o Mercado de Capitais, haja vista que ele atua fiscalizando as empresas em relação: às movimentações das negociações das ações no mercado, ao cumprimento das normas e das resoluções editadas, ao cumprimento do disposto na LSA, dentre outros normativos aos quais ele está sujeito. Ressalta-se que, ela também é uma ferramenta que ajuda a coibir que atos ilegais sejam praticados pelos agentes ligados às Companhias.

3 O QUE É *INSIDER TRADING*?

Pode-se dizer que *insider trading* é uma prática de negociação de valores mobiliários por usuários internos, a partir do conhecimento de alguma informação privilegiada (relevante), ou seja, aquela que não foi revelada ao público com o objetivo de obter ganho pessoal (CORRÊA *et al.*, 2019; MACHADO, 2009; SANTOS; CRUZ, 2020).

Para Smaniotto e Neto (2022) *insider trading* é crime de informação privilegiada, que consiste no ato de utilizar informações relevantes e não divulgadas ao público geral para obter vantagem indevida para si ou para outrem em negócios acionários, ocasionando alteração no regular funcionamento do mercado de valores.

Assim, aqueles que possuem informações privilegiadas sobre determinada companhia e aproveitam-se delas para lucrar em detrimento do prejuízo daqueles que desconhecem estas informações, praticam *insider trading* (SANTOS; DA CRUZ, 2020).

Eirik (1983) define *insider trading* como:

[...] a utilização de informações relevantes acerca de uma empresa por parte de pessoas que, por força de seu exercício profissional, têm acesso a informações privilegiadas em detrimento de outros e, assim, realizam negociações antes que as informações sejam lançadas ao público, ou seja, negocia no mercado antes que o preço reflita o impacto da nova informação, auferindo ganhos superiores aos da média do mercado. Detém, portanto, de

uma vantagem competitiva no uso inapropriado de informações privilegiadas (*insider information*).

Segundo Barbosa, Camargos e Romero (2008) *insider trading* é a utilização de informação privilegiada. Nota-se que, tal prática ocorre quando alguém que sabe de determinada informação, ainda não divulgada para o público externo, faz uso dela em benefício próprio e/ou de terceiros e, assim, obtém *ganhos extraordinários* no mercado.

Ainda, de acordo com Carvalhosa (2009) a definição de *insider trading* é:

qualquer operação realizada por um insider, com valores mobiliários de emissão da companhia, no período imediatamente seguinte ao conhecimento da informação relevante e antes que tal informação chegue ao público investidor pelos meios institucionais de divulgação adotados no mercado de capitais. Assim, o *insider trading* caracteriza-se pelo uso da informação relevante não divulgada na compra ou venda de valores mobiliários de emissão da companhia, gerando um desequilíbrio de posições, lesivo tanto a uma das partes da operação – o comprador ou vendedor outsider – como o próprio mercado de capitais, em termos de confiabilidade.

O *insider trading* pode ser definido como a comercialização de valores mobiliários de uma sociedade com o envolvimento do uso de uma informação ainda não divulgada, que somente é conhecida pelas pessoas a ela vinculadas (TORQUATOO, 2006).

Pode-se dizer que, insider faz o uso de informação privilegiada, por agentes da companhia, é conhecido como "*Insider Trading*". Ela é considerada uma operação realizada por um "*insider*" com valores mobiliários de emissão da companhia, e em proveito próprio ou de outrem, para obtenção de valores extraordinários (CVM, 1978).

De acordo com Damodaran e Liu (1993), há evidências substanciais de que informações privilegiadas estão presentes em anúncios corporativos e que práticas de *insider trading* são motivadas, sobretudo, por informações de cunho privado, ou seja, não divulgado para o público externo. No Brasil, há uma concentração no mercado de capitais, no qual os agentes financiadores possuem mais informações e assim influenciam o processo de precificação dos investidores (CUNHA; COSTA, 2011).

3.1 INSIDER TRADING E LEGISLAÇÕES

Desde a década de 70 encontra-se positivado na legislação brasileira a vedação da utilização de informação relevante e o dever de informar. A Lei n.º 4.728 de 1965 disciplina o Mercado de Capitais brasileiro e seu desenvolvimento e atribui ao Banco Central o dever de fiscalizá-lo.

Sendo assim, o artigo 3º da referida lei atribui competência ao Banco Central conforme inciso X de: *“fiscalizar a utilização de informações não divulgadas ao público em benefício próprio ou de terceiros, por acionistas ou pessoas que, por força de cargos que exerçam, a elas tenham acesso”*. (Grifo meu).

Já em 1976, a Lei 6.385², em seu art. 4º, IV, c, salienta que o Conselho Monetário Nacional e o Conselho de Valores Mobiliários exercerão as atribuições previstas na lei a fim de proteger os interesses dos titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários.

Como pode ser observado, o Brasil, tem tratado de forma sistemática a disciplina e fiscalização do Mercado de Capitais brasileiro. O artigo 155 da Lei de Sociedades Anônimas tem o condão de informar, conforme pode ser observado a seguir:

Art. 155. O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios, sendo-lhe vedado:

I - usar, em benefício próprio ou de outrem, com ou sem prejuízo para a companhia, as oportunidades comerciais de que tenha conhecimento em razão do exercício de seu cargo;

II - omitir-se no exercício ou proteção de direitos da companhia ou, visando à obtenção de vantagens, para si ou para outrem, deixar de aproveitar oportunidades de negócio de interesse da companhia;

III - adquirir, para revender com lucro, bem ou direito que sabe necessário à companhia, ou que esta tencione adquirir.

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

² BRASIL. Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Brasília, 1976. Disponível em [http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385.htm].

informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários.

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

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

§ 4º É vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001).

(grifos meu)

Ademais, ainda sobre o dever de informar, o artigo 157 ressalta que:

Art. 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**
- (grifo meu)

No âmbito da responsabilização, o artigo 158 desta mesma lei, fala que, o administrador é pessoalmente responsável pelas obrigações que contrair com a sociedade quando proceder dentro de suas atribuições ou poderes com culpa ou dolo.

No Direito Econômico tem-se o artigo 170 da Constituição Federal, que traz requisitos importantes sobre a ordem econômica brasileira e garante direitos importantes para o equilíbrio da Economia e a ordem social.

Versa o artigo 170 da Constituição Federal:

Art. 170. A ordem econômica, fundada na valorização do trabalho humano e na livre iniciativa, tem por fim assegurar a todos existência digna, conforme os ditames da justiça social, observados os seguintes princípios:

I - soberania nacional;

II - propriedade privada;

III - função social da propriedade;

IV - livre concorrência;

V - defesa do consumidor;

VI - defesa do meio ambiente;

VII - redução das desigualdades regionais e sociais;

VIII - busca do pleno emprego;

IX - tratamento favorecido para as empresas brasileiras de capital nacional de pequeno porte.

Como pode ser percebido, a Constituição prevê a proteção consumerista. Deste modo, o investidor que se sentir lesado de algum modo, pode reportar a prática de *insider trading* na CVM e garantir seu direito tutelado.

As condutas e práticas envolvendo *insider trading* são apuradas e sancionadas por meio de processo sancionador (PAS) de competência da CVM.

Ademais, Vasconcelos *et al.* (2016) ressaltam que a legislação brasileira objetiva a formação de um mercado competitivo pautado na valorização das questões sociais, respeitando o princípio da livre concorrência.

3.2 A CRIMINALIZAÇÃO DO *INSIDER TRADING*

Devido à robustez do Mercado de Capitais dos Estados Unidos este já tipifica a conduta de uso de informação privilegiada há muitos anos. Neste país a regulação do Mercado de Capitais é feita pela *SEC (U.S. Securities and Exchange Commisiion)*.

A normatização do uso de informação privilegiada, no EUA, data de 1934, quando a *SEC* editou a *Securities and Exchange Act*. A seção 6, 78f desta norma dispõe sobre a fiscalização:

[...]exigir que procedimentos sejam implementados para vigilância coordenada entre o mercado no qual o produto de futuros de valores mobiliários é negociado, qualquer mercado em que qualquer título subjacente ao produto de futuros de valores mobiliários seja negociado e outros mercados em que qualquer título relacionado seja

negociado para detectar manipulação e negociação com informações privilegiadas; [...]³

Esta norma dispõe sobre o dever de fiscalização que o órgão tem em relação às negociações dos valores mobiliários. Em 1942 a SEC editou a Seção 10 b-5 para responsabilizar a prática de utilização abusiva de informações sigilosas⁴ conforme a seguir:

[...] SEC. 10. Será ilícito para qualquer pessoa, direta ou indiretamente, pelo uso de qualquer meio ou instrumentalidade do comércio interestadual ou dos correios, ou de qualquer instalação de qualquer bolsa de valores nacional - (a)(1) Efetuar uma venda a descoberto, ou usar ou empregar qualquer ordem stop-loss em conexão com a compra ou venda, de qualquer título que não seja um título do governo, em violação de tais regras e regulamentos como o A Comissão pode prescrever conforme necessário ou apropriado no interesse público ou para a proteção dos investidores. (2) [15] O parágrafo (1) desta subseção não se aplica a produtos de futuros de valores mobiliários. (b) Para usar ou empregar, em conexão com a compra ou venda de qualquer valor mobiliário registrado em um banco nacional bolsa de valores ou qualquer valor mobiliário não registrado, ou qualquer contrato de swap baseado em valores mobiliários, qualquer dispositivo ou dispositivo manipulador ou enganoso em violação de tais regras e regulamentos como o Comissão pode prescrever conforme necessário ou apropriado no interesse público ou para a proteção de investidores [...].

A conduta de *insider trading* foi tipificada no âmbito penal brasileiro, no ano de 2001, com a atualização da Lei 6.385/1976 pela Lei 10.303/2001, mais de 20 anos após a sanção da Lei das Sociedades Anônimas, ou seja, um tipo penal novo em relação ao funcionamento do Mercado de Capitais.

³ Conforme texto original - tradução nossa: (I) require that procedures be in place for coordinated surveillance among the market on which the security futures product is traded, any market on which any security underlying the security futures product is traded, and other markets on which any related security is traded to detect manipulation and insider trading;

⁴ Conforme texto original – tradução minha: 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— (a)(1) To effect a short sale, or to use or employ any stop-loss order in connection with the purchase or sale, of any security other than a government security, 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. (2) [15] Paragraph (1) of this subsection shall not apply to security futures products. (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.”

Frederico de Lacerda da Costa Pinto⁵ ressalta a importância da criminalização da conduta de *insider trading* pois, ele define o bem jurídico como a proteção da função pública da informação enquanto critério igualitário de distribuição do risco do negócio, no Mercado de Capitais. Isso ocorre pois, de acordo com o autor o agente que faz o uso indevido de uma informação privilegiada não atrapalha apenas a igualdade de informações entre os investidores, mas altera as condições dos níveis de eficiência do mercado e seu regular funcionamento.

No tocante ao elemento subjetivo, a redação do tipo penal evidencia que o dolo destas condutas deve ser o específico, ou seja, o agente deve ter o especial fim de agir e não apenas vontade. Dito isso, a prática do crime de *insider trading* só é possível na modalidade dolosa. Além disso, percebe-se pela redação dada à nova Resolução 44 a presunção de uso da informação privilegiada, com o fim de obter vantagem ou causar dano. Assim, não se incriminam condutas culposas ou as quais não foram possíveis obtenção de ganhos, e assim não atrapalhando o eficiente funcionamento do mercado.

O usuário interno que fizer uso de informação privilegiada seja em proveito próprio ou de outrem, a fim de obter ganhos extraordinários, comete crime de *insider trading*. O artigo 27-D da Lei 6.385/1976 assim o tipifica:

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

Pena – reclusão, de 1 (um) a 5 (cinco) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime. (Grifo meu)

Ademais, conforme salienta Eirikiz (2011):

O bem juridicamente protegido pelas normas societárias e penais que sancionam o *insider trading* é o da **estabilidade e eficiência do mercado de capitais**, tutelando o princípio da transparência de informações, essencial ao desenvolvimento regular do mercado. Também pode ser considerado como bem jurídico objeto da tutela a

⁵ PINTO, Frederico de Lacerda da Costa. O novo regime de crimes e contra-ordenações no código dos valores mobiliários. Coimbra: Almedina, 2000

proteção da confiança e do patrimônio dos investidores que aplicam recursos no mercado de capitais. (grifo meu)

Importante ressaltar que o crime de *insider trading* é um crime próprio pois ele é praticado por pessoas específicas que tem acesso e obtém uma informação privilegiada; isto é, pode ser praticado por administradores, CEOs, CFOs, contador, acionista controlador etc.

Além disso, os *insiders* podem ser divididos em primários e secundários. Podem ser considerados *insiders* primários, os membros da administração ou fiscalização, os acionistas, os prestadores de serviço em caráter permanente, aqueles que tiverem acesso à informação privilegiada por força da função ocupada. Já os *insiders* secundários são aqueles não incluídos no rol dos *insider* primários, ou seja, aqueles que não tem conexão direta com a companhia.

Sendo assim, uma conduta praticada por algum usuário da companhia a fim de obter ganhos na compra ou venda de valores mobiliários, no Mercado de Capitais, lhe é imputado o crime de *Insider Trading*, aja visto o delito cometido contra o patrimônio dos investidores.

Considera-se *insider* de acordo com Cunha e Murcia (2021) as pessoas que se encontram efetivamente dentro das companhias (administradores, diretores, acionistas controladores, empregados da empresa). Há autores que consideram a prática do uso indevido de informações privilegiadas (*insider trading*) o crime mais grave que pode ocorrer no Mercado de Capitais.⁶

Diante o exposto, pode-se dizer que são elementos caracterizadores do ilícito de *insider trading*, conforme a Resolução 44 da CVM e a Lei 6.385/1976:

- 1) Existência de informação privilegiada;
- 2) Acesso à informação privilegiada;

⁶ PARENTE, Norma Jonssen. Tratado de Direito Empresarial – Volume VI – Mercado de Capitais. São Paulo, Editora Revistas dos Tribunais Ltda., 2016. Edição Thomson Reuters. Item 10.11 – Uso de informação privilegiada – *insider trading*. p. 1.

3) Utilização da informação privilegiada e

4) Negociação com valor mobiliário.

Como pode ser visto, os dispositivos legais falam sobre a responsabilização do sujeito ativo do crime de *Insider Trading*, no entanto, quando este faz uso de informação relevante? Além do mais, quando uma informação pode ser considerada como relevante? Como saber se a partir daquela informação o *insider* obteve algum tipo de ganho? São questionamentos pertinentes sobre o assunto.

3.3 RESOLUÇÃO 44/2021 DA CVM E ASSIMETRIA INFORMACIONAL

Foi editada em 2021 a Resolução 44 da CVM, em substituição à Instrução 358 de 2002. Tal resolução define Fatos Relevantes como aqueles que têm o potencial de influenciar as decisões dos usuários das informações financeiras e contábeis de maneira a impactar a decisão de manter, de comprar ou de vender determinado título mobiliário.

No entanto, a Resolução 44 traz 22⁷ categorias exemplificativas, tidas como relevantes para a divulgação quando da sua ocorrência pelo *insider*. A questão é, seria somente essas categorias tidas como relevantes? Como identificar que uma informação é relevante?

⁷ 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
- 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;

Dito isso, a CVM a partir da Lei 6.404 de 1976 diz que informação relevante é aquela que os executivos devem divulgar, a qual possa influenciar: na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários; na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados.

Mota (2020) em seu livro salienta que, o dever de divulgar os Fatos Relevantes, possui reflexo na vedação da prática do *Insider Trading*. Como pode ser percebido, é necessário que haja uma equidade informacional a fim de combater essa prática. Assim, é importante que Companhias do Mercado de Capitais possuam mecanismos que visem fazer frente a esse crime, bem como apliquem o *full disclosure*.

Segundo Prado 2019:

Bem jurídico e sujeitos de delito: tutelam-se o correto funcionamento do mercado de valores e a igualdade de oportunidades (bem jurídico transindividual). São destacados como elementos fundamentais da proteção jurídica: regularidade, transparência (princípio da transparência informativa societária), confiança no funcionamento do mercado de capitais, e igualdade de todos os operadores econômicos.

Quando um usuário interno tem mais informações disponíveis para si em relação aos usuários externos à companhia, estes podem fazer o uso inadequado delas em proveito próprio ou de terceiros. Os Fatos Relevantes são elementos importantes do processo de

-
- 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; 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.

evidenciação e de comunicação de informações numéricas e narrativas de uma companhia para seus investidores (LSA, 1976; ESPÍNDOLA; COSTA, 2008; MOTA, 2019).

Em sua dissertação de mestrado Alonso (2009) salienta o importante papel que a divulgação da informação ao investidor tem, pois esta busca a igualdade de condições entre os participantes de tais mercados; propiciando, dessa forma, um ambiente de concorrência leal, motivo pelo qual a divulgação das informações deverá ocorrer de forma eficiente, rápida, e com a maior difusão possível.

Uma das falhas existente no Mercado de Capitais é a assimetria informacional. Assim, a divulgação destes fatos corrobora para a eficiência de mercado, bem como a redução desta assimetria, pois os investidores teriam disponíveis informações internas que viriam a público e, deste modo, tanto os usuários internos quanto os externos teriam as mesmas informações disponíveis.

Dito isso, o art. 3º do Capítulo III da Resolução 44/2021 da CVM diz que:

“Art. 3º Cumprido ao Diretor de Relações com Investidores enviar à CVM, por meio de sistema eletrônico disponível na página da CVM na rede mundial de computadores, e, se for o caso, às entidades administradoras dos mercados em que os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação, **qualquer ato ou fato relevante ocorrido ou relacionado aos seus negócios**, bem como zelar por sua ampla e imediata disseminação, simultaneamente em todos os mercados em que tais valores mobiliários sejam admitidos à negociação.”

(Grifo meu)

Por conseguinte, a divulgação dos Fatos Relevantes é um modo de assegurar o direito de todos os investidores terem acesso igualitário a todas as informações relativas ao mercado e às empresas cujas ações são negociadas na Bolsa de Valores (SANTOS; CRUZ, 2020).

Além disso, reafirma o quanto é importante o dever de informar que os administradores têm, conforme consta na Lei de Sociedades Anônimas (LSA), pois é um dos modos de coibir as falhas de mercado existentes, consequentemente combater o uso de informação privilegiada e a assimetria informacional.

Para os autores Deodato, Mascarenhas e Carvalho (2021):

“A assimetria informacional existente no mercado de negociação de ações causa um prejuízo para os demais acionistas que se mantêm inertes às movimentações escusas dos detentores de informação privilegiada, causando severos prejuízos para tais acionistas e investidores e colocando sob perigo a estabilidade do mercado.”

Deste modo, nota-se que, a informação possui relevância para o Mercado de Capitais tanto na sua elaboração quanto na sua divulgação, pois busca a eficiência (estabilidade) do mercado a partir da equidade informacional dos usuários.

Dito isso, a divulgação da informação para o usuário externo é regulada por uma gama de normativos, leis, resoluções, instruções, portarias, dentre outros, com o objetivo de evitar o uso indevido, conforme positivado no artigo 13 da resolução 44,⁸ desta em relação àqueles que possuem posições privilegiadas dentro da companhia e possuem um acesso privilegiado às suas informações que ainda não foram divulgadas para o público externo no geral (Loures *et al.*, 2017; Martins, Paulo & Girão, 2016; De Andrade Mota, 2022; Paixão *et al.*, 2017).

Para Smaniotto e Neto (2022) a informação relevante é aquela capaz de influenciar a cotação dos valores mobiliários ou mesmo a decisão dos investidores em transacionar ativos no mercado de capitais. A resolução 44⁹ define o pedido de recuperação judicial ou extrajudicial e os estudos relativos à F&As como informações relevantes.

⁸ Art. 13. 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. § 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 a 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;

⁹ 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

Nesta seara, Schneider (2019) fala sobre a importância do dever de divulgar os Fatos Relevantes:

Tais deveres de informações de fatos relevantes constituem **importante relevância quanto a prática ilícita** do presente estudo, uma vez que se trata do **uso de informações privilegiadas** as quais, os administradores das companhias mantinham o dever de divulgá-las ao mercado, para assim manterem credibilidade e eficiência, sempre se pautando no *disclosure*, princípio o qual norteia todo o sistema jurídico do mercado de capitais.

(grifo meu)

Nesta mesma linha, Gomes e Carmo (2022 p. 27) ressaltam que:

devido à relevância da informação para os mercados de capitais, tanto a elaboração da informação financeira/contábil como a sua divulgação é regulada por uma diversidade de leis, resoluções, instruções, entre outros, com vistas a **evitar seu uso indevido por aqueles que ocupam posições privilegiadas dentro da companhia e têm acesso privilegiado às suas informações ainda não divulgadas ao público em geral.**

(Grifo meu)

Com efeito, nota-se a necessidade do dever que o agente tem com relação à divulgação dos Fatos Relevantes, tendo em vista que, tal prática corrobora para que haja transparência e simetria informacional, conseqüentemente, a eficiência do Mercado de Capitais.

3.4 CASOS ENVOLVENDO *INSIDER TRADING*

No ano de 2006 o caso de *indiser trading* que chamou atenção da mídia foi a F&A ocorrida entre a Sadia e Perdigão. O caso em questão, diz respeito à OPA (Oferta Pública de Aquisição) da Sadia pelo controle acionário da Perdigão. O Diretor de Finanças e de Relações de Investidores da Sadia, Luiz Gonzaga Murat Júnior após tomar conhecimento, em reunião, sobre a viabilidade da OPA da companhia Perdigão S.A. mais que depressa fez uso da informação privilegiada que tomou conhecimento e realizou operações de compra e venda New

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 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

York Stock Exchange (NYSE), bolsa de negociações de valores mobiliários dos Estados Unidos e assim auferiu ganhos.

Após provas obtidas nas investigações conduzidas pela SEC e pela CVM, constatou-se que munido destas informações privilegiadas sobre a OPA, e a valorização das ações da Perdigão, fez uso destas, para realizar negociações dos valores mobiliários da Perdigão.

Foi aberto procedimento administrativo na SEC e Processo Sancionador (PAS) na CVM devido às infrações previstas no Art. 155, §1, da Lei da Sociedade de Ações e posteriormente, a CVM notificou o MPF, devido à prática do ato ilícito tipificado no Art. 27-D da Lei n.º 6.385/1976. O juiz federal Marcelo Costenato Cavali, condenou Luiz pela prática de *insider trading*, condenando-o ao pagamento de multa e pena restritiva de liberdade, as quais foram substituídas por restritivas de direito.

Outro caso de destaque na mídia brasileira, foi envolvendo o empresário Eike Batista, o qual negociou ações da OGX com base em informação privilegiada. Foi aberto um PAS, em 2013, no qual ele foi condenado a pagar multa no valor de R\$ 536,5 milhões. No judiciário, Eike foi condenado em primeira instância, no ano de 2019 a 8 anos e 7 meses de prisão pela prática de *insider trading*.

No ano de 2017, foi a vez dos empresários e irmãos, Wesley e Joesley Batista serem investigados em caso envolvendo *insider trading* referente à companhia JBS. Foi aberto PAS 19957.005390/2017-90 para apurar eventual uso de informação privilegiada em negócios da FB Participações S.A. com ações de emissão da JBS S.A., e de aquisição de ações de sua emissão, pela própria companhia, entre fevereiro e maio de 2017, processo ainda não foi julgado pelo relator. Além deste, há também tramitando na CVM o PAS 19957.003549/2018-12 devido ao uso de informação privilegiada para obter ganhos, no mercado financeiro, em operações cambiais entre as companhias Seara Alimentos e Eldorado Celulose, devido às delações premiadas, que ainda não haviam sido veiculadas na mídia. Ambos os PAS foram denunciados pelo MPF, pela acusação criminal de *insider trading*.

Um aspecto interessante da reportagem do jornal Estadão¹⁰ divulgado, em novembro de 2021, foi o de que, influenciadores digitais estavam movimentando o Mercado de

¹⁰ <https://investidor.estadao.com.br/comportamento/crimes-mercado-financeiro-aumentam-pandemia/>

Capitais a partir de informações divulgadas por suas redes sociais, as quais poderiam gerar a manipulação do mercado, porém, segundo o Diretor da BSM (Supervisão de Mercados) há uma dificuldade em identificar quando de fato essas informações manipulam e geram a volatilidade do mercado, e, por conseguinte incorrem em atividade criminosa.

Uma notícia veiculada na mídia em 11 de janeiro de 2023 pegou todos de surpresa, as inconsistências contábeis apresentadas pela Americanas as quais resultaram num rombo de R\$ 20.000.000.000,00 (Vinte bilhões de reais) em seus balanços. Dito isso, no dia 27 de janeiro a CVM abriu inquérito administrativo para apura eventual uso de informação privilegiada conforme PAS 19957.000946/2023-08.

Como pode ser observado, após o julgamento do caso Sadia, aumentaram os casos denunciados pelo MPF. No entanto, isso pode ocorrer por serem empresas que frequentemente estão nos holofotes da mídia.

3.5. *INSIDER TRADING*: UM TÍPICO “*CRIME DO COLARINHO BRANCO*”

Como pode ser observado no tópico anterior, os casos envolvendo *insider trading* estavam ligados a grandes empresários, os quais possuem status social elevado. Dito isso, fica o questionamento se *insider trading* é um crime do colarinho branco.

De acordo com Shecaira (2014) a partir da teoria da associação diferencial de Shuterland que “o crime do colarinho branco é sempre cometido na esfera profissional por uma pessoa aparentemente respeitável e de elevada condição social”. Além disso, o autor afirma que ele é cometido por pessoas aparentemente respeitáveis, com elevado status social, no exercício da profissão.

Ainda segundo este autor, a legislação é sempre mais condescendente com tais agentes, concedendo certas imunidades aos autores, como tribunais especiais, prisões diferenciadas, penas mais leves ou regimes menos rigorosos etc.

Isso vai ao encontro às decisões da CVM que em sua maioria aplicam multas aos agentes praticantes da conduta de *insider trading*. Reportagem do *Infomoney*:

Levantamento sobre a punição desses casos feito pela professora da FGV Direito-SP Viviane Muller Prado mostra que, na maior parte dos processos, as penas aplicadas pela CVM e o Judiciário têm sido multa de duas a três vezes o ganho obtido pelo acusado.

Como pode ser observado apesar do volume de PAS abertos pela CVM, a penalização da conduta de *insider trading* é branda. Na esfera criminal, só teve uma condenação até hoje envolvendo a prática de *insider trading*.

Shecaira (2014) ressalta a importância da criminalização deste tipo penal, pois:

A compreensão dos delitos dos poderosos como sendo verdadeiramente crime, não obstante o não reconhecimento de uma vítima específica, deu ensejo à abertura de comportas para o futuro reconhecimento de interesses difusos como legítimos interesses tutelados na esfera de proteção dos bens jurídicos dignos de tutela na esfera penal, cujos titulares são a própria comunidade, indiscriminadamente.

Com efeito, é importante o estudo envolvendo a prática de *insider trading*, pois tal conduta deve ser reprimida, a fim de evitar lesões ao Mercado de Capitais.

4. INSIDER TRADING E RESPERCUSÕES NAS EMPRESAS

É importante ressaltar conforme Lobo (2018, p. 222) que:

O administrador de sociedade anônima deve sempre agir no interesse da companhia, empenhar-se, de boa-fé, na consecução dos fins sociais, atentar para a função social da empresa, não se omitir na proteção dos direitos da companhia e evitar que, por omissão voluntária e negligência, ela sofra prejuízo.

Como pode ser observado o autor enfatiza sobre o dever de lealdade que o administrador tem para com a companhia, o qual se encontra positivado no artigo 155 da LSA.

Para Alonso (2009) nos casos em que tenha ocorrido manipulação de mercado ou uso indevido de informação privilegiada, a quebra de confiança recai muito mais sobre as sociedades emissoras dos valores mobiliários do que sobre o mercado como um todo. Nota-se que, a empresa é prejudicada quando determinado *insider* faz uso de informação não divulgada por ela.

Com efeito, de acordo com Rodrigues (2015) caso os investidores se sintam inseguros, relutarão em investir na empresa que tenha ocorrido *insider trading*, tendo em vista a perspectiva de um risco moral sistêmico, deixarão inclusive de investir no mercado de capitais em geral. Por conseguinte, as Companhias perderiam montantes de capital necessários para a realização de novos projetos, pois, haveria uma diminuição de investimentos por parte dos investidores quando da sua retirada do Mercado de Capitais.

Segundo Rodrigues (2015) a estabilidade e o desenvolvimento do mercado passam pela redução de assimetrias informacionais entre os agentes econômicos. Assim, ainda de acordo com o autor “o regular funcionamento do mercado demanda a existência de supervisão e fiscalização dos agentes econômicos envolvidos, a fim de prevenir e reparar danos decorrentes de condutas nocivas à própria existência e à estabilidade do sistema”.

Deste modo, é necessário que condutas envolvendo *insider trading* sejam reprimidas e com o objetivo de garantir a eficiência e o desenvolvimento do Mercado de Capitais, bem como ganhar a confiabilidade dos investidores.

É importante ressaltar que, o artigo 1.011 do Código Civil brasileiro diz que, “o administrador da sociedade deverá ter, no exercício de suas funções, o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração de seus próprios negócios”. Deste modo, o dispositivo salienta a responsabilidade que o administrador tem com a empresa à qual tem vínculo, atuando este como se dele fosse.

Conforme Rodrigues (2016, p. 226):

A responsabilidade civil pela prática de *insider trading* importa no dever de reparação a eventuais danos causados à empresa, aos acionistas, bem como a terceiros e a demais investidores no mercado de capitais, decorrentes da infração aos dispositivos transcritos da Lei Federal no 6.385, de 1976, e da Lei Federal no 6.404, de 1976.

Percebe-se que o *insider* tem o dever de reparar a empresa devido à sua conduta, haja vista que ela fere dispositivos legais que este tem o dever de seguir. Vale frisar a importância de as empresas seguirem os princípios atinentes do Mercado de Capitais, dentre eles o *full disclosure*, pois isto gera confiabilidade ao mercado abrindo as portas para que investidores externos invistam no país. Ademais, é interessante que estas fortaleçam seus

mecanismos de governança corporativa e assim, corroborem para prevenir condutas danosas de seus agentes.

Além disso, importante frisar que a transparência e divulgação de informações, no Mercado de Capitais, gera confiabilidade para que investidores invistam o capital nas Companhias do país. Nesta linha, Silva e Lage (2017, p.7):

Sinaliza-se, então, que o mercado de capitais além de ser **mecanismo fundamental para o desenvolvimento da economia, é um importante veículo de captação de investimentos internacionais**, e que o ingresso de capital estrangeiro numa economia pode trazer vários benefícios, dentre os quais destacam-se **a melhora na imagem internacional do país**; o fato de que com a entrada de divisas o governo pode financiar seu déficit por prazos maiores, e **com taxa de juros reduzida**; e o de que o **aumento no fluxo de divisas propicia, às sociedades empresárias, uma maior facilidade para ampliação da produção e investimentos em imobilizado**. Todavia, o investidor internacional, peça importantíssima para o desenvolvimento econômico de um país, é extremamente sensível à conjuntura internacional e somente deixa de investir em seu próprio mercado em busca de uma **maior segurança (riscos menores) e maiores lucros**.
(Grifo meu)

As pesquisas mostram que os crimes praticados no Mercado de Capitais abalam a credibilidade das companhias emissoras, e além da intervenção penal, há outros meios que visem a tutelar a reparação dos interesses das sociedades emissoras (ALONSO, 2009).

Por conseguinte, os posicionamentos doutrinários defendem que, não somente os interesses dos investidores devem ser protegidos juridicamente, mas os das empresas emissoras também. Isso ocorre, porque há uma necessidade de que ainda que ocorra casos de *insider trading* com papéis das emissoras, é necessário que se mantenha a credibilidade destas a fim de que não percam os investimentos de capital, tanto interno, quanto externo.

A própria LSA em seu artigo 153 ressalta o dever que o administrador tem para com a companhia. Assim, para Carvalhosa (2011) a responsabilização do administrador, em casos de negligência, na administração da sociedade anônima, é necessário analisar a presença da boa-fé, assim não será responsável por erros caso tenha agido de boa-fé e de forma diligente.

Como pode ser observado, o *insider trading* traz consequências patrimoniais não somente para os investidores, mas também para as empresas, visto que, a perda de credibilidade destas faz com que haja uma fuga de capital e conseqüentemente uma redução dos

investimentos (ALONSO, 2019). Dito isso, é necessário que tal conduta seja constantemente reprimida a fim que não ocorram danos para as companhias abertas e mantenha-se a eficiência no Mercado de Capitais.

Tal repressão, já é feita pela CVM, sendo assim, é também necessário que as companhias fortaleçam seus mecanismos de *full disclosure* e aprimorem suas técnicas de governança, a exemplo do *chinese wall*, que consiste na segregação do nível acesso das informações das companhias por parte de seus administradores (LEÃES, 2010).

5 CONCLUSÃO

Conclui-se, portanto, ser de suma importância o estudo sobre *insider trading*, pois, é um tema relevante para o Mercado de Capitais brasileiro e que impacta tanto investidores como empresa. Como pode ser observado, a prática de *insider trading* é tipificada como crime, na legislação brasileira, com o objetivo de garantir a proteção e confiabilidade do Mercado de Capitais.

Observa-se, que a CVM possui um papel de destaque, no Mercado de Capitais, pois esta possui mecanismos especializados para a averiguação e fiscalização na apuração dos casos que envolvem *insider trading*. Dito isso, a edição de normas e resoluções buscam dar maior credibilidade e segurança para o Mercado de Capitais, a partir do *full disclosure* por parte das companhias. E assim, garantem que o mercado brasileiro se torne atrativo para investidores estrangeiros e que haja uma redução na assimetria informacional e nas falhas de mercado existentes.

Vale ressaltar, que as empresas devem aprimorar seus mecanismos de governança corporativa, a fim de reprimir a conduta de prática do *insider trading* por parte dos usuários.

Por conseguinte, nota-se que, desde a edição da Lei de Sociedades Anônimas a legislação brasileira tem emitido leis, resoluções e outros normativos que visem à repressão da conduta de *insider trading*.

Além disso, é notório que a maioria dos casos envolvendo *insider trading* possuem um maior número de julgamentos na esfera administrativa. Talvez isso ocorra devido à dificuldade de identificar a conduta delituosa e sua prática.

Apesar de a Resolução 44 de 2021 trazer exemplos do que podem ser uma informação relevante. Dito isso, há uma dificuldade em definir o que é uma informação relevante, uma vez que a resolução traz exemplos, porém pode ser aquela que tem potencialidade de influir na formação dos preços dos valores mobiliários, e não há um entendimento pacífico nos tribunais brasileiros.

Além destes apontamentos, pode ser percebido que os agentes que praticam a conduta de *insider trading* possuem um *status* social elevado indo ao encontro da teoria de Shutherland.

É de suma importância que, as empresas também utilizem ferramentas adequadas como forma de coibir essas condutas que enfraquecem o mercado e que visem à proteção das empresas e dos investidores.

REFERÊNCIAS

<https://oglobo.globo.com/economia/noticia/2022/06/brasil-retorna-ao-grupo-das-10-maiores-economias-do-mundo.ghtml>

https://www.anbima.com.br/pt_br/especial/mercado-de-capitais-caminho-para-o-desenvolvimento.htm

BRASIL. **Constituição da República Federativa do Brasil de 1988**. Brasília, DF. Disponível em http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm. Acesso em: 15 jan. 2023.

ALONSO, Leonardo. **Crimes contra o mercado de capitais**. 2009. Dissertação de Mestrado. Universidade de São Paulo.

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, 2006.

COUTINHO, Sérgio Mendes Botrel. **Fusões & Aquisições**. Saraiva Educação SA, 2016.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Resolução CVM 44**. Dispõe sobre a divulgação de informações sobre ato ou fato relevante [...]. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol044.html>. Acesso em: 15 nov. 2021.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM Nº 358, de 03.01.2002**. Dispõe sobre a divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 28 de jan. 2002. Disponível em: <<http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst358.html>>. Acesso em: 10 agosto. 2022.

BRASIL. **Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Brasília, DF: Presidência da República. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm. Acesso em: 15 nov. 2021.

BRASIL. **Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as sociedades por ações. Disponível em: Acesso em: 19 nov. 2022.

BRASIL. **Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001**. Altera e acrescenta dispositivos na Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976 [...]. Brasília, DF: Presidência da República. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l10303.htm. Acesso em: 15. nov. 2022.

COELHO, Fabio Ulhoa. **Curso de Direito Comercial**. 16. ed. São Paulo: Saraiva, 2012. v. 2.

BARBOSA, Francisco Vidal; CAMARGOS, Marcos Antônio de; ROMERO, Julio Alfredo Racchumi. **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. 2008.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de Sociedades Anônimas**. 3 ed. São Paulo: Saraiva, 2009. v. 4. Tomo II.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Uso Indevido de Informação Privilegiada (Insider Trading)**. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2016. Disponível em: <<http://portaldoinvestidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/menu/atividades/CampanhaNaoAoInsiderTrading/CVM-Caderno-11.pdf>>. Acesso em: 30 ago. 2022.

CORRÊA, Maria Luiza Nogueira et al. **Adoção das Normas Internacionais de Contabilidade-IFRS e o impacto dos investimentos estrangeiros na Bolsa de Valores**. Research, Society and Development, v. 8, n. 8, p. 27, 2019.

DA CUNHA, Rogério Procópio; DE SOUZA MURCIA, Flávia Cruz. **Insider Trading: Uma Análise dos Processos Administrativos Sancionadores Julgados pela CVM de 2010 a 2019**. Iberoamerican Journal of Corporate Governance, v. 8, n. 1, p. e055-e055, 2021.

DAMODARAN, Aswath; LIU, Crocker H. Insider trading como sinal de informação privada. The Review of Financial Studies, v. 6, n. 1, pág. 79-119, 1993.

DE OLIVEIRA, Natália Silva Teixeira Rodrigues. **Insider Trading: Uma realidade à luz do direito penal**. REVISTA DA FACULDADE DE DIREITO DA UFMG, n. 60, p. 365-390, 2012.

DE MACENA ARAÚJO, Risolene Alves; DA SILVA SANTOS, Livia Maria. **Determinantes do grau de concentração acionária no Brasil: um estudo com as empresas listadas no nível tradicional da BM&FBOVESPA.** In: Anais do Congresso Brasileiro de Custos-ABC. 2016.

ESPÍNDOLA R. P., COSTA P. S. **Análise da Influência da Publicação e da legibilidade dos Atos ou Fatos Relevantes no Preço da Ação das Empresas Brasileiras de Capital Aberto no período de 2002 a 2006.** Horizonte Científico v. 2, nº 1, out. 2008

JACSÓ, Péter. Google Acadêmico: os prós e os contras. Revisão de informações on -line , v. 29, n. 2, pág. 208-214, 2005.

LEÃES, Luís Gastão Paes de Barros. **A adoção do Chinese Wall e a repressão ao insider trading.** Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, v. 13, n. 47, p. 227-145, 2010.

LOBO, Jorge. **Deveres dos Administradores das Sociedades Anônimas.** Revista do Ministério Público do Rio de Janeiro nº 68, abr./jun. 2018

MOTA, Fernando de Andrade. **O dever de divulgar fato relevante na companhia aberta.** 2015. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo.

PARENTE, Norma Jonssen. **Coleção tratado de direito empresarial: Mercado de capitais.** São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016. v. 6.

PRADO, Viviane Muller; VILELA, Renato. **Insider Trading: normas, instituições e mecanismos de combate no Brasil.** São Paulo: FgvDireitoSp, 2016. Disponível em: <http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/17696/Insider-trading_normas-instituicoes-mecanismos.pdf?sequence=3&isAllowed=y>. Acesso em: 01 ago. 2022.

RAMOS, André Luiz Santa Cruz. **Direito empresarial.** 8. Ed. São Paulo: Método, 2018. Disponível em: <https://aplicacoes.unisul.br/pergamum/biblioteca_s/php/login_usu.php?flag=minhabiblioteca_redirect.php>. Acesso em: 10 set. 2022.

RODRIGUES, FILLIPE AZEVEDO. Intervenção pública e proibição do insider trading. SANTOS, Robson Fernando; DA CRUZ, Vinícius dos Santos Neres. **O Crime de Insider Trading nas Operações de Equity Crowdfunding.** Revista Da Procuradoria-Geral Do Banco Central, v. 14, n. 1, p. 112-126, 2020.

RODRIGUES, Fillipe Azevedo. Intervenção pública e proibição do insider trading: eficiência e ultima ratio na responsive regulation. Revista de Informação Legislativa, v. 53, n. 210, p. 211-238, 2016.

SILVA, Cristian Kiefer da; 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, Maranhão, v. 3, n. 2, p.40-59, jul. 2017.

Semestral. Disponível em: <<http://www.indexlaw.org/index.php/direitoempresarial/article/view/2360/pdf>>. Acesso em: 29 ago. 2022.

SMANIOTTO, Caíque Cescon; NETO, Mario Furlaneto. **Análise normativa do crime de uso indevido de informação privilegiada (*insider trading*) no Brasil**. Research, Society and Development, v. 11, n. 10, p. e88111032598-e88111032598, 2022.

TOMAZETTE, Marlon. **Curso de direito empresarial: teoria geral e direito societário**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2012. v. 1.