

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO ESTADO DO RIO DE JANEIRO**  
**CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS E POLÍTICAS**  
**ESCOLA DE CIÊNCIAS JURÍDICAS**

**INSIDER TRADING**  
O USO DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA

PEDRO HENRIQUE MARTINS BANDEIRA DE ABREU PIRES

ORIENTADOR: ROBERTO JULIO DA TRINDADE JUNIOR

Rio de Janeiro  
2018

## **INSIDER TRADING**

O Uso de Informação Privilegiada

Pedro Henrique Martins Bandeira de Abreu Pires

Trabalho de Conclusão de Curso  
apresentado ao curso de Direito como  
requisito para obtenção do título de  
bacharel.

Área de Concentração: Empresarial  
Professor Orientador: Roberto Julio  
da Trindade Junior.

Rio de Janeiro

2018

## DEDICATÓRIA

À minha família, por todo suporte durante a minha formação acadêmica.

## RESUMO

O presente trabalho se propõe a analisar o ilícito do uso indevido de informações privilegiadas no mercado de capitais. Inicialmente, serão abordadas a configuração da prática do *insider trading*, a sua comprovação, bem como as razões que levam o legislador a vedar e punir tal conduta. Ademais, será feita uma análise dos mecanismos de prevenção ao *insider trading*, abordando tanto as políticas internas adotadas pelas companhias, quanto as medidas utilizadas por terceiros em suas relações com as companhias. Por fim, serão explorados os mecanismos de repressão ao *insider trading*, contemplando seus contornos nas esferas administrativa, penal e civil.

Palavras Chave: Mercado de capitais – eficiência – informações relevantes – uso indevido de informações privilegiadas – proteção ao investidor - *insider* – *insider trading* – comprovação – mecanismos de prevenção – governança corporativa – *disclosure* - mecanismos de repressão – Comissão de Valores Mobiliários.

## **ABSTRACT**

This paper aims to examine the misuse of privileged information in the securities market. First, will be addressed the evidence of insider trading and the reasons why the legislator prohibits and punishes such conduct. Furthermore, will be conducted an analysis of insider trading prevention mechanisms, contemplating the internal policies adopted by companies and the measures used by third parties in their business relationship with companies. Finally, will be explored insider trading enforcement mechanisms in the administrative, criminal and civil spheres.

Key Words: Securities Market – efficiency – relevant information - misuse of privileged information - investor protection - insider - insider trading - proof - preventive mechanisms - corporate governance - disclosure - enforcement mechanisms – Brazilian Securities and Exchange Commission.

## LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

CVM	Comissão de Valores Mobiliários
Código Civil	Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002, conforme alterada
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
Instrução CVM nº 385/02	Instrução CVM nº 358, de 03 de janeiro de 2002, conforme alterada
Instrução CVM nº 480/09	Instrução CVM nº 480, de 07 de dezembro de 2009, conforme alterada
Instrução CVM nº 558/15	Instrução CVM nº 558, de 26 de março de 2015
Lei nº 6.385/76	Lei nº 6.385, de 07 de dezembro de 1976, conforme alterada
Lei nº 6.404/76	Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, conforme alterada
Lei nº 10.303/01	Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001
Lei nº 13.506/17	Lei nº 13.506, de 13 de novembro de 2017, conforme alterada
PAS	Processo Administrativo Sancionador
TRF	Tribunal Regional Federal

## SUMÁRIO

1.	<b>INTRODUÇÃO</b> .....	8
2.	<b>CAPITULO 1 – O CONCEITO DE INSIDER TRADING E A SUA CONFIGURAÇÃO</b> .....	10
2.1.	Contextualização.....	10
2.2.	O conceito de <i>insider</i> e a caracterização do <i>insider trading</i> .....	13
2.3.	A comprovação do <i>insider trading</i> .....	18
3.	<b>CAPÍTULO 2 – MECANISMOS DE PREVENÇÃO AO USO DE INFORMAÇÕES PRIVILEGIADAS NO BRASIL</b> .....	22
3.1.	Mecanismos internos adotados pelas companhias para a prevenção ao <i>insider trading</i> .....	22
3.1.1.	O <i>full and fair disclosure</i> .....	25
3.1.2.	O dever de lealdade dos administradores e a vedação à negociação de valores mobiliários.....	32
3.2.	Mecanismos de prevenção ao <i>insider trading</i> utilizados por terceiros em suas relações com a companhia.....	36
3.2.1.	O <i>chinese wall</i> nas instituições financeiras multisserviços.....	36
3.2.2.	Outras formas de prevenção ao <i>insider trading</i> adotadas por terceiros em suas relações com a companhia.....	40
4.	<b>CAPITULO 3 – A REPRESSÃO AO USO DA INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA NO BRASIL</b> .....	41
4.1.	A repressão ao <i>insider trading</i> na esfera administrativa.....	41
4.2.	A repressão ao <i>insider trading</i> na esfera penal.....	45
4.3.	A repressão ao <i>insider trading</i> na esfera civil.....	49
5.	<b>CONSIDERAÇÕES FINAIS</b> .....	53
	<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS</b> .....	55

## 1. INTRODUÇÃO

O mercado de valores mobiliários (ou mercado de capitais) é o segmento do mercado financeiro que conjuga os interesses de poupadores, que almejam investir suas economias, ao das companhias, que, para realizar suas atividades, buscam meios atrativos de capitalização.

Ao viabilizar o aproveitamento das oportunidades por tais poupadores, o mercado de capitais promove um aumento na produtividade e na eficiência das empresas, mostrando-se, assim, ferramenta essencial para o crescimento econômico nacional.

Para que seja capaz de propiciar os benefícios a que se propõe, é necessário que o preço dos valores mobiliários nele negociados reflitam as informações disponíveis sobre as companhias emissoras.

Nesse contexto, a divulgação de informações aparece como grande balizador da eficiência do mercado. Isso porque, o acesso amplo às informações possibilita que os investidores tenham a segurança de que sujeitam-se aos riscos normais e próprios do pretendido investimento, em paridade com os demais *players* do mercado.

Todavia, algumas pessoas, em virtude do cargo ou posição que ocupam nas companhias ou da relação profissional que com ela possuem, têm acesso a informações privilegiadas, que, caso divulgadas, seriam capazes de alterar a cotação dos valores mobiliários de sua emissão.

Assim, buscando-se proteger os investidores e a confiança do mercado, a legislação brasileira estabeleceu uma série de vedações à negociação no mercado de capitais por esses agentes (bem como qualquer outro que porventura venha a obter informações privilegiadas).

O presente trabalho tem por objetivo promover uma análise dos mecanismos de prevenção e repressão ao uso indevido de informações privilegiadas no mercado de capitais.

O capítulo I se propõe a contextualizar o ilícito decorrente do uso indevido de informações privilegiadas no mercado de capitais, analisando os fundamentos que levam à prevenção e repressão à referida prática. Neste capítulo também serão estudados os conceitos de *insider*, *insider trading*, bem como sua configuração e comprovação.



No capítulo II, serão apresentados os mecanismos de prevenção ao uso indevido de informação privilegiada no Brasil. Para tanto, será feita uma divisão entre (i) os mecanismos internos adotados pelas companhias, contemplando o *full and fair disclosure*, o dever de lealdade dos administradores e a vedação à negociação de valores mobiliários, e (ii) os mecanismos utilizados por terceiros em suas relações com a companhia, fazendo uma análise do *chinese wall* nas instituições financeiras multisserviços, bem como outras formas de prevenção adotadas por empresas de contabilidade e escritórios de advocacia.

Por fim, o capítulo III se dedica a analisar os mecanismos de repressão ao uso indevido de informações privilegiadas no mercado de capitais, explorando os contornos do referido ilícito nas esferas administrativa, penal e civil.

## 2. **CAPITULO 1 – O CONCEITO DE *INSIDER TRADING* E A SUA CONFIGURAÇÃO**

### 2.1. **Contextualização**

Centrado como um dos principais pilares de desenvolvimento econômico, o mercado de capitais constitui inegável facilitador de formação de capital empresarial, cujo desenvolvimento acompanha o sempre crescente anseio por investimentos.

Trata-se de método alternativo de alocação eficiente de recursos por meio de um sistema que atribui liquidez aos títulos emitidos pelas instituições (valores mobiliários), disponibilizando aos poupadores meios de investir suas economias em sociedades que almejam capitalizar-se com recursos mais acessíveis do que os disponibilizados por instituições financeiras (e similares).

Justamente em vista da importância do mercado de capitais no crescimento econômico nacional e mercado financeiro internacional é que preocupou-se, notadamente pelas regras introduzidas pela Lei nº 6.385/76 e pela Lei nº 6.404/76 em acentuar os direitos dos participantes do mercado em geral e promover um ambiente confiável, seguro e apropriado aos investimentos realizados e posterior retorno do capital investido.

No âmbito da teoria econômica, depreende-se que o mercado seria eficiente quando o preço dos valores mobiliários refletisse acertadamente as informações disponíveis ao público. Isso porque, para negociarem no mercado de valores mobiliários, os investidores necessitam ter a segurança de que estarão expostos tão somente aos riscos normais e próprios do pretendido investimento, em igualdade de condições com os demais *players* do mercado.

É neste sentido que SCALZILLI e SPINELLI comentam que a eficiência do mercado de capitais depende de reflexos instantâneos derivados das informações disponíveis sobre as companhias; veja-se:

[...] o mercado de capitais só seria alocativamente eficiente quando a cotação dos valores mobiliários sofresse reflexos instantâneos advindos das informações disponíveis sobre as companhias emissoras e dos demais fatores externos que nelas possam influir. Quanto mais rápido o reflexo, mais eficiente é o mercado. Assim, todos

os *players* (ou – fazendo jus ao real funcionamento – todos os efetivos formadores de preço) do mercado deveriam ter acesso a todas as informações relevantes de maneira ampla, irrestrita e, ao mesmo tempo, para equilibrar as regras do jogo.<sup>1</sup>

Ainda sobre a eficiência do mercado, a CVM há muito ressalta a importância da disseminação e acessibilidade das informações para o mercado eficiente:

Define-se como mercado eficiente aquele em que um grande número de compradores e vendedores reage através de mecanismos que conduzem o preço dos valores mobiliários a refletirem as informações disponíveis sobre as companhias emissoras. O nível de eficiência do mercado está associado à velocidade de reação dos preços dos valores mobiliários às divulgações divulgadas. O sistema de informações deficiente possibilita acesso privilegiado e eventuais retornos extraordinários para alguns em detrimento dos menos informados. Efeitos danosos também advêm do tempo de que o sistema precisa para disseminar a informação no mercado, possibilitando o acesso de alguns a certos dados antes de sua divulgação ampla. O que se deseja, na realidade, é o mercado onde a competição ocorra na interpretação das informações disponíveis e não na tentativa de ter acesso privilegiado a elas<sup>2</sup>.

A publicidade de informações no mercado de capitais se mostra, portanto, de extrema relevância, pois é a partir delas que os investidores analisarão quais valores mobiliários poderão lhes proporcionar melhores vantagens econômicas. Por conseguinte, busca-se obstar as negociações por agentes detentores de informações privilegiadas, denominados *insiders*.

O termo *insider*, assim, se refere à pessoa que, por alguma circunstância, possua acesso a informações relevantes de determinada companhia integrante do mercado de valores mobiliários, ainda não públicas aos demais agentes do mercado.

---

<sup>1</sup> SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe. **A Racionalidade Econômica do Combate ao Insider trading: Assimetria de Informação e Dano ao Mercado**. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo: nº 147, ano XLVI, jul. – set. 2007. p 48.

<sup>2</sup> Comissão de Valores Mobiliários. **Regulação do mercado de valores mobiliários: fundamentos e princípios**. Rio de Janeiro, 1979, p. 14-15.

Neste contexto, informações relevantes são aquelas que podem interferir na cotação de valores mobiliários de certa companhia, influenciando a decisão dos investidores.

A utilização de tais informações relevantes pelos *insiders* no mercado de valores mobiliários é o que se denomina de *insider trading*.

Decorre dos apontamentos acima que é consequência natural da prática de *insider trading* o prejuízo da eficiência do mercado, eis que favorece indevidamente os agentes que se utilizam de informações privilegiadas para comprar e vender no mercado a preços que não correspondem com a realidade, por ainda não reproduzirem o impacto de tais informações acerca da companhia.

A relação entre a utilização de informações privilegiadas e os danos à eficiência do mercado foi muito bem notada por MÜSSNICH:

Ficara evidente que a proximidade e conhecimento dos administradores, dos fatores e métodos de produção, possibilitavam a extração de informações privilegiadas, o que assim os colocava em uma situação de superioridade, em comparação com as demais pessoas que não possuíam o mesmo fácil acesso. Permitir a utilização desleal destas informações privilegiadas causaria sérios danos à eficiência do mercado e resultaria no enriquecimento ilícito de alguns às expensas dos outros.<sup>3</sup>

É claro que, diante deste cenário, surge a necessidade de uma política intervencionista por parte do ente estatal, a fim de garantir o funcionamento equilibrado do mercado de capitais e proteger os interesses dos investidores através de edição de normas preventivas e repressivas de regulação do mercado.

Para uma boa compreensão do assunto, passemos primeiramente a análise detalhada do conceito de *insider*, *insider trading* e sua configuração, para, em sequência, discorrermos sobre os mecanismos de prevenção e repressão ao *insider trading*.

---

<sup>3</sup> MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. **A Utilização Desleal de Informações Privilegiadas – “Insider trading” – no Brasil e nos Estados Unidos**. In BULGARELLI, Waldírio (Coordenação). Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro nº 34. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais. 1979, p. 33.

## 2.2. O conceito de *insider* e a caracterização do *insider trading*

Em suas redações originais, as Leis nº 6.385/76 e 6.404/76, consideravam *insiders* somente as pessoas que, em virtude do exercício de cargos de administração nas companhias, possuíam informações privilegiadas relevantes.

Com a reforma das referidas leis e o advento da Lei nº 10.303/01, tal conceito foi alargado, passando a abranger também terceiros detentores de dessas informações. O parágrafo 4º do artigo 155 da Lei nº 6.404/76, inserido pela lei acima mencionada, estabeleceu que “é vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários”.

A doutrina passou, então, a dividir o *insider* em dois grupos distintos: os *insiders* primários e os *insiders* secundários. Os primeiros dizem respeito àqueles que obtêm a informação diretamente da companhia, abarcando tanto os seus acionistas controladores e os administradores, quanto pessoas tenham acesso a fatos relevantes ainda não divulgados ao público investidor pelo exercício de atividade profissional, como advogados, contadores, auditores, dentre outros. Já os *insiders* secundários (ou *insiders* de mercado), seriam aqueles que adquirem a informação através do repasse por um *insider* primário.

Neste sentido, leciona EIZIRIK acerca da diferença entre *insiders* primários e secundários:

Os “*insiders* primários” ou “institucionais” são aqueles que detêm acesso à informação privilegiada em razão de sua condição de acionistas controladores, pelo fato de ocuparem cargo de administração, ou de um ofício, ainda que temporário, que lhes permita o acesso direto a uma informação privilegiada. São as pessoas que recebem, diretamente, a informação privilegiada de sua fonte e têm o conhecimento especializado suficiente para saber que tal informação é relevante.

Já os “*insiders* secundários” (tippees) são aqueles que recebem a informação privilegiada, direta ou indiretamente, dos “*insiders* primários” e não estão obrigados ao dever de sigilo e nem

necessariamente sabem que se trata de uma informação relevante.<sup>4</sup>

Outra classificação interessante para os casos negociação com base em informação privilegiada foi aquela alcançada pelo então diretor da CVM Marcos Pinto no PAS CVM nº SP2005/0155<sup>5</sup>, dividindo os *insiders* em quatro grandes grupos:

- i. no primeiro grupo, temos o acionista controlador e os administradores da companhia, em relação aos quais vigora uma vedação absoluta, ou seja, eles não podem negociar com ações da empresa enquanto o fato relevante não for divulgado ao público;
- ii. no segundo grupo, temos os demais integrantes da empresa, em relação aos quais vigora uma presunção relativa de que conhecem a informação e sabem que ela é sigilosa;
- iii. no terceiro grupo, temos pessoas que mantêm relação profissional, comercial ou fiduciária com a companhia, em relação às quais não vigora qualquer presunção de ciência da informação, mas somente a presunção relativa de ciência do caráter sigiloso da informação, baseada no dever de investigar;
- iv. no quarto grupo, temos todos os demais investidores do mercado de capitais, em relação aos quais não vigora nenhuma presunção.

A utilização de tais informações pelos *insiders* no mercado de valores mobiliários, denomina-se *insider trading*.

Há vasta doutrina sobre o conceito de *insider trading*. EIZIRIK, por exemplo, ensina que:

O *insider trading* consiste na utilização de informações relevantes sobre valores mobiliários, por parte de pessoas que, por força de sua atividade profissional, estão “por dentro” dos negócios da emissora para transacionar com valores mobiliários antes que tais informações sejam de conhecimento do público. Assim agindo, o insider compra ou vende valores mobiliários a preços que ainda não estão refletindo o impacto de determinadas informações, que são de seu

---

<sup>4</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de capitais: regime jurídico**. 3.ed. revisada e atualizada. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 563.

<sup>5</sup> Disponível em <

[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2007/20070821\\_PAS\\_SP\\_200\\_50155.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2007/20070821_PAS_SP_200_50155.pdf)> Acesso em 29.04.2018.

conhecimento exclusivo.<sup>6</sup>

CARVALHOSA, por sua vez, entende que *insider trading* seria:

[...] qualquer operação realizada por um *insider*, com valores mobiliários de emissão da companhia, 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.<sup>7</sup>

Já nas palavras de PROENÇA:

Verdadeira cilada para a comunidade do mercado de capitais, o comportamento do chamado *insider trading* (negociação por aquele que está “por dentro”) consiste no efetivo aproveitamento de informações confidenciais ou reservadas, acerca do estado e dos negócios de determinada companhia, por parte de administradores, principais acionistas e outros que a elas têm acesso, para negociar com investidores que a tanto se recusariam, pelo menos pelas bases estabelecidas, caso conhecedores das mesmas informações.<sup>8</sup>

Sob o ponto de vista ético, a utilização de informações ainda não divulgadas ao público ensejaria um desequilíbrio em relação aos outros participantes do mercado, criando um cenário injusto para o investimento.

Já sob o a ótica econômica, tal conduta iria de encontro à própria essência do mercado, uma vez que os investidores, ao negociarem, confiam que estão em condições paritárias com os demais agentes e que o preço das ações reflete corretamente as informações disponíveis das companhias. Contudo, não é o que ocorre quando existem pessoas que realizam transações mediante o uso de informações privilegiadas.

---

<sup>6</sup> EIZIRIK, Nelson Laks. **Questões de Direito Societário e Mercado de Capitais**. Rio de Janeiro: Forense. 1ª ed. 1987.

<sup>7</sup> CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei das Sociedades Anônimas**. 4.ed. São Paulo: Saraiva. 2009. vol. 3, p. 311.

<sup>8</sup> PROENÇA, José Marcelo Martins. **Insider trading – Regime Jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 41.

TRINDADE em artigo sobre as vedações à negociação de valores mobiliários, verifica que o parágrafo 4º, do artigo 155, da Lei nº 6.404/76 estabelece quatro elementos que levam à sua ocorrência: (i) a existência de uma “informação relevante ainda não divulgada” no mercado; (ii) o “acesso” privilegiado a essa informação; (iii) a “utilização” dessa informação “no mercado de valores mobiliários”; e (iv) a “finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem”<sup>9</sup>.

Analisando o estudo acima, o primeiro elemento caracterizador é a relevância da informação. É imprescindível, portanto, que o fato seja capaz de influenciar a cotação das ações. São exemplos de fatos relevantes as operações de fusão, incorporação e cisão, a mudança do controle da companhia, renegociações de dívidas, pedidos de recuperação judicial, alteração das preferências ou vantagens conferidas às ações<sup>10</sup>, entre outros.

O segundo elemento é o acesso à informação sigilosa. Nesse contexto, o momento da negociação possui extrema importância, pois quando os *insiders* compram e vendem ações influenciados por fatores de conhecimento do público investidor, não há de se falar no caráter privilegiado da informação.

O terceiro e o quarto elementos podem ser entendidos em conjunto, compreendendo a efetiva negociação dos valores mobiliários, através do uso das informações privilegiadas relevantes, com a finalidade de obter proveitos próprios. Nota-se, portanto, que o resultado é indiferente para a verificação do ilícito<sup>11</sup>.

Em referência ao requisito da finalidade de auferir vantagem na negociação com informações sigilosas, CAMPOS destaca:

O elemento intencional é integrante subjetivo do tipo. Por isso que na regulação da CVM encontram-se situações onde embora possa haver informação privilegiada não se proíbe a negociação pelos administradores, desde de que se tenha elementos que comprovem

---

<sup>9</sup> TRINDADE, Marcelo Fernandez. **Vedações à negociação de valores mobiliários por norma regulamentar: interpretação e legalidade**. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von (Coord.). *Temas de direito societário e empresarial contemporâneos*. São Paulo: Malheiros, 2011. p. 457.

<sup>10</sup> Artigo 2º, Instrução CVM nº 358/02.

<sup>11</sup> TRINDADE, no mesmo estudo supra mencionado, observa que o artigo 13 da Instrução CVM nº 385/02, o qual será explorado adiante, não menciona os requisitos da utilização e da finalidade de auferir vantagem para a configuração do ilícito. E conclui afirmando que a norma regulamentar não restringiu a lei regulamentada, mas, na verdade, teria estabelecido uma presunção: a de que qualquer negociação realizada por quem tenha acesso consciente, por meio da companhia, a informação relevante não divulgada é realizada com a finalidade de auferir a vantagem indevida pela lei. (TRINDADE, Marcelo Fernandez, op cit. 458).



que a razão da negociação não teria sido a finalidade de obter vantagem por conta da informação privilegiada [...] <sup>12</sup>

Para que seja caracterizado o ilícito do uso indevido de informação privilegiada é necessária a presença de todos os elementos acima elencados, sendo certo que a ausência de algum dos requisitos não configurará a prática do *insider trading*.

Pode-se afirmar que o objetivo do legislador, ao vedar essas negociações, foi o de proporcionar aos investidores as mesmas oportunidades de conhecimento dos fatores que influenciam na cotação dos valores mobiliários, evitando que algumas pessoas, por possuírem acesso prévio a informações sigilosas, se colocassem em um nível de superioridade sobre os demais agentes do mercado <sup>13</sup>.

Nesta mesma linha, o ordenamento jurídico estabelece também uma série de deveres aos administradores das companhias, no que tange ao sigilo e à divulgação de informações, conforme serão melhor explorados adiante.

Note-se que, em que pese não ser o objetivo do presente estudo, há certa discussão, notadamente desenvolvida com base no direito estrangeiro, sobre os efeitos da proibição contra os da legalização da conduta do *insider trading* – leia-se, sobre qual estrutura jurídica o mercado restaria (mais) eficiente.

Resumidamente, uma doutrina minoritária, fundada em princípios do liberalismo, defende que, por ser a simetria informacional inalcançável, caso aqueles que têm acesso às informações pudessem negociar, o mercado seria mais eficiente, pois essa negociação conduziria ao preço real das ações. Argumenta-se, também, que a legalização desoneraria os órgãos regulatórios (e.g. CVM) de enfrentar prática que, por natureza, é difícil identificar, processar e condenar, permitindo que tais órgãos concentrem suas atividades na fiscalização em outras questões relevantes para o mercado de capitais.

Sob a ótica do presente trabalho, tal corrente não prevalece; a premissa aqui adotada, seguindo doutrina majoritária, é que o *insider trading* prejudica a eficiência do mercado e vai de encontro aos princípios da CVM.

---

<sup>12</sup> CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. Conselho de Administração e Diretoria. Deveres e Responsabilidades. In FILHO, Alfredo Lamy; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **Direito das companhias**. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 1.152.

<sup>13</sup> Note que há quem defenda que, não obstante a mencionada intenção legislativa, a capacidade de compreensão das informações de cada player seria diferente. Este fato, entretanto, não deve servir de base para se afastar a importância da necessidade de divulgação de informação em comento.

Neste ponto, note que o artigo 4º da Lei nº 6.385/76, estabelece que a CVM exercerá as atribuições previstas em lei para o fim de (i) promover o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações; (ii) assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados da bolsa e de balcão; (iii) proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários; (iv) assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido; (v) assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários.

### 2.3. **A comprovação do *insider trading***

Para uma análise dos meios de prova passíveis de demonstrar a ocorrência do *insider trading*, resta-se necessário voltar à distinção entre as condutas praticadas por *insiders* primários e *insiders* secundários.

A negociação mediante o uso de informação sigilosa no mercado de capitais, quando realizada por um *insider* secundário, exige, para que se configure a prática do ilícito, a evidência de que a transação tenha sido motivada por uma informação privilegiada, cabendo o ônus da prova à CVM.

Registre-se que em pesquisa realizada pela Fundação Getulio Vargas de São Paulo no ano de 2014<sup>14</sup>, entre os anos de 2002 e 2013, dos 114 agentes do mercado que foram indiciados, apenas 23 foram punidos. Tais números não possuem outra explicação senão a dificuldade enfrentada pela autarquia em produzir meios de prova suficientes para legitimar uma punição.

Em vista a tal dificuldade, a CVM vem admitindo a prova indiciária, que consiste no conjunto de indícios convergentes e robustos, que levem a conclusão da prática de *insider trading*. Nas palavras do ex-diretor da CVM Luiz Antonio Sampaio Campos, no PAS CVM 22/94 julgado em 15/04/2004<sup>15</sup>:

[...] a existência de qualquer indício não é suficiente para ensejar a condenação. Há que diferenciar o indício da prova indiciária, eis que, de fato, o mero indício não autoriza a condenação, mas tão somente

---

<sup>14</sup> Disponível em < <http://direitosp.fgv.br/node/82061>> Acesso em 13.05.2018.

<sup>15</sup> PAS CVM nº RJ2013/10579.

a prova indiciária, quando representada por indícios múltiplos, veementes, convergentes e graves, que autoriza uma conclusão robusta e fundada acerca do fato que se quer provado.

Sobre a admissão da prova indiciária para comprovar a ocorrência de *insider trading*, o Ministro Luiz Fux, em julgamento de processo relativo ao episódio de corrupção política apelidado de mensalão, assim se pronunciou:

[...] No mesmo diapasão é a prova dos crimes e infrações no mercado de capitais. São as circunstâncias concretas, mesmo indiciárias, que permitirão a conclusão pela condenação. Na investigação de *insider trading* (uso de informação privilegiada e secreta antes da divulgação ao mercado de fato relevante): a baixa liquidez das ações; a frequência com que são negociadas; ser o acusado um neófito em operações de bolsa; as ligações de parentesco e amizade existentes entre os acusados e aqueles que tinham contato com a informação privilegiada; todas estas e outras são indícios que, em conjunto, permitem conclusão segura a respeito da ilicitude da operação.<sup>16</sup>

Para punir casos de negociação de valores mobiliários com informação privilegiada, a CVM vem recorrendo também ao uso da tecnologia baseada em inteligência artificial, por meio da qual é possível o cruzamento de dados sobre as operações, detectando movimentações atípicas dos agentes do mercado.

Situação diversa ocorre quando o ilícito é praticado por um *insider* primário, agente dotado de presunção relativa (*juris tantum*), em decorrência da posição que ocupa na companhia<sup>17</sup>. Neste caso, para que seja configurada a prática do ilícito, é necessária apenas a existência de prova direta de que os acusado negociou com ações da companhia em que atua, anteriormente à divulgação do fato relevante.

Sobre a presunção relativa dos administradores das companhias, CAMPOS<sup>18</sup> assim elucida:

---

<sup>16</sup> STF, Pleno, Voto do Min. Luiz Fux na AP 470, 19/04/2013.

<sup>17</sup> EIZIRIK, Nelson; B. GAAL, Ariádna; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de capitais**: op. cit. p. 564.

<sup>18</sup> CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. op. cit., p. 1.154.

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

Isso significa dizer que, diante de uma acusação em face de um *insider* primário, há inversão do ônus da prova, cabendo ao investigado demonstrar que não tinha acesso à informação sigilosa. No entanto, na prática, é extremamente difícil obter esta prova tendo em vista seu nítido caráter subjetivo, principalmente considerando ser um ilícito que pode ser configurado com a mera manutenção<sup>19</sup> do valor mobiliário.

Em outras palavras, seria extremamente difícil comprovar que uma pessoa optou por deixar de vender sua ação, em virtude do conhecimento de uma informação privilegiada.

MILANI, MEYER e ANDRADE comentam que, a partir da análise dos precedentes da CVM, verifica-se um número crescente de acusados que, diante de uma acusação, são mal sucedidos na tentativa de afastar a presunção de posse da informação privilegiada que sobre eles recai<sup>20</sup>.

Neste contexto, constata-se a indiscutível necessidade da adoção de medidas preventivas concretas dentro das companhias, capazes de demonstrar que as eventuais negociações realizadas por *insiders* primários não foram influenciadas por informações privilegiadas, de modo a desconstruir a referida presunção.

Para impedir acusações de *insider trading*, as companhias vêm empregando diversas práticas com relação às informações privilegiadas. Como exemplos, podemos citar os manuais de procedimentos/conduas (*compliance*), a manutenção de cópias de documentos e gravações, o controle prévio de negociação com valores mobiliários, a divisão interna entre os segmentos da empresa, dentre outros. Importante observar, contudo, que a simples existência desses mecanismos não

---

<sup>19</sup> Art. 2º Considera-se relevante, para os efeitos desta Instrução, qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembleia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável: [...] II - na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários.

<sup>20</sup> MILANI, Fabiano; MEYER, Flavio; ANDRADE, Rafael. ***Insider trading – Repressão e prevenção no Brasil: uma história em construção***. Fórum Abrasca. Revista RI. Maio 2014.

assegura, per se, o afastamento da presunção de acesso às informações privilegiadas; sendo necessário a verificação do seu efetivo cumprimento.

As medidas de prevenção ao *insider trading* são objeto deste trabalho e serão melhores exploradas adiante.

### 3. **CAPÍTULO 2 – MECANISMOS DE PREVENÇÃO AO USO DE INFORMAÇÕES PRIVILEGIADAS NO BRASIL**

Constata-se que os mecanismos de prevenção ao uso de informações privilegiadas são fundamentados em dois grandes pilares: (i) a preservação da eficiência do mercado; e (ii) o estabelecimento de políticas que permitam que os *insiders* negociem no mercado, sem que haja a configuração do *insider trading*.

No presente capítulo serão analisados os mecanismos de prevenção ao *insider trading*, contemplando as políticas internas verificadas nas companhias e as medidas utilizadas por terceiros em suas relações com as companhias.

#### 3.1. **Mecanismos internos adotados pelas companhias para a prevenção ao *insider trading***

Os mecanismos de prevenção ao *insider trading* adotados pelas companhias estão relacionados ao conceito de governança corporativa.

A governança corporativa consiste em um conjunto de práticas e princípios que visa ao alcance de um grau elevado de transparência nas companhias. Assim, tal instituto mostra-se importante instrumento no mercado de capitais ao proporcionar aos acionistas e administradores segurança no que tange à gestão das companhias e, conseqüentemente, a atrair investimentos nacionais e internacionais.

Dada a sua importância para as companhias, estudiosos e pesquisadores fundaram uma entidade sem fins lucrativos, que atua através da elaboração de cadernos e cartas de orientação com recomendações de boas práticas de governança corporativa, o IBGC.

De acordo com o IBGC, governança corporativa significa:

[..] o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo as práticas e os relacionamentos entre proprietários, conselho de administração, diretoria e órgãos de controle. As boas práticas de Governança Corporativa convertem princípios em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor da organização, facilitando seu acesso a recursos e contribuindo para a qualidade da gestão da

organização, sua longevidade e o bem comum.<sup>21</sup>

O mesmo instituto estabelece os quatro princípios de governança a serem observados pelas companhias, quais sejam: (i) da transparência; (ii) equidade; (iii) prestação de contas e (iv) responsabilidade corporativa:

Transparência - Consiste no desejo de disponibilizar para as partes interessadas as informações que sejam de seu interesse e não apenas aquelas impostas por disposições de leis ou regulamentos. Não deve restringir-se ao desempenho econômico-financeiro, contemplando também os demais fatores (inclusive intangíveis) que norteiam a ação gerencial e que condizem à preservação e à otimização do valor da organização.

Equidade - Caracteriza-se pelo tratamento justo e isonômico de todos os sócios e demais partes interessadas (stakeholders), levando em consideração seus direitos, deveres, necessidades, interesses e expectativas.

Prestação de Contas (accountability) - Os agentes de governança devem prestar contas de sua atuação de modo claro, conciso, compreensível e tempestivo, assumindo integralmente as consequências de seus atos e omissões e atuando com diligência e responsabilidade no âmbito dos seus papéis.

Responsabilidade Corporativa - Os agentes de governança devem zelar pela viabilidade econômico-financeira das organizações, reduzir as externalidades negativas de seus negócios e suas operações e aumentar as positivas, levando em consideração, no seu modelo de negócios, os diversos capitais (financeiro, manufaturado, intelectual, humano, social, ambiental, reputacional, etc.) no curto, médio e longo prazos.<sup>22</sup>

Buscando cada vez mais uma maior transparência e equidade nas companhias, o referido instituto também se preocupou com o tema da informação privilegiada. Assim, em dezembro de 2014, o IBGC editou uma Carta de Orientação a respeito da informação privilegiada e o Conselho de Administração, por meio do qual expressou que “cumpre ao

---

<sup>21</sup> Disponível em < <http://www.ibgc.org.br/inter.php?id=18161> > Acesso em 16.05.2018

<sup>22</sup> Disponível em < <http://www.ibgc.org.br/inter.php?id=18163> > Acesso em 16.05.2018.

Conselho de Administração da companhia zelar por um ambiente de confiança, assegurando que a divulgação de informações seja realizada de forma equitativa, transparente e com ampla acessibilidade”.

No mesmo documento, apresentou orientações de prevenção, monitoramento e reação a serem observadas pelo Conselho de Administração das companhias, a fim de evitar a responsabilização individual dos administradores pelo uso indevido de informação privilegiada por falhas na divulgação ou na omissão de acontecimentos que influenciam a formação de preço das ações.

Extrai-se do acima que tais recomendações se pautaram (i) na adoção de medidas internas nas companhias adequadas para evitar o vazamento de informações (prevenção); (ii) na existência de sistemas de controles internos a fim de monitorar as informações (monitoramento); e (iii) no caso de vazamento de informações, na execução, pelo Conselho de Administração, dos procedimentos previstos na política de divulgação, para que a companhia preste imediatamente os esclarecimentos (reação).

Conforme exposto na referida carta:

O uso indevido de informação privilegiada resulta de uma afronta a dois princípios básicos da boa governança corporativa: a transparência e a equidade. Esses princípios são expressos pelo desejo de disponibilizar simultaneamente para todas as partes interessadas as informações que sejam de seu interesse, não apenas aquelas impostas por disposições de leis ou regulamentos. A adequada transparência e a adoção de regras justas e equitativas propiciam um clima de confiança, tanto internamente quanto nas relações da empresa com terceiros.

Fica evidente que a adoção de tais mecanismos traduz grandes benefícios tanto para a companhia quanto para os seus acionistas, o que gera um ambiente de confiança para os investidores no mercado ao propiciar uma melhor gestão de suas atividades, uma melhor relação entre a própria companhia e seus acionistas e, principalmente, uma maior transparência dos negócios.

Diante do exposto, verifica-se que, no âmbito do uso indevido de informações privilegiadas, a governança corporativa aparece como forte ferramenta de prevenção



ao *insider trading*, eis que possibilita o conhecimento amplo das decisões e acontecimentos envolvendo as companhias, reduzindo a assimetria de informação entre os participantes do mercado<sup>23</sup>.

Abaixo serão examinados os mecanismos de governança corporativa adotados pelas companhias para afastar o *insider trading*.

### 3.1.1. **O full and fair disclosure**

Conforme já explorado, a publicidade de informações desempenha importante papel no âmbito das negociações no mercado de capitais, sendo direito do investidor o acesso aos acontecimentos ligados às companhias que podem afetar a cotação dos valores mobiliários por meio de mecanismos de divulgação de informações.

A respeito da relevância da informação como meio a proteger o investidor, PROENÇA assim se expressou:

A relevância da regulação da informação no mercado de capitais justifica-se, portanto, no sentido de ser esta um meio eficaz de proteção do investidor, já que o habilita a tomar conscientemente, ao menos, em tese, as suas decisões de investimento.<sup>24</sup>

Assim, preocupando-se em proteger os investidores, o ordenamento jurídico estabeleceu uma série de regramentos visando a uma maior transparência nas companhias, através da criação de obrigações de divulgação quanto à ocorrência ou potencial ocorrência de fatos relevantes a elas relacionados; o chamado sistema de *disclosure*.

Em síntese, o *disclosure* consiste na obrigação legal de prestar informações acerca de qualquer deliberação ou fato que possa interferir na cotação de valores mobiliários e, conseqüentemente, na tomada de decisão dos participantes do

---

<sup>23</sup> Com relação ao dever de informar como meio de minimizar essas assimetrias, comentam REIS e SANTOS: Ao impor deveres de prestação de informação, o legislador pretende eliminar (ou, ao menos, reduzir significativamente) essas assimetrias, consagrando o princípio da igualdade no acesso à informação – obrigando quem tem a informação a partilhá-la com quem não a tem, especialmente o público investidor. REIS, Célia; e SANTOS, Felipe. **Divulgação de Informação**. Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, nº 28, dez/2007, CMVM, Lisboa, p.182.

<sup>24</sup> PROENÇA, José Marcelo Martins. op cit. p. 134.

mercado.

Historicamente, aponta-se como exórdio desse sistema a edição do *Companies Act* de 1844 pela Inglaterra, sendo posteriormente adotado pelo direito norte-americano. Neste sentido, TIMBÓ, reportando-se aos ensinamentos de Louis Loss, discorre sobre o nascedouro de tal sistema:

[...] o sistema de *disclosure*, consoante Louis Loss, é de origem inglesa, tendo sido originalmente previsto na Lei das Sociedades (*Companies Act*) de 1844. Esta lei introduziu o princípio de proporcionar informações mínimas, de forma obrigatória, por meio da emissão de um prospecto, pela companhia que oferecia valores mobiliários ao público. Em 1929, com a edição de uma nova lei de sociedades na Inglaterra (*English Company Act*), o sistema de *disclosure* foi ratificado como medida de controle de fraudes. Nos EUA, o sistema de *disclosure* encontrou em Louis D. Brandies, juiz da Suprema Corte Americana, seu maior defensor. No seu livro, *Other people's Money*, publicado em 1914, ele recomenda, de forma incisiva, a publicidade como remédio contra os problemas sociais e econômicos em geral. No mesmo livro, para ressaltar a utilidade da divulgação de informações, Brandies usa a metáfora: “A luz do sol é o melhor do sol é o melhor dos desinfetantes; a luz elétrica, o policial mais eficiente”, acrescentando que a lei não deveria impedir a realização de maus negócios pelos investidores, mas sim proporcionar ao público a possibilidade de, mediante o acesso às informações, tomar as decisões de investimento que julgar melhores, seguindo seus próprios interesses. O posicionamento de Brandies a favor do controle do mercado por meio do sistema de disclosure influenciou de modo significativo na adoção desse sistema pela lei mobiliária americana, sendo ele considerado por Loss o “pai” dessa legislação.<sup>25</sup>

Com efeito, a importância do referido sistema foi ratificado pelos Estados Unidos após crise de 1929, notadamente com a publicação das conhecidas leis *Securities Act* (1933) e *Securities Exchange Act* (1934), como bem aponta o estudo de GUAZZELLI:

---

<sup>25</sup> TIMBÓ, Ivo Cordeiro Pinho. **Regime Jurídico da Informação no mercado de capitais**. Dissertação (Mestrado em Direito Político e Econômico), Universidade Presbiteriana Mackenzie, 2006. p. 52.

Nesse contexto, foram promulgadas duas leis federais disciplinando o mercado de capitais norte-americano. A primeira, o *Securities Act*, foi promulgada em 1933, com o objetivo principal de estabelecer regras e premissas para a negociação de valores mobiliários, tomando mandatário o fornecimento aos investidores de informações detalhadas a respeito de valores mobiliários objeto de oferta pública envolvendo mais de um estado. Logo em seguida, em 1934, foi editado o *Securities Exchange Act* que ampliou a doutrina do *full disclosure* (ampla e precisa informação aos investidores) também para títulos transacionados no mercado secundário e criou a comissão de valores norte-americana, a *Securities Exchange Commission* (SEC)

<sup>26</sup>.

No Brasil, pode-se dizer que a legislação se inspirou no sistema norte-americano acima indicada, notadamente por meio da publicação da já aludida Lei nº 6.385/76 que criou a CVM.

Ressalte-se que a importância da divulgação de informações na defesa da economia popular e no funcionamento regular do mercado de capitais foi mencionada na exposição de motivos da Lei nº 6.385/76, conforme trecho abaixo:

A experiência demonstrou que a defesa da economia popular e o funcionamento regular do mercado de capitais exigem a tutela do Estado, com a fixação de normas para emissão de títulos destinados ao público, divulgação de dados sobre a companhia emitente e negociação dos títulos no mercado.

FONSECA<sup>27</sup> comenta que o princípio do *disclosure* trata-se de condição imprescindível e *sine qua non* para que possa o público ter vasto e completo conhecimento dos fatos que ocorrerem no âmbito das sociedades anônimas abertas, permitindo-lhes tomar - com pleno conhecimento e livremente - suas decisões de investir e desinvestir, neste ou naquele papel, suas poupanças.

---

<sup>26</sup> GUAZZELLI, Tatiana Mello. Cédula de Crédito Bancário: **Aspectos Jurídicos de sua Negociação e Proteção dos Investidores**. Dissertação de mestrado apresentada ao Departamento de Direito Comercial da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2013.

<sup>27</sup> FONSECA, Herculano Borges. **O papel da Comissão de Valores Mobiliários na Economia Brasileira**. Revista da CVM. v. 1, n. 1, jan/abril 1983, p. 8

Entretanto, para que tal sistema seja eficaz, é necessário que a informação, além de verdadeira, seja divulgada de forma ampla, irrestrita, clara e completa a todos participantes do mercado. Esta é a essência do denominado *full and fair disclosure*.

Assim, elucida MILLER que o princípio do full disclosure não se satisfaz com a divulgação de uma informação qualquer, exigindo, sim, o fornecimento de "informação qualificada, assim entendida a relevante, adequada e a todos acessível"<sup>28</sup>.

Semelhante entendimento é de TIMBÓ, para quem o full disclosure caracteriza-se pela (i) completa divulgação de todas as informações relevantes; (ii) fidedignidade e clareza das informações prestadas; (iii) acessibilidade dessas informações a todos os investidores interessados; e (iv) tempestividade da divulgação<sup>29</sup>.

A respeito da qualidade e da forma das informações divulgadas pelas companhias, orienta a CVM no Boletim de Proteção do Consumidor/Investidor CVM/Senacon:

As informações divulgadas pelo emissor devem ser verdadeiras, completas, consistentes e úteis à avaliação dos valores mobiliários por ele emitidos, adotando uma linguagem simples, clara, objetiva e concisa. É claro que a simplicidade e clareza não afastam o caráter técnico de algumas informações, o que ressalta a importância dos diferentes agentes especializados (corretoras, distribuidoras, consultores de valores mobiliários etc.) no apoio à decisão do investidor e da correta avaliação dos produtos que sejam adequados ao seu perfil individual. A divulgação deve ser realizada de forma abrangente e simultânea para todo o mercado e, quando a informação tiver validade, por um prazo determinado, esse prazo deve ser indicado. Outro ponto importante é que as informações factuais (que devem vir acompanhadas da indicação de suas fontes sempre que possível e adequado) devem ser diferenciadas de interpretações e estimativas. Ou seja, fatos devem ser separados de opiniões e projeções.<sup>30</sup>

---

<sup>28</sup> MILLER, Daniel Schiavoni. **Governança Corporativa e Full disclosure: o direito à informação como direito subjetivo instrumental, implicitamente essencial e inderrogável do acionista.**

<sup>29</sup> TIMBÓ, Ivo Cordeiro Pinho. **Regime Jurídico da Informação no mercado de capitais.** Dissertação (Mestrado em Direito Político e Econômico), Universidade Presbiteriana Mackenzie, 2006. p. 52.

<sup>30</sup> Boletim de Proteção do Consumidor/Investidor CVM/Senacon. O acionista e o direito à informação.

Ainda sobre a qualidade, tem-se a Instrução CVM nº 480/09, a qual oferece breves detalhes sobre o conteúdo e forma que as informações devem ser divulgadas no mercado de capitais, veja-se:

Art. 14. O emissor deve divulgar informações verdadeiras, completas, consistentes e que não induzam o investidor a erro.

Art. 15. Todas as informações divulgadas pelo emissor devem ser escritas em linguagem simples, clara, objetiva e concisa.

Art. 16. O emissor deve divulgar informações de forma abrangente, equitativa e simultânea para todo o mercado.

Art. 17. As informações fornecidas pelo emissor devem ser úteis à avaliação dos valores mobiliários por ele emitidos.

Em regra, os primeiros a terem contato com deliberações ou fatos relevantes da companhia são os próprios acionistas controladores e os membros da administração. A lei, então, atribuiu aos administradores o dever de divulgar determinados acontecimentos, conforme previsto no parágrafo 4º do artigo 157, da Lei nº 6.404/76:

§ 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.

Na opinião de PARENTE, o dever de informar é ferramenta indispensável na repressão ao uso da informação privilegiada, ao encontrar correspondência direta no direito subjetivo que têm os investidores de se inteirarem, não só dos atos e decisões provenientes da administração da companhia, como de todos os fatos relevantes que possam ocorrer em seus negócios.

Mas o que são consideradas informações e deliberações relevantes? A Instrução CVM nº 358/02, conforme alterada, define, em seu artigo 2º, como 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 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.

A Instrução CVM nº 358/02 regula a divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas, estabelecendo uma série de deveres de divulgação por parte dos administradores, bem como vedações à negociação no mercado de capitais.

Os deveres de divulgação foram disciplinados em diversos dispositivos da Instrução CVM nº 358/02<sup>31</sup>, dentre os quais se destaca a obrigatoriedade da apresentação periódica de formulários indicadores da posição acionária das pessoas diretamente ligadas à companhia, prevista no artigo 11 e seus parágrafos:

Art. 11. Os diretores, os membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas criados por disposição estatutária ficam obrigados a informar à companhia a titularidade e as negociações realizadas com valores mobiliários emitidos pela própria companhia, por suas controladoras ou controladas, nestes dois últimos casos, desde que se trate de companhias abertas.

§ 1º A comunicação a que se refere o caput deste artigo deverá abranger as negociações com derivativos ou quaisquer outros valores mobiliários referenciados nos valores mobiliários de emissão da

---

<sup>31</sup> Os deveres de divulgação podem ser verificados também nos artigos 9, 10 e 12, que tratam, respectivamente da divulgação de informação em ofertas públicas, alienação de controle e aquisição e alienação de participação acionária relevante, e sobre negociações de controladores e acionistas.

companhia ou de emissão de suas controladoras ou controladas, nestes dois últimos casos, desde que se trate de companhias abertas. § 2o As pessoas naturais mencionadas neste artigo indicarão, ainda, os valores mobiliários que sejam de propriedade de cônjuge do qual não estejam separados judicial ou extrajudicialmente, de companheiro(a), de qualquer dependente incluído em sua declaração de ajuste anual do imposto sobre a renda e de sociedades por elas controladas direta ou indiretamente. [...]

A referida instrução traz também, em seu artigo 16, a Política de Divulgação, que representa uma importante ferramenta na prevenção do *insider trading*. Trata-se de uma exigência da CVM para que a companhia aberta adote uma política de divulgação que contemple o canal ou os canais de comunicação que utiliza para disseminar informações sobre atos e fatos relevantes e os procedimentos relativos à manutenção de sigilo acerca de informações relevantes não divulgadas.

Importante observar, todavia, que nem sempre o administrador é obrigado a divulgar toda e qualquer deliberação ou acontecimento ao mercado; em situações específicas, terá ele o direito de preservar em sigilo informações relativas à companhia.

Assim, conforme disposto no parágrafo 5º do já citado artigo 157, da Lei nº 6.404/76 e no artigo 6º, da Instrução CVM nº 358/02, é permitido que o administrador recuse-se a prestar informação ou deixe de divulgá-la nos casos em que sua revelação poderá colocar em risco o interesse legítimo da companhia. Nessa hipótese, caberá a CVM, 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<sup>32</sup>.

Por conseguinte, nota-se que, além de importante mecanismo de prevenção ao uso de informação privilegiada, o sistema do *full and fair disclosure* traz expressivos benefícios ao mercado ao gerar um ambiente justo para o investimento, minimizar os riscos ao investidor e favorecer a alocação eficiente de recursos.

Esta foi a mesma conclusão alcançada pelo emérito professor FOX em artigo publicado no Michigan Law Review: (1) *The market will be a fairer place in which to invest*; (2) *the market will be a less risky place to invest*; (3) *resources will be allocated*

---

<sup>32</sup> Artigo 7º, da Instrução CVM nº 358/02.

*more efficiently*<sup>33</sup>.

### 3.1.2. O dever de lealdade dos administradores e a vedação à negociação de valores mobiliários

O artigo 155 da Lei nº 6404/76, ao tratar do dever de lealdade dos administradores das companhias, estabeleceu o que se segue:

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; [...]

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

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

[...]

§ 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)

Pela alta posição que ocupam na hierarquia da companhia, é natural que os administradores tenham acesso amplo às suas informações<sup>34</sup>. É neste ponto que reside a importância dos deveres de lealdade e de sigilo.

---

<sup>33</sup> FOX, Merrit B. **Securities Disclosure in a Globalizing Market: Who should regulate whom?**. Michigan Law Review, v. 95, n.8, agosto, 1997. p. 2.533.

<sup>34</sup> CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. Conselho de Administração e Diretoria. Deveres e Responsabilidades. In FILHO, Alfredo Lamy; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. op. cit., p. 1.143.



O dever de lealdade determina que o administrador, ao exercer o seu cargo, deve agir de boa fé e ter em mente o melhor interesse da companhia, sendo-lhe vedado utilizar em proveito próprio ou de terceiros as oportunidades comerciais (*corporate opportunity*<sup>35</sup>) que tem acesso em virtude do cargo que ocupa.

O dever de sigilo, descrito no parágrafo 1º do referido artigo, estabelece que os administradores devem manter confidenciais informações relativas à companhia, que não estejam disponíveis ao público e que tenham sido obtidas em razão do exercício do cargo<sup>36</sup>.

EIZIRIK, GAAL, PARENTE e HENRIQUES destacam que o dever de sigilo se traduz em dois aspectos: (i) primeiro relacionado à manutenção de reserva sobre os negócios da companhia, quando a divulgação de determinadas informações ao público possa resultar em prejuízo à sociedade; e (ii) o segundo relativo à vedação de utilização de informação confidencial<sup>37</sup>.

Importante observar, contudo, que a manutenção do sigilo, deve ser determinada pelos próprios administradores, em vista à dificuldade de se estabelecer o que deve ser considerado confidencial<sup>38</sup>.

Neste sentido, PARENTE explica que constitui o fundamento para a adoção de tais proibições o fato de os administradores poderem ter uma visão global e prospectiva do seu desempenho e, com base nesse conhecimento, operar no mercado com uma superioridade não compartilhada pelos investidores no mercado

---

<sup>35</sup> A *corporate opportunity doctrine* veda aos administradores da companhia se apropriarem das oportunidades de negócios que, por direito, pertencem à sociedade. Tem origem norte-americana no caso “Guth v. Loft”, que trata exatamente de uma situação de usurpação de oportunidade da companhia por seu administrador. No caso, Guth, diretor-presidente da Loft, sociedade produtora de gêneros alimentícios, interessou-se pela falência da Pepsi-Cola, visualizando a oportunidade de adquirir suas ações e ficar com sua fórmula industrial. No entanto, optou por fazê-lo pessoalmente, e não em nome da companhia, a partir da utilização de suas instalações, recursos e até funcionários. Tudo foi realizado sem o conhecimento e consentimento do conselho de administração. A Loft propôs então demanda perante a justiça do Estado de Delaware, em que entendeu-se que Guth apropriou-se ilicitamente de uma oportunidade da companhia, visando atender os seus interesses pessoais e não os da companhia, pelo que ficou decidido pela transferência das ações da Pepsi-Cola, de titularidade de Guth, para a Loft, bem como o pagamento de quaisquer outros dividendos, lucros e ganhos do negócio. PARENTE, Flávia. **O dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas**. Rio de Janeiro: Renovar, 2005.

<sup>36</sup> O artigo 8º, da Instrução CVM nº 358/02 amplia o dever de sigilo também aos acionistas controladores das companhias: Art. 8º - Cumpre aos acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, e empregados da companhia, guardar sigilo das informações relativas a ato ou fato relevante às quais tenham acesso privilegiado em razão do cargo ou posição que ocupam, até sua divulgação ao mercado, bem como zelar para que subordinados e terceiros de sua confiança também o façam, respondendo solidariamente com estes na hipótese de descumprimento.

<sup>37</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. op. cit. 447.

<sup>38</sup> *Ibidem* 448.

em geral.

Após a reforma da Lei nº 6.404/76<sup>39</sup>, o dispositivo em exame passou a prever também a vedação à 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, conforme já explorado acima.

Na Instrução CVM nº 358/02, o *insider trading* encontra previsão no *caput* do artigo 13, o qual veda a negociação com valores mobiliários antes da divulgação do ato ou fato relevante à companhia, seus acionistas controladores diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal, ou de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária ou a quem quer que, em virtude de seu cargo, função ou posição na companhia aberta, sua controladora, suas controladas ou coligadas, tenha conhecimento da informação relativa ao ato ou fato relevante. Portanto, o dispositivo em análise trata da proibição à negociação pelos *insiders* primários.

Já o parágrafo 1º do referido artigo dispõe sobre a vedação a negociação por *insiders* secundários, ao estabelecer que:

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

Ainda no que tange à vedação às negociações, a referida instrução prevê a possibilidade de adoção de uma política facultativa por parte das companhias, com

---

<sup>39</sup> Ressalte-se que a Lei 6.404/76, tal como foi criada, estabeleceu uma lógica coerente entre seus dispositivos. Ocorre que, determinadas alterações promovidas na referida lei, parecem enfraquecer esta lógica. Foi o que parece ter ocorrido com a inserção do parágrafo 4º no artigo 155, na medida em que o legislador inseriu equivocadamente uma disposição geral acerca do *insider trading* (alcançando, potencialmente, qualquer pessoa) em um artigo que trata do dever de lealdade (exclusivamente) dos administradores das companhias.

relação aos negócios realizados por ela própria, pelos acionistas controladores diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, membros do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária<sup>40</sup>, a chamada Política de Negociação.

A implantação de tal política consiste em importante ferramenta de prevenção ao *insider trading*, podendo ser utilizada como meio de prova pré constituída para afastar a presunção relativa de negociação mediante o uso de informação privilegiada. Isso porque, as políticas de negociação têm por objetivo estabelecer o momento em que as pessoas vinculadas aos emissores de valores mobiliários – *insiders* primários – estão autorizadas a negociar no mercado de capitais.

Para TRINDADE, em alguns casos, tais momentos são aqueles em que não haverá informação relevante não divulgada ao mercado, segundo controle do emissor. Em outros, as hipóteses futuras de negociação são realizadas segundo o padrão determinado previamente, quando não existiria informação privilegiada, retirando-se de tais negociações, quando realizadas no futuro, o elemento intencional<sup>41</sup>.

Acerca da utilidade da política de negociação, observou TRINDADE no julgamento do PAS CVM RJ 04/04, de 28 de junho de 2006:

A política de negociação serve exatamente para permitir movimentos na mesma direção e permanentes pelos *insiders*, além de permitir o conhecimento e o bloqueio das operações pela própria companhia (através da também comuníssima centralização dos negócios dos *insiders* em corretoras indicadas pela própria companhia). Fora disso, é evidente que os *insiders* correrão, sim, o risco de punição, sendo esse risco a própria justificativa da criação do porto-seguro das políticas de negociação.<sup>42</sup>

---

<sup>40</sup> Parágrafo único, do artigo 15, Instrução CVM nº 358/02.

<sup>41</sup> TRINDADE, Marcelo Fernandez, op cit. p. 468.

<sup>42</sup> Processo Administrativo Sancionador CVM RJ 04/04, julgado em 28 de junho de 2006. A ata do julgamento encontra-se disponível em <[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)>. Acesso em 25 de maio de 2018.

### **3.2. Mecanismos de prevenção ao *insider trading* utilizados por terceiros em suas relações com a companhia**

Como visto, nos termos do caput do artigo 13º, da Lei nº 6.385/76, o *insider trading* pode ser praticado por terceiros que possuam relação profissional com as companhias.

Ainda que a lei não estabeleça expressamente regras para a prevenção ao *insider trading* para esses *insiders*, é comum a adoção de mecanismos que visem o afastamento ao ilícito em exame por instituições financeiras, escritórios de advocacia, empresas de contabilidade, dentre outros, conforme serão explorados adiante.

#### **3.2.1. O Chinese wall nas instituições financeiras multisserviços**

Além das companhias e dos fundos de investimento, que participam do mercado de capitais na qualidade de emissores de valores mobiliários, também encontram-se inseridas neste contexto as instituições financeiras.

Tais instituições atuam como prestadoras de serviços, assessorando as companhias e os fundos de investimento nas emissões de valores mobiliários, na sua colocação para o público investidor e facilitando o processo de formação de preços e a liquidez. São exemplos de instituições participantes do mercado os bancos de investimento, as corretoras e distribuidoras de títulos e valores mobiliários, as entidades administradoras de carteiras, dentre outros.

É comum, portanto, a existência de instituições financeiras multisserviços que, ao mesmo tempo, operem no mercado de capitais, como administradoras ou gestoras de fundos de investimento, e assessoram companhias em operações societárias e de valores mobiliários.

Em uma primeira análise, causaria estranheza possibilidade de coexistência de ambas as atividades dentro de uma mesma empresa. Isso porque, as instituições financeiras ao realizarem a função de gestoras de fundos de investimento, responsáveis por administrar sua carteira, poderiam se ver influenciadas a adquirir ações de determinada sociedade ao conhecer informação ainda não divulgada ao público, exclusivamente pelo fato de também prestar assessoria em operações societárias.

No entanto, a regulação da CVM permite a realização de ambas atividades por um mesmo ente, desde que haja uma separação interna das áreas, de modo a evitar o aproveitamento dessa condição nas negociações realizadas no mercado de capitais, e o conseqüente cometimento do crime de *insider trading*<sup>43</sup>.

Neste cenário, a CVM passou a reconhecer e a recomendar a implantação de um sistema de separação de funções dentro de uma mesma instituição, o chamado *chinese wall*.

A denominação *chinese wall* se deve ao fato de tal sistema ter sido instituído com objetivo semelhante ao da muralha da China. Esta grande obra arquitetônica foi criada em 1929 para proteger o país de invasores, trazendo, portanto, uma ideia de segregação física, a mesma por trás do *chinese wall* no mercado financeiro, que visa isolar áreas que desempenhem atividades conflitantes dentro de uma instituição.

LEÃES aponta que esta expressão foi utilizada pela primeira vez no contexto do mercado em 1968 pela SEC, agência reguladora norte-americana, em um processo em que o banco norte-americano Merrill Lynch estava sendo acusado pelo uso indevido de informações sigilosas<sup>44</sup>. A partir de então este instituto se disseminou nos Estados Unidos da América, sendo formalizado pelo Exchange Act, em 1980, e, posteriormente, pelo *Insider trading* Sanctions Act.

Sobre o conceito deste instituto, assim comenta LEÃES:

[...] conjunto de regras e procedimentos definidos em política interna adotada pelas companhias de mercado e instituições financeiras com o fim de promover e manter a segregação de informações a que tem acesso os diversos departamentos da organização administrativa de tais sociedades, cujos objetivos podem eventualmente se revelar conflitantes<sup>45</sup>.

No Brasil, não há uma regulação específica acerca dos procedimentos a serem verificados na realização de práticas de *chinese wall*. Alguns dispositivos de normas

---

<sup>43</sup> GUIMARÃES, Juliana Paiva; e CARNEIRO, Fernanda Pereira. **Um avanço importante em casos de *insider trading***. Novembro, 2014.

<sup>44</sup> LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. **A adoção do *chinese wall* e a repressão ao *insider trading***. In: WALD, Arnaldo (Org.). Doutrinas Essenciais de Direito Empresarial: Mercado de Capitais. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011. v. 8, p. 721.

<sup>45</sup> Idem

editadas pela CVM, entretanto, parecem orientar medidas de *chinese wall*, ao exemplo dos artigos 24 e 25<sup>46</sup>, da Instrução CVM nº 558/15.

Não obstante à inexistência de procedimentos pela CVM, algumas práticas são comumente verificadas nas instituições como, por exemplo, a adoção de códigos de ética, que determinem os comportamentos que os profissionais dessas empresas devem observar, métodos de verificação de riscos de vazamento de informações e, principalmente, a segregação física das áreas de assessoria em operações de fusões e aquisições das áreas de investimento.

Registre-se que a inexistência de efetivas práticas de *chinese wall* já foi utilizada no voto do ex-diretor Alexsandro Lopes, no PAS CVM nº RJ2009/13459, como um dos argumentos para a caracterização do *insider trading*:

[...] claro que a defesa poderia, pelo menos em tese, ter afastado sua responsabilidade se houvesse demonstrado que havia uma efetiva segregação de atividades e informações na instituição, por meio de práticas conhecidas como *Chinese wall*. Mas os acusados limitaram-se a destacar que o grupo Credit Suisse é composto de pessoas jurídicas distintas, sem atentar para o fato de que os autos demonstram que funcionários de várias delas tiveram acesso à informação privilegiada. Mais uma vez, esse acesso à informação se deu, notadamente, com a participação de funcionários do Banco Credit Brasil – gestor do Fundo Credit Carteira Própria – na reunião realizada em 13/04 no escritório da Terna Participações.

---

<sup>46</sup> Art. 24. O exercício da administração de carteiras de valores mobiliários deve ser segregado das demais atividades exercidas pela pessoa jurídica, por meio da adoção de procedimentos operacionais, com o objetivo de: I – garantir a segregação física de instalações entre a área responsável pela administração de carteiras de valores mobiliários e as áreas responsáveis pela intermediação e distribuição de valores mobiliários; II – assegurar o bom uso de instalações, equipamentos e informações comuns a mais de um setor da empresa; III – preservar informações confidenciais e permitir a identificação das pessoas que tenham acesso a elas; e IV – restringir o acesso a arquivos e permitir a identificação das pessoas que tenham acesso a informações confidenciais.

Parágrafo único. A segregação física de instalações de que trata o inciso I não é necessária entre a área responsável pela administração de carteiras de valores mobiliários e a área responsável pela distribuição de cotas de fundos de investimento de que a pessoa jurídica seja administradora ou gestora.

Art. 25. Para o cumprimento do disposto no art. 24, o administrador de carteiras de valores mobiliários deve manter manuais escritos, que detalhem as regras e os procedimentos adotados relativos à: I – segregação das atividades, com o objetivo de demonstrar a total separação das áreas ou apresentar as regras de segregação adotadas, com discriminação, no mínimo, daquelas relativas às instalações, equipamentos e informações referidas no inciso II do art. 24; e II – confidencialidade, definindo as regras de sigilo e conduta adotadas, com detalhamento das exigências cabíveis, no mínimo, para os seus sócios, administradores, colaboradores e empregados.

Como bem observado por TRINDADE, a segregação das atividades destina-se a assegurar, *ex ante*, que a conduta futura de certa área de negócios de um agente de mercado será adotada sem a influência de informações que tenham origem em outras áreas de atuação do mesmo agente<sup>47</sup>.

Sublinhe-se, contudo, que mera existência de práticas de *chinese wall* nas instituições não é suficiente para prevenir o fluxo de informações; é necessário que os regramentos internos das empresas sejam eficazes para inibir o uso indevido das informações confidenciais.

É importante ressaltar, ainda, que o *chinese wall* não constitui somente um mecanismo que estabelece limitações à disseminação de informações, pois, em determinados casos, determinará a proibição de negociar. Tal entendimento pode ser conferido na lição de LEÃES abaixo:

*Chinese wall* não significa, apenas, uma restrição ao fluxo de informação dentro da empresa, ou, ainda, uma limitação à atuação da empresa com determinados papéis. Muitas vezes, dependendo da sensibilidade da informação e da gravidade do conflito de interesse, o *chinese wall* adequado equivalerá à proibição de negociar. A partir do momento que a transação tornou-se pública, com a outorga do mandato para a operação, era preciso que essa proibição fosse estendida a todas as áreas e funcionários do grupo. Em alguns outros casos, quando não se deseja proibir por completo os negócios com determinados papéis, chama-se o operador daqueles papéis para o outro lado do muro, coloca-se a pessoa *over the wall* ou *on the other side of the wall*. Esta pessoa - que neste caso seria [Ticius] - não pode mais operar aquele papel, embora, na mesa, ninguém saiba disso num certo nível de hierarquia, ou embora, até mesmo, a corretora não esteja mais operando em nenhum nível, nos casos mais graves de informação sensível<sup>48</sup>.

Com base no exposto, conclui-se que, em vista à dificuldade de se afastar a presunção relativa nos processos administrativos de *insider trading* por *insiders*

---

<sup>47</sup> TRINDADE, Marcelo Fernandez.. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von (Coord.). **Temas de direito societário e empresarial contemporâneos**. São Paulo: Malheiros, 2011.

<sup>48</sup> LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. op. cit. p. 725.

primários, os procedimentos de *chinese wall*, quando utilizados de forma efetivas pelas instituições financeiras multisserviços, têm se mostrado eficazes meios de prevenção capazes de combater eventuais acusações que as pessoas que trabalham em tais instituições possam vir a se submeter.

### **3.2.2. Outras formas de prevenção ao insider trading adotadas por terceiros em suas relações com a companhia**

A utilização de mecanismos de prevenção ao *insider trading* pode ser verificada também por outros profissionais ligados à companhia. É o caso dos escritórios de advocacia, empresas de contabilidade e auditoria que, muitas vezes, têm acesso a operações societárias que poderão influenciar na cotação de valores mobiliários dos emissores.

Verifica-se que é comum, portanto, que os profissionais que atuem nesses escritórios e empresas assinem termos que proíbam a negociação de valores mobiliários de emissão das instituições nas quais possuam alguma relação.

Outra forma de prevenção ao *insider trading* é aquela utilizada pelas gestoras que indiquem membros para o Conselho de Administração das companhias. Em muitos casos, as gestoras de fundo de investimento, quanto atingem determinada participação societária nas companhias, conquistam o direito de indicar um membro para integrar o conselho de administração.

Nesse cenário, é comum que estas gestoras adotem políticas que vedem a negociação de ações dessas companhias por determinados períodos de tempo, seguindo a mesma lógica da proibição aos administradores de negociarem anteriormente à divulgação de fatos relevantes.



#### 4. **CAPITULO 3 – A REPRESSÃO AO USO DA INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA NO BRASIL**

Visando proteger o mercado de capitais deste ilícito que fere a sua credibilidade, estabilidade e eficiência, o sistema jurídico brasileiro, inspirado no modelo norte-americano, verificou a necessidade de reprimir o *insider trading* em três esferas: (i) administrativa; (ii) civil; e (iii) penal.

##### 4.1. **A repressão ao *insider trading* na esfera administrativa**

Como visto, o *insider trading* está previsto na Lei nº 6.404/76 (artigo 155, parágrafos 1º e 4º), e na Instrução CVM nº 358/02 (artigo 13, caput e parágrafos 1º a 4º). De acordo com os referidos dispositivos, podem ser responsabilizados administrativamente pelo referido ilícito os *insiders* primários e os *insiders* secundários.

Na esfera administrativa, a competência para a repressão ao ilícito do uso indevido de informações privilegiadas no mercado de capitais é da CVM.

Instituída através da Lei nº 6.385/76, a CVM consiste em uma entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária<sup>49</sup>.

A CVM foi criada para disciplinar e fiscalizar, no âmbito do mercado de capitais, as atividades de emissão, distribuição, negociação, intermediação, administração de carteiras, custódia, auditoria das companhias abertas e os serviços de consultor e analista de valores mobiliários<sup>50</sup>. Assim, a CVM atua tanto de forma preventiva, impedindo a ocorrência de ilícitos no mercado, como já visto acima, quanto de forma repressiva, através da fiscalização e punição de ilícitos.

Sua função fiscalizadora opera-se, no contexto do *insider trading*, através do acompanhamento da veiculação das informações divulgadas pelas companhias, bem como da análise das operações realizadas pelos agentes que atuam no mercado,

---

<sup>49</sup> Artigo 5º, da Lei nº 6385, de 07 de dezembro de 1976.

<sup>50</sup> Artigo 1º, da Lei nº 6385, de 07 de dezembro de 1976.

como pode ser visualizado nos artigos 4º, VI, 8º, III, 19, 20 e 22, parágrafo 1º, da Lei nº 6.385/76.

Conforme observado por EIZIRIK, PARENTE e HENRIQUES, em aprofundado estudo do mercado de capitais:

Tais normas delegam à CVM o poder de fiscalizar a veiculação de informações relativas ao mercado de capitais, fixando sua competência normativa para regular, dentre outras matérias, a natureza e a periodicidade das informações prestadas pelas companhias abertas; os relatórios de administração das companhias; os padrões de contabilidade e pareceres dos auditores independentes; a divulgação de deliberação da assembleia geral ou dos órgãos da administração, etc.<sup>51</sup>

Como já explorado no presente trabalho, o ônus da prova da ocorrência de *insider trading* é, em algumas hipóteses, da CVM. Portanto, para fiscalizar estas operações, a autarquia utiliza-se de um sistema de rastreamento que permite a identificação dos agentes e o registro, em ordem cronológica, das transações realizadas. Tal mecanismo possibilita uma conexão entre as ordens de compra e venda efetuadas e os fatos relevantes do mercado, permitindo que a CVM identifique a eventual ocorrência de práticas ilícitas.

Constatada a conduta ilícita no mercado de capitais, a CVM instaura um inquérito administrativo para a apuração de provas sobre a materialidade do ilícito, para verificar a possível abertura de um processo administrativo sancionador.

O processo administrativo sancionador da CVM deve observar as disposições da Lei nº 9.784/99, que regulamenta o processo administrativo no âmbito da administração Pública Federal, bem como as normas procedimentais específicas<sup>52</sup>, assegurando aos acusados o direito ao contraditório e ampla defesa.

Após o inquérito, os órgãos técnicos da CVM analisarão se há indícios da prática de ato ilícito e sua autoria e, em caso positivo, irão elaborar um relatório. Tal

---

<sup>51</sup> EIZIRIK, Nelson Laks; GAAL, Ariádna; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. op. cit. 484.

<sup>52</sup> Resolução 454/1997 e a Deliberação CVM 538/2008, que tratam do procedimento de rito ordinário e a Resolução CMN nº 1657/1989 que trata do procedimento de rito sumário.

peça, o termo de acusação, deverá conter o suposto ato ilícito e também a identificação daqueles às quais se imputa a conduta antijurídica.

Em seguida, os autos são enviados para a Coordenação de Controle de Processos e inicia-se a fase de contraditório, com a intimação dos acusados para apresentar defesa. Ato contínuo, os autos serão enviados ao colegiado e será sorteado um relator, que poderá requerer diligências e analisará pedido de eventual dilação probatória, feito pela defesa. Todos os meios de prova tidos como lícitos pelo ordenamento jurídico são admitidos no processo administrativo sancionador, nos termos do artigo 5º, inciso LVI, da Constituição Federal.

Concluídas as diligências, o colegiado proferirá a sua decisão em sessão pública e, caso seja configurada a prática do ato ilícito, deverá impor sanção de natureza punitiva, a fim de coibir tal prática do *insider trading*.

Ressalta-se que, nos termos do artigo 11, parágrafo 4º, da Lei nº 6.385/76, da decisão proferida pela CVM, caberá recurso administrativo para o Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional.

As sanções administrativas da CVM estão previstas no artigo 11, da Lei nº 6.385/76, o qual dispõe que:

Art. 11. A Comissão de Valores Mobiliários poderá impor aos infratores das normas desta Lei, da Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (Lei de Sociedades por Ações), de suas resoluções e de outras normas legais cujo cumprimento lhe caiba fiscalizar as seguintes penalidades, isoladas ou cumulativamente: (Redação dada pela Lei nº 13.506, de 2017)

I - advertência;

II - multa;

III - (revogado); (Redação dada pela Lei nº 13.506, de 2017)

IV - inabilitação temporária, até o máximo de 20 (vinte) anos, para o exercício de cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários; (Redação dada pela Lei nº 13.506, de 2017)

V - suspensão da autorização ou registro para o exercício das atividades de que trata esta Lei;

VI - inabilitação temporária, até o máximo de 20 (vinte) anos, para o

exercício das atividades de que trata esta Lei; (Redação dada pela Lei nº 13.506, de 2017)

VII - proibição temporária, até o máximo de vinte anos, de praticar determinadas atividades ou operações, para os integrantes do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários; (Incluído pela Lei nº 9.457, de 5.5.1997)

VIII - proibição temporária, até o máximo de dez anos, de atuar, direta ou indiretamente, em uma ou mais modalidades de operação no mercado de valores mobiliários. (Incluído pela Lei nº 9.457, de 5.5.1997)

[...]

§ 3º As penalidades previstas nos incisos IV, V, VI, VII e VIII do caput deste artigo somente serão aplicadas nos casos de infração grave, assim definidas em normas da Comissão de Valores Mobiliários, ou nos casos de reincidência. (Redação dada pela Lei nº 13.506, de 2017)

Conforme se extrai a partir da leitura conjunta dos artigo 18<sup>53</sup>, da Instrução CVM nº 385/02 e parágrafo 3º do artigo 11, da Lei nº 6.385/76, o *insider trading* constitui infração grave, podendo ser punido pelas sanções descritas nos incisos IV, V, VI, VII e VIII.

Todavia, dentre as diversas possibilidades de sanção, a multa é a mais recorrente forma de repressão ao *insider trading*. Para aplicação desta penalidade, a CVM deverá considerar a capacidade financeira do infrator e a gravidade do ato praticado, de acordo com os princípios da proporcionalidade e razoabilidade.

A lei fixou, no parágrafo 1º do referido artigo, quatro critérios distintos para quantificação do valor da multa, quais sejam: (i) R\$ 50.000.000,00 (cinquenta milhões de reais); (ii) o dobro do valor da emissão ou da operação irregular; (iii) 3 (três) vezes o montante da vantagem econômica obtida ou da perda evitada em decorrência do ilícito; ou (iv) o dobro do prejuízo causado aos investidores em decorrência do ilícito.

Importante observar que a CVM possui ferramenta para a solução consensual de questões administrativas no âmbito de sua atuação sancionatória: o termo de

---

<sup>53</sup> 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.

compromisso<sup>54</sup>.

Tal instrumento consta do parágrafo 5º do artigo 11, da Lei nº 6.385/76, o qual prevê a possibilidade da CVM suspender o procedimento administrativo para a apuração de infrações da legislação do mercado de valores mobiliários, se o investigado ou acusado assinar termo de compromisso, obrigando-se a (i) cessar a prática de atividades ou atos considerados ilícitos pela Comissão de Valores Mobiliários; e (ii) corrigir as irregularidades apontadas, inclusive indenizando os prejuízos.

O termo de compromisso vem sendo amplamente utilizado pela CVM nos processos de uso indevido de informação privilegiada. No entanto, alguns criticam sua utilização sob o argumento de que evitaria que o indiciado seja investigado e, com isso, ocultaria uma possível prática de *insider trading*<sup>55</sup>.

O artigo 9º da Lei nº 6385/76<sup>56</sup>, estabelece que, além da esfera administrativa, o *insider trading* também é passível de repressão nas esferas penal e civil, conforme será explorado a seguir.

#### 4.2. A repressão ao *insider trading* na esfera penal

O ilícito do *insider trading* passou a ser criminalizado na legislação brasileira<sup>57</sup>, a partir da edição da Lei nº 10.303/01, que inseriu o artigo 27-D, na Lei nº 6.385/76, com a seguinte redação:

Uso Indevido de Informação Privilegiada

Art. 27-D. Utilizar informação relevante ainda não divulgada ao

---

<sup>54</sup> SANTOS, Alexandre Pinheiro dos; OSÓRIO, Fábio Medina; WELLISH, Julya Sotto Mayor. **Mercado de Capitais: regime sancionador**. São Paulo: Saraiva. 2012, p. 247.

<sup>55</sup> REBOUÇAS, Lucia. ***Insider trading* crime sem castigo?**. Revista RI Relações com Investidores. Outubro 2014.

<sup>56</sup> “Artigo 9º A Comissão de Valores Mobiliários terá jurisdição em todo o território nacional e no exercício de suas atribuições, observado o disposto no Art. 15, § 2º, poderá: V - apurar, mediante inquérito administrativo, atos ilegais e práticas não equitativas de administradores e acionistas de companhias abertas, dos intermediários e dos demais participantes do mercado; VI - aplicar aos autores das infrações indicadas no inciso anterior as penalidades previstas no Art. 11, sem prejuízo da responsabilidade civil ou penal.”

<sup>57</sup> Em estudo feito sobre o tema do uso indevido de informações privilegiadas, em 1978, Norma Parente, reconheceu que não havia tipificação expressa para a conduta. No entanto, sugeriu à época que a referida conduta se enquadraria como estelionato, na forma prevista no artigo 171, do Código Penal. Norma Jonsen. **Aspectos Jurídicos do “*Insider trading*”**. CVM. Superintendência Jurídica, Junho de 1978.).

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.

Verifica-se que a lei, com a redação trazida pela Lei nº 10.303/01, ao tipificar a conduta do agente subordinado ao dever de sigilo, limitou a responsabilização penal à prática do *insider trading* ao *insider* primário<sup>58</sup>, cabendo ao *insider* secundário, tão somente a responsabilização na esfera administrativa, conforme já tratado acima.

Entretanto, a responsabilização penal foi estendida ao *insider* secundário, de acordo com a Lei nº 13.506/17, que modificou o referido artigo 27-D, conforme a seguinte redação:

Art. 27-D. - Utilizar informação relevante de que tenha conhecimento, ainda não divulgada ao mercado, que seja capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiros, de valores mobiliários: (Redação dada pela Lei nº 13.506, de 2017)

[...]

§ 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)

Desta forma, com o advento da Lei nº 13.506/17, o tipo penal ganhou maior amplitude, pois o legislador optou por desconsiderar a condição especial do agente para a configuração do delito de *insider trading*.

De acordo com a nova redação do caput do artigo 27-D, a condição de o agente ter o dever de manter sigilo sobre a informação relevante foi excluída do tipo penal, não sendo mais um elemento essencial para a configuração do crime de *insider*

---

<sup>58</sup> Trata-se, portanto, de crime próprio, ou seja, aquele que somente pode ser atribuído a determinados agentes

*trading*, expandindo a oportunidade de criminalização ao *insider* secundário.

Ademais, é importante ressaltar que, conforme disposto na nova redação do artigo 27-D acima, o parágrafo §1º foi introduzido, prevendo o crime de “Exercício Irregular de Cargo, Profissão, Atividade ou Função”. Resta claro que o referido dispositivo acima criminaliza a conduta da pessoa que somente repassa informação relevante para terceiro, mesmo na condição de não fazer uso em negociação ou não tendo com o objetivo a obtenção vantagem, desde que (i) tenha obtido em razão de cargo; ou (ii) posição que ocupe em emissor de valores mobiliários; ou (iii) em razão de relação comercial, profissional ou de confiança com o emissor.

São, portanto, sujeitos ativos do crime previsto no artigo 27-D da Lei nº 6.404/76 os administradores das companhias, acionistas controladores, membros dos conselhos fiscais, agentes que possuem relação profissionais com a companhia, como advogados, contadores, dentre outros, bem como *insiders* secundários.

Quanto ao bem juridicamente protegido pelo dispositivo em análise, EIZIRIK, GAAL, PARENTE e HENRIQUES<sup>59</sup> apontam que seria a estabilidade e eficiência do mercado de capitais, tutelando-se o princípio da transparência das informações, bem como a proteção da confiança e do patrimônio dos investidores que aplicam seus recursos no mercado de valores mobiliários.

No mesmo sentido, CARVALHOSA observa que:

Em termos amplos, o bem juridicamente protegido pela ameaça penal contida no art. 27-D da Lei 6.385/76, introduzido pela Lei nº 10.303/01 é o da estabilidade do mercado de capitais.

Mais especificamente, a norma visa tutelar o processo de *disclosure*, ou seja, da ampla e completa divulgação de informações como elemento essencial de proteção aos investidores do mercado de capitais<sup>60</sup>.

Outro ponto interessante no que tange ao crime de uso indevido de informação privilegiada é quanto à necessidade ou não de obtenção de vantagem econômica para

---

<sup>59</sup> EIZIRIK, Nelson Laks; GAAL, Ariádna; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. op. cit. p. 557.

<sup>60</sup> CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. **A Nova Lei das S/A**, São Paulo, Saraiva, 2002, pp. 544 e 545.

a sua configuração. Diverge-se, assim, na qualificação do crime como formal ou material.

EIZIRIK, GAAL, PARENTE e HENRIQUES<sup>61</sup>, ao se prenderem à letra da lei, defendem que se trata de um crime material, sendo o momento consumativo o da realização do resultado, a vantagem obtida com a utilização da informação privilegiada.

No entanto, a melhor doutrina classifica o delito em questão como formal. MORELLI, ao fazer uma interpretação do texto legal, extrai conclusão diversa daquela observada acima, ao entender que (i) o verbo “utilizar” está em destaque, no elemento subjetivo do tipo, bastando a utilização da informação relevante ainda não divulgada para a configuração do crime; (ii) a informação deve ser “capaz de propiciar” vantagem indevida; e (iii) o resultado do ilícito de *insider trading* não é o que verdadeiramente importa para abalar a confiabilidade do mercado<sup>62</sup>.

No que tange à competência para processar os agentes que cometem o *insider trading*, é do Ministério Público, devidamente assistido pela Comissão de Valores Mobiliários. Já a competência para a apreciação e julgamento do delito é da Justiça Federal, por se tratar de crime contra um dos segmentos do sistema financeiro nacional (mercado de capitais), com potencial caráter transnacional e que viola, inclusive, os interesses institucionais da CVM<sup>63</sup>.

A penalidade para o *insider trading* é a reclusão, de um a cinco anos, acrescida de multa de até três vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime.

Registre-se que até o momento houve no Brasil apenas uma condenação penal pelo crime de *insider trading*. O caso foi julgado em fevereiro de 2013 pela 5ª Turma do TRF da 3ª Região e teve como relator o desembargador federal Luiz Stefanini<sup>64</sup>.

---

<sup>61</sup> EIZIRIK, Nelson Laks; GAAL, Ariádna; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. op. cit. p. 565.

<sup>62</sup> MORELLI, Denis. In CODORNIZ, Gabriela; PATELLA Laura (coord.). **Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/76**. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 636.

<sup>63</sup> SANTOS, Alexandre Pinheiro dos; OSÓRIO, Fábio Medina; WELLISH, Julya Sotto Mayor. op. cit. p. 171.

<sup>64</sup> PENAL E PROCESSUAL PENAL - CRIME CONTRA O MERCADO DE CAPITAIS - USO INDEVIDO DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA - *INSIDER TRADING* - ART. 27-D DA LEI Nº 6.385/76 – JUSTIÇA FEDERAL - COMPETÊNCIA - AUTORIA, MATERIALIDADE E DOLO - COMPROVAÇÃO - OFENSA AO BEM JURÍDICO TUTELADO NO BRASIL - REPRIMENDAS QUE DEVEM SER MAJORADAS - PENA DE MULTA - FUNDO PENITENCIÁRIO NACIONAL - ARTIGO 72 DO CP - INAPLICABILIDADE - FIXAÇÃO DO DANO MORAL COLETIVO (ART. 387, VI, CPP) - APLICAÇÃO - APELAÇÃO MINISTERIAL PARCIALMENTE PROVIDA - APELAÇÃO DEFENSIVA DESPROVIDA.



Os réus, Luiz Gonzaga Murat Júnior, ex-diretor de Finanças e Relações com Investidores da empresa Sadia S.A, do ramo de alimentos frigoríficos, e Romano.

Ancelmo Fontana Filho, ex-membro do Conselho de Administração da referida empresa, foram denunciados, em 2009, pois teriam auferido lucro na negociação com ações da empresa Perdigão S.A., concorrente da Sadia, na Bolsa de Nova York após participarem de tratativas da Sadia para aquisição da Perdigão<sup>65</sup>.

Em 2011, a justiça federal de primeiro grau condenou Luiz Gonzaga Murat Júnior a pena de um ano e nove meses de reclusão, em regime inicial aberto e multa no valor de R\$ 349.711,53, tendo sido a pena de prisão substituída por prestação de serviços à comunidade ou a entidades públicas e, ainda, a proibição do exercício do cargo de administrador ou conselheiro fiscal de companhia aberta pelo prazo de cumprimento da pena. A Romano Anselmo coube a pena de um ano, cinco meses e quinze dias de reclusão, em regime inicial aberto e multa no valor de R\$ 374.940,52. A pena de prisão também foi substituída pela prestação de serviços à comunidade ou entidades públicas, e também ficou proibido de exercer o cargo de administrador ou conselheiro fiscal de companhia aberta pelo prazo de cumprimento da pena.

Com a condenação do TRF, a pena de Luiz Murat foi aumentada para dois anos, seis meses e dez dias de reclusão, em regime aberto e a de Romano Anselmo passou a dois anos e um mês de reclusão, em regime aberto.

#### **4.3. A repressão ao *insider trading* na esfera civil**

Diversamente das esferas administrativa e penal, as quais têm por objetivo punir a conduta do *insider* que se utiliza indevidamente de informações privilegiadas no mercado de capitais, no âmbito do direito civil, a repressão a tal prática tem um caráter ressarcitório.

É inegável que o *insider trading* acarreta o enriquecimento ilícito daqueles o praticam, eis que gera benefícios particulares apenas aos investidores que negociam com informações privilegiadas, em detrimento dos demais agentes do mercado.

---

<sup>65</sup> Em julho de 2006, a Sadia fez uma oferta pública voluntária para adquirir o controle da concorrente Perdigão. Contudo, essa tentativa de “aquisição hostil” não foi bem-sucedida de imediato, tendo em vista que a oferta foi recusada por acionistas que representavam mais de 50% do capital da Perdigão.

Por conseguinte, visando proteger os investidores afetados, o legislador estabeleceu nos parágrafos do supra mencionado artigo 155, da Lei nº 6.404/76, a possibilidade da pessoa prejudicada em compra e venda de valores mobiliários, contratada com infração aos parágrafos do mesmo artigo, recorrer ao Judiciário para buscar a reparação aos danos sofridos.

Inicialmente, a redação do referido dispositivo levava ao entendimento de que somente seria possível a responsabilização civil do administrador. Isto porque, a lei, ao tratar do dever de lealdade dos administradores das companhias previa que:

Art. 155. (...) § 1º Cumpre, ademais, ao administrador de companhia aberta, guardar sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, obtida em razão do cargo e capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários, sendo-lhe vedado valer-se da informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários.

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

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

Com a inclusão do parágrafo 4º no referido artigo<sup>66</sup>, ao estabelecer que “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”, passou-se a estender tal

---

<sup>66</sup> Parágrafo incluído pela Lei nº 10.303, de 2001.

responsabilização a toda e qualquer pessoa.

Este é o entendimento de CARVALHOSA:

Deverá ressarcir as perdas e danos havidos toda e qualquer pessoa que se tenha utilizado de informações sigilosas ou reservadas, de caráter relevante, para negociar com valores mobiliários no mercado de capitais no período anterior à divulgação, pelos canais institucionais, dos respectivos fatos ou negócios.<sup>67</sup>

Além da ação de indenização do prejudicado, a Lei nº 7.913/89, que dispõe acerca da ação civil pública de responsabilidade por danos causados aos investidores no mercado de valores mobiliários, conferiu ao Ministério Público a possibilidade, de ofício ou por solicitação da CVM, oferecer ação civil pública para ressarcir os danos causados aos titulares de valores mobiliários e aos investidores do mercado<sup>68</sup>, estabelecendo ainda que os valores da condenação seriam revertidos aos lesados, na proporção do seu prejuízo<sup>69</sup>.

Por fim, outro ponto relevante no que tange ao direito civil é quanto à anulabilidade da operação ilícita realizada pelo *insider*.

O Código Civil estabelece, em seu artigo 171<sup>70</sup>, que é anulável o negócio jurídico celebrado com dolo. Sendo a negociação no mercado de capitais uma espécie de negócio jurídico, em uma primeira análise, poder-se-ia dizer que o uso indevido de informações privilegiadas no mercado de capitais seria passível de anulação.

Contudo, no que diz respeito às operações realizadas por *insiders* não há de

---

<sup>67</sup> CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei das Sociedades Anônimas**. 4 ed. São Paulo. Saraiva, 2009. Vol. 3, p. 314.

<sup>68</sup> Art. 1º Sem prejuízo da ação de indenização do prejudicado, o Ministério Público, de ofício ou por solicitação da Comissão de Valores Mobiliários — CVM, adotará as medidas judiciais necessárias para evitar prejuízos ou obter ressarcimento de danos causados aos titulares de valores mobiliários e aos investidores do mercado, especialmente quando decorrerem de:

I — operação fraudulenta, prática não equitativa, manipulação de preços ou criação de condições artificiais de procura, oferta ou preço de valores mobiliários;

II — compra ou venda de valores mobiliários, por parte dos administradores e acionistas controladores de companhia aberta, utilizando-se de informação relevante, ainda não divulgada para conhecimento do mercado ou a mesma operação realizada por quem a detenha em razão de sua profissão ou função, ou por quem quer que a tenha obtido por intermédio dessas pessoas;

III — omissão de informação relevante por parte de quem estava obrigado a divulgá-la, bem como sua prestação de forma incompleta, falsa ou tendenciosa.

<sup>69</sup> Artigo 2º, da Lei nº 7.913/89.

<sup>70</sup> Art. 171. Além dos casos expressamente declarados na lei, é anulável o negócio jurídico: I - por incapacidade relativa do agente; II - por vício resultante de erro, dolo, coação, estado de perigo, lesão ou fraude contra credores.

se falar em anulabilidade. O legislador, ao estabelecer as consequências ao ilícito em questão, preocupou-se apenas em prever a responsabilidade civil dos *insiders*, não prevendo a possibilidade de anulação dessas negociações. Isto porque, caso existisse tal previsão, poderia gerar um ambiente de insegurança entre os investidores, que não confiariam em investir suas poupanças em um mercado sujeito à anulação das operações.

Esta foi a mesma conclusão alcançada por LUCENA:

A razão da opção do legislador tão-somente pela indenização do prejudicado, sem permitir a anulação do ato negocial dos valores mobiliários, decorre da ponderação entre os interesses então em jogo. Assim, do ponto de vista do lesado, basta-lhe o ressarcimento dos prejuízos que teve com o comportamento do *insider*. Já a anulação do ato negocial, com repercussões fora do restrito círculo dos envolvidos no negócio, traria de um modo geral intranquilidade aos investidores, que confiam na seriedade e eficiência do mercado.<sup>71</sup>

---

<sup>71</sup> LUCENA, José Waldecy. **Comentários à Lei das sociedades anônimas**, vol. 2. Rio de Janeiro: Renovar. 2009, pág.498.

## CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente trabalho buscou demonstrar os prejuízos decorrentes do uso indevido de informações privilegiadas no mercado de capitais e a consequente preocupação do legislador em estabelecer mecanismos capazes de prevenir e reprimir a prática do *insider trading* no sistema jurídico brasileiro.

Verificou-se inicialmente que a proibição à prática do *insider trading* possui fundamentos de ordem econômica e ética. As primeiras estão relacionadas ao conceito de eficiência do mercado e à proteção ao investidor, enquanto as segundas consideram a conduta do agente, que visa a obtenção indevida de vantagem econômica em detrimento dos demais agentes.

Conforme foi explorado, o mercado de capitais é importante ferramenta para o crescimento econômico nacional, ao representar método alternativo de alocação eficiente de recursos por meio de um sistema que possibilita aos poupadores meios de investir suas economias em sociedades que almejam capitalizar-se com recursos mais acessíveis do que os disponibilizados por instituições financeiras (e similares).

Para que seja considerado eficiente, é necessário que o preço dos valores mobiliários reflita acertadamente todas as informações relevantes do emissor, e que foram divulgadas ao público. Assim, a importância do mercado eficiente se verifica na medida em que transmite confiança aos investidores, ao terem a certeza de que os preços refletem a verdadeira situação do emissor.

A proibição do *insider trading* pode ser também justificada por uma razão de ordem ética: a aferição de vantagem indevida. Ao utilizar-se de informação privilegiada para negociar no mercado de capitais, o *insider* se coloca em posição de superioridade em relação aos demais participantes do mercado, auferindo, portanto, vantagens econômicas indevidas.

Estabelecidas as premissas para a proibição do *insider trading*, passou-se a analisar os mecanismos de prevenção e repressão ao ilícito em exame utilizados no Brasil.

A prevenção ao uso indevido de informações privilegiadas está intimamente relacionada ao conceito de governança corporativa. Como visto, esta ferramenta do mercado de capitais preza pela transparência nas instituições, visando proporcionar aos acionistas e administradores segurança no que tange à gestão das companhias.

Assim, verificou-se que uma companhia demonstra que realiza boas práticas de governança quando, além de observar as disposições contidas em lei, adota medidas internas de gestão, como políticas de divulgação de informações ao mercado e de negociação de valores mobiliários.

Buscou-se, ainda, explorar a prevenção ao *insider trading* no âmbito dos terceiros que possuem relações profissionais com os emissores, como escritórios de advocacia, contabilidade e instituições financeiras, os quais se inserem na concepção de *insiders* primários.

No âmbito da repressão ao *insider trading*, observou-se que (i) na esfera administrativa qualquer pessoa (tanto *insiders* primários, quanto *insiders* secundários) pode ser responsabilizada, submetendo-se às sanções designadas pela CVM; (ii) na esfera penal qualquer pessoa (tanto os *insiders* primários, quanto *insiders* secundários), em virtude da nova redação do artigo 27-D da Lei Lei nº 6.385/76, poderiam ser penalizados pelo crime de uso indevido de informações privilegiadas; e (iii) na esfera civil, qualquer pessoa (tanto *insiders* primários, quanto *insiders* secundários) pode ser responsabilizada.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. Conselho de Administração e Diretoria. Deveres e Responsabilidades. In FILHO, Alfredo Lamy; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **Direito das companhias**. Rio de Janeiro: Forense, 2009.

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

CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. **A Nova Lei das S/A**, São Paulo, Saraiva, 2002.

CORDEIRO, Luiz Felipe Gonçalves de. **Insider Trading e o Mercado de Capitais: tratamento legal, casos concretos e a ineficiência de seu combate**. Dissertação (Graduação). Pontifícia Universidade Católica, 2013.

Comissão de Valores Mobiliários. **Regulação do mercado de valores mobiliários: fundamentos e princípios**. Rio de Janeiro, 1979.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariadna B.; PARENTE, Flavia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de capitais: regime jurídico**. 3ª ed. revisada e atualizada. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

EIZIRIK, Nelson Laks. **Questões de Direito Societário e Mercado de Capitais**. Rio de Janeiro: Forense. 1ª ed. 1987.

FONSECA, Herculano Borges. **O papel da Comissão de Valores Mobiliários na Economia Brasileira**. Revista da CVM. v. 1, n. 1, jan/abril 1983.

FOX, Merrit B. **Securities Disclosure in a Globalizing Market: Who should regulate whom?**. Michigan Law Review, v. 95, n.8, agosto, 1997.

GUAZZELLI, Tatiana Mello. **Cédula de Crédito Bancário: Aspectos Jurídicos de sua Negociação e Proteção dos Investidores**. Dissertação de mestrado apresentada ao Departamento de Direito Comercial da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2013.

GUIMARÃES, Juliana Paiva; e CARNEIRO, Fernanda Pereira. **Um avanço importante em casos de *insider trading***. Novembro, 2014.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. **A adoção do *chinese wall* e a repressão ao *insider trading***. In: WALD, Arnaldo (Org.). Doutrinas Essenciais de Direito Empresarial: Mercado de Capitais. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011. v. 8.

LUCENA, José Waldecy. **Comentários à Lei das sociedades anônimas**, vol. 2. Rio de Janeiro: Renovar. 2009.

MILANI, Fabiano; MEYER, Flavio; ANDRADE, Rafael. ***Insider trading* – Repressão e prevenção no Brasil: uma história em construção**. Fórum Abrasca. Revista RI. Maio 2014.

MILLER, Daniel Schiavoni. **Governança Corporativa e *Full disclosure*: o direito à informação como direito subjetivo instrumental, implicitamente essencial e inderrogável do acionista**.

MORELLI, Denis. In CODORNIZ, Gabriela; PATELLA Laura. **Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/76**. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. **A Utilização Desleal de Informações Privilegiadas – “*Insider trading*” – no Brasil e nos Estados Unidos**. In BULGARELLI, Waldírio (Coordenação). Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro nº 34. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais. 1979.



MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. **O insider trading no direito brasileiro**. São Paulo: Saraiva. 2017.

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

PARENTE, Flávia. **O dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas**. Rio de Janeiro: Renovar, 2005. CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. **A Nova Lei das S/A**, São Paulo, Saraiva, 2002.

REBOUÇAS, Lucia. **Insider trading crime sem castigo?**. Revista RI Relações com Investidores. Outubro 2014.

REIS, Célia; e SANTOS, Felipe. Divulgação de Informação. Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, nº 28, dez/2007, CMVM, Lisboa.

SANTOS, Alexandre Pinheiro dos; OSÓRIO, Fábio Medina; WELLISH, Julya Sotto Mayor. **Mercado de Capitais: regime sancionador**. São Paulo: Saraiva. 2012.

SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe. **A Racionalidade Econômica do Combate ao Insider trading: Assimetria de Informação e Dano ao Mercado**. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo: nº 147, ano XLVI, julho – setembro 2007.

TIMBÓ, Ivo Cordeiro Pinho. **Regime Jurídico da Informação no mercado de capitais**. Dissertação (Mestrado em Direito Político e Econômico), Universidade Presbiteriana Mackenzie, 2006.

TRINDADE, Marcelo Fernandez. **Vedações à negociação de valores mobiliários por norma regulamentar: interpretação e legalidade**. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von. Temas de direito societário e empresarial contemporâneos. São Paulo: Malheiros, 2011.