



UNIVERSIDADE FEDERAL DA PARAÍBA
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS
CURSO DE DIREITO

RAPHAEL ARAÚJO SILVA DA NÓBREGA

**O papel da legislação como repressor do insider trading
no mercado de capitais brasileiro**

SANTA RITA - PB
2022

RAPHAEL ARAÚJO SILVA DA NÓBREGA

**O papel da legislação como repressor do insider trading
no mercado de capitais brasileiro**

Trabalho de Conclusão de Curso
apresentado ao Curso de Graduação em
Direito, do Departamento de Ciências
Jurídicas da Universidade Federal da
Paraíba, como requisito parcial da
obtenção do grau de Bacharel em Direito.

Orientador: Prof. Me. Igor de Lucena
Mascarenhas

Catálogo na publicação
Seção de Catalogação e Classificação

N754p Nóbrega, Raphael Araújo Silva da.

O papel da legislação como repressor do insider trading no mercado de capitais brasileiro / Raphael Araújo Silva da Nóbrega. - Santa Rita, 2022.
57 f.

Orientação: Igor de Lucena Mascarenhas.
Monografia (Graduação) - UFPB/DCJ/Santa Rita.

1. Insider trading. 2. Informação privilegiada. 3. Mercado de capitais. 4. Crime financeiro. 5. Compliance. 6. Governança corporativa. 7. Full disclosure. I. Mascarenhas, Igor de Lucena. II. Título.

UFPB/BS/DCJ

CDU 34

RAPHAEL ARAÚJO SILVA DA NÓBREGA

**O papel da legislação como repressor do insider trading
no mercado de capitais brasileiro**

Trabalho de Conclusão de Curso
apresentado ao Curso de Graduação em
Direito, do Departamento de Ciências
Jurídicas da Universidade Federal da
Paraíba, como requisito parcial da obtenção
do grau de Bacharel em Direito.

Orientador: Prof. Me. Igor de Lucena
Mascarenhas

BANCA EXAMINADORA:

Data de Aprovação: _____

Prof. Me. Igor de Lucena Mascarenhas
Orientador

Profa. Dra. Ana Paula Correia de Albuquerque da Costa
Examinador

Profa. Ma. Bárbara Ferreira de Freitas
Examinador

*Dedico este trabalho aos meus pais, pela
confiança depositada em mim e por todo
apoio e investimento na minha educação.*

AGRADECIMENTOS

A Deus, pela minha vida, e por me permitir completar mais uma etapa, de muitas que virão.

Ao professor e orientador Igor de Lucena Mascarenhas, pela prestimosidade e assistência durante a elaboração deste trabalho. Aos demais professores do curso, o meu muito obrigado.

Aos colegas que se tornaram verdadeiros amigos, em especial a Anníbal Peixoto, Gabriel Moura, João Rafael, Júlio Gusmão e Ricardo Arruda, por me auxiliarem e contribuírem com a minha formação acadêmica, sem medir esforços.

Aos demais amigos e colegas que a Universidade me proporcionou, com quem convivi durante os últimos quatro anos e onze meses, por trilharem e compartilharem comigo a jornada universitária.

Aos familiares e amigos, que torcem pelo meu sucesso, pelo apoio durante esta formação acadêmica.

*“Em Deus nós confiamos. Todos os
outros devem trazer dados.”*

William Edwards Deming

RESUMO

Diante da importância da presença de um mercado de capitais robusto para o desenvolvimento socioeconômico de um país, é preciso estar alerta quanto à sua fiscalização e regulação, a fim de coibir práticas nocivas ao mercado e, consequentemente, à sociedade. Nessa perspectiva, o presente trabalho visa analisar o papel da legislação como repressor de uma dessas práticas no mercado de capitais brasileiro: o insider trading. Essa análise será realizada através de uma revisão narrativa, a partir da literatura legislativa, jurisprudencial e doutrinária do assunto, expondo, inclusive, casos práticos emblemáticos. O estudo abordará questões que demonstram a importância da informação como fundamento para tomadas de decisão no mercado, tais como governança corporativa, definição de fato relevante e os deveres do administrador. No que se refere à regulação, o estudo apresenta um panorama legislativo que parte das primeiras normas instituídas e chega aos dias atuais, com um nível de fiscalização e regulação mais avançados. Além disso, acerca do insider trading em si, este estudo explicita: a sua definição; as categorias de agente praticante do ilícito; as responsabilizações administrativas, civis e penais; a importância da Comissão de Valores Mobiliários e discorre sobre a prova indiciária. Diante do exposto, concluiu-se que, no Brasil, houve um grande avanço no desenvolvimento regulatório do mercado de capitais, que dispõe de vários mecanismos para detectar e coibir a prática de uso indevido de informação privilegiada, ou insider trading. Além da previsão normativa, o compliance, a educação e as práticas de governança corporativa, por exemplo, são meios preventivos essenciais para a proteção dos investidores e do mercado de valores mobiliários contra o ilícito, que é o objeto deste estudo.

Palavras-chave: Insider trading. informação privilegiada. Mercado de capitais. Crime financeiro. Compliance. Governança corporativa. Full disclosure.

ABSTRACT

Given the importance of the presence of a robust capital market for the socioeconomic development of a country, it is necessary to be alert about its inspection and regulation, in order to curb practices that are harmful to the market and, consequently, to society. In this perspective, the present work aims to analyze the role of legislation as a repressor of one of these practices in the Brazilian capital market: insider trading. This analysis will be carried out through a narrative review, from the legislative, jurisprudential and doctrinal literature on the subject, exposing, even, emblematic practical cases. The study will address issues that demonstrate the importance of information as a basis for decision-making in the market, such as corporate governance, definition of material fact and the duties of the administrator. With regard to regulation, the study presents a legislative panorama that starts from the first established norms and reaches the present day, with a more advanced level of inspection and regulation. Furthermore, about insider trading itself, this study explains: its definition; the categories of illicit agent; administrative, civil and criminal liability; the importance of the Securities and Exchange Commission and discusses the evidential evidence. In view of the above, it was concluded that, in Brazil, there has been a great advance in the regulatory development of the capital market, which has several mechanisms to detect and prevent the practice of improper use of privileged information, or insider trading. In addition to the normative forecast, compliance, education and corporate governance practices, for example, are essential preventive means to protect investors and the securities market against illicit, which is the object of this study.

Keywords: Insider trading. privileged information. Capital market. Financial crime. Compliance. Corporate governance. Full disclosure.

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	10
2 INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA	13
2.1 GOVERNANÇA CORPORATIVA	15
2.2 DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES E FATOS RELEVANTES	16
2.3 DEVERES DO ADMINISTRADOR	20
3 DESENVOLVIMENTO REGULATÓRIO	24
3.1 CRIAÇÃO DA CVM	24
3.1.1 Resolução CVM nº 44	28
3.1.2 Presunções: Informação privilegiada	29
3.1.3 Definição de informação privilegiada	30
3.1.3.1 Período de vedação	30
3.1.3.2 Flexibilização dos critérios dos planos de investimento ou desinvestimento	31
3.1.3.3 Dispensa de elaboração de política de divulgação	31
3.2 AUTORREGULAÇÃO E EDUCAÇÃO	32
3.3 DIREITO PENAL ECONÔMICO	33
3.4 USO INDEVIDO DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA NO ÂMBITO CIVIL E PENAL	34
4 INSIDER TRADING	37
4.1 O INSIDER	38
4.1.1 Tipos de Insider	38
4.2 SUPERVISÃO DO MERCADO E INVESTIGAÇÕES	42
4.3 PROVA INDICIÁRIA	44
4.3.1 Histórico de operações	45
4.3.2 Momento de realização das operações	46
4.3.3 Excesso de confiança e apetite ao risco	48
4.3.4 Relacionamento entre insider primário e insider secundário	49

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	51
-------------------------------------	-----------

REFERÊNCIAS.....	53
-------------------------	-----------

1 INTRODUÇÃO

Os países mais desenvolvidos e fortes economicamente têm, dentre outras semelhanças, um mercado de capitais robusto e bem estabelecido. Ele é responsável por permitir que as empresas, ao abrirem o seu capital, captem recursos em larga escala, a fim de financiar seus investimentos para seguirem crescendo e se consolidarem no mercado. Em contrapartida, o mercado de capitais proporciona ao indivíduo a capacidade de se tornar sócio das empresas de capital aberto, com o objetivo de auferir lucros com a valorização das ações e/ou recebimento de dividendos e juros sobre capital próprio das companhias.

Uma nação que possua um mercado acionário sólido é sinônimo de uma economia atrativa ao investimento privado, sendo vista com bons olhos internacionalmente. Com um ambiente atrativo ao investimento privado e ao empreendedorismo, cresce o número de empresas que se instalam no país. Tais empresas concorrem entre si para ofertar o melhor produto ou serviço com o menor preço ao consumidor. Com o aumento do número de empresas ativas, consequentemente cresce a oferta de emprego. Com a população empregada, há a redução da pobreza e o aumento da qualidade de vida. Em resumo, o mercado acionário é uma ferramenta geradora de valor e de riqueza para a sociedade como um todo, e o Brasil, com um mercado consumidor de mais de 210 milhões de habitantes, tem potencial para ser bem sucedido, caso continue criando condições favoráveis à realização de negócios no país.

Nos últimos anos, o Brasil testemunhou uma crescente popularização do seu mercado acionário, com o ingresso de mais de três milhões de investidores pessoas físicas em renda variável. Do outro lado, no ano de 2021, observou-se um recorde de IPO's (initial public offering) na bolsa brasileira, com 45 empresas abrindo o seu capital e movimentação de US\$ 11,9 bilhões. O principal fator que estimulou todo esse movimento foi a taxa básica de juros, determinada pelo Banco Central Brasileiro, que estava em ciclo de redução desde outubro de 2016, atingindo o patamar de 2% em agosto de 2020, o menor em mais de 20 anos. Em regra, um ambiente de taxa de juros reduzida resulta numa menor rentabilidade dos investimentos em renda fixa, que são considerados mais seguros e de menor risco (FERNANDES, 2021; B3, 2022).

Isso torna o investimento em renda variável mais atrativo, ainda que apresente um risco superior, por possibilitar uma rentabilidade acima da média. Além da taxa de juros reduzida, a vasta propagação das fintechs e corretoras de valores mobiliários também têm a sua parcela de contribuição: por se tratarem de instituições modernas e enxutas, com foco no digital, elas conseguem oferecer serviços aos seus usuários, como os de corretagem para transacionar ações, com custo zero ou muito menores, se comparados aos dos grandes bancos tradicionais. As redes sociais também foram determinantes, com o surgimento e a popularização de influenciadores digitais de finanças, que compartilham conteúdo educativo e, com isso, influenciam os espectadores a ingressarem nos investimentos em renda variável.

Mesmo com o relevante avanço supracitado, o país ainda tem muito caminho a percorrer para desenvolver o mercado acionário local. Para efeitos de comparação, nos EUA, que são a maior economia do mundo e detém as empresas mais valiosas, a parcela de norte-americanos investidores supera os 54% da população. No Brasil, cerca de apenas 2% da população investe ou já investiu em renda variável. Obviamente, em condições minimamente razoáveis de empregabilidade e renda da população, os maiores gargalos para se atingir um mercado financeiro forte e próspero consistem na necessidade de investimento em educação financeira, em tecnologia e na consolidação da segurança jurídica (RIBEIRO; DANA; DE NUCCIO, 2022).

A insegurança jurídica, evidenciada através da carência de regulações ou da imprevisibilidade no entendimento das leis, provoca uma maior oscilação nos preços dos ativos, além de causar a subavaliação dos mesmos. Tais práticas enfraquecem o mercado como um todo e tornam desiguais as relações entre os investidores. Por sua vez, a existência de segurança jurídica traz uma maior previsibilidade ao mercado, diminuindo a sua volatilidade, elevando o preço dos ativos, e garantindo um ambiente mais democrático entre os investidores, sem distinções. O Brasil, em termos de regulação, instituiu em 1965 a primeira lei de mercado de capitais, a Lei nº 4728, disciplinando e coordenando medidas para o seu desenvolvimento. O ano de 1976 também foi um marco, com a introdução das Leis nº 6.385 e 6.404, vigentes até os dias de hoje, que naquela época modernizaram as regras que regiam o mercado de capitais e as sociedades anônimas. Desde então, a legislação brasileira

avançou bastante, alterando principalmente as duas normas citadas acima (BRASIL, 1965; 1976a; 1976b).

Muitas das preocupações acerca da regulação dentro do mercado de capitais estão relacionadas aos crimes financeiros. O mercado possui regras que, por exemplo, visam garantir um acesso democrático e simétrico à informação a todos os investidores, e dispõe de mecanismos que fiscalizam a divulgação de fatos relevantes das companhias. Mesmo assim, a prática de crimes financeiros como o insider trading¹, objeto deste estudo, continuam a ocorrer. Conforme Deodato, Mascarenhas e Carvalho (2020), tal prática promove várias consequências danosas à economia, como a inequidade, ao tratar alguns agentes de forma mais benéfica em razão da informação privilegiada. Tendo em vista a importância do mercado acionário como uma das forças motrizes da economia pátria e da sociedade, este deve ter a sua reputação zelada, demonstrando, através da boa governança corporativa das empresas e da fiscalização e repreensão austera, respeito aos investidores.

Ante o exposto, o presente estudo visa analisar o papel da legislação como repressor do insider trading no mercado de capitais brasileiro. Tal análise foi realizada através de uma revisão narrativa, a fim de discutir e descrever o desenvolvimento da temática em questão, conforme Rother (2007). Deste modo, a revisão proposta se deu a partir da literatura legislativa, jurisprudencial e doutrinária do assunto, expondo, inclusive, casos práticos emblemáticos. O trabalho apresenta primeiramente noções da relevância da informação no mercado de capitais, introduzindo em seguida o desenvolvimento regulatório por meio da legislação. Em seguida, o estudo focaliza na utilização indevida de informação privilegiada, versando, por exemplo, sobre o seu conceito, os tipos de agentes, a consumação do ilícito, as provas indiciárias e as penalidades previstas nas esferas administrativa, civil e penal.

¹ Insider trading caracteriza-se como o uso indevido de informação privilegiada na realização de negociações no mercado de valores mobiliários a partir de informação material que não é pública, conforme Brasil (CVM, 2016a).

2 INFORMAÇÕES PRIVILEGIADAS

É de conhecimento público a relevância dada as informações nos dias de hoje. O acesso às informações e a sua disseminação foram potencializados com o surgimento das redes sociais e demais plataformas digitais, e impactam a vida da sociedade como um todo.

De acordo com a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE, 2016) No mercado de capitais, a informação é essencial para orientar os players nas tomadas de decisão, mas é necessário cuidado para zelar pela equidade entre os investidores, a fim de manter a confiança e o pleno funcionamento do mercado. É através da crença do acesso equânime à informação que os investidores depositam a sua confiança numa empresa ou no mercado como um todo. Para alcançar esse ambiente transparente, foram desenvolvidas práticas relacionadas ao *full and fair disclosure*.

Diante dessa realidade, que permite o acesso às informações de forma rápida, o mercado de capitais testemunha a todo momento variações volumosas no fluxo de capital em curtos espaços de tempo, pressionando o preço dos ativos para cima ou para baixo. Dessa forma, no meio do mercado de valores mobiliários, as informações devem ser tratadas com muita responsabilidade e zelo, já que em situações de uso indevido, são capazes de causar imensuráveis prejuízos aos investidores, ao mercado e a economia do país (OCDE, 2016).

Vale salientar que as atividades relacionadas aos investimentos têm riscos inerentes, que são inevitáveis e intrínsecos a eles. Ou seja, o investidor eventualmente pode tomar decisões que lhe ocasionem prejuízo. Entretanto, é dever da legislação regular o uso das informações relevantes para que, nesses casos, o investidor tenha tomado a sua decisão de forma esclarecida, ciente de que decidiu com base em informações acessíveis e equânimes a todos os players. Nas condições descritas, o eventual prejuízo seria de responsabilidade exclusiva do investidor.

Quando detectado o uso indevido de informações privilegiadas nas transações dentro do mercado de valores mobiliários, fica constatada a prática de insider trading. A prática deste delito causa prejuízos econômicos aos investidores em geral, e gera desconfiança nas companhias e no mercado, acarretando a desvalorização do preço dos ativos (BRASIL, 1976a; PARENTE, 1978).

Resumidamente, o conceito de mercado eficiente, teoria desenvolvida por Eugene Fama a partir dos anos 1960 (FAMA, 1970), se estabelece na presunção de que as informações relevantes estão públicas e distribuídas de maneira equitativa, observando as questões de tempestividade na divulgação e de acessibilidade dos dados. A eficiência do mercado, portanto, está intimamente ligada à informação. Nessas circunstâncias, os investidores analisariam as informações e teriam condições igualitárias de avaliarem e precificarem os ativos, de maneira racional. Sendo assim, na hipótese de um mercado eficiente, com base na simetria informacional, o preço de um ativo refletiria o seu valor intrínseco. Com o uso indevido de informação privilegiada, torna-se impossível alcançar o ideal de mercado eficiente.

De acordo com Easley, Hvidkjaer e O'Hara (2002), o acesso a dados relevantes de modo privado provoca no negociador a perspectiva de auferir lucros acima da média do mercado. Afinal, se a referida informação se tornar pública, o mercado por completo reagirá, inviabilizando a obtenção da vantagem financeira. Na outra ponta, os investidores não detentores de informações privilegiadas, em regra, são mais racionais e cautelosos, diversificando sua carteira de investimentos para mantê-la de acordo com o seu perfil de risco e balanceando-a de tempos em tempos. O comportamento, inclusive, é um dos indícios que auxiliam na investigação de potenciais praticantes do insider trading.

Segundo Barbedo, Silva e Leal (2009), quando o investidor desconfia da ocorrência dessas atividades, ele age por seleção adversa, furtando-se de investir naquele mercado ou naquele ativo em virtude receio de ser lesado na operação. Ainda segundo eles, é de interesse das companhias listadas divulgar ao mercado que tais atividades proibidas não ocorrem e/ou que a companhia diligencia para impedir que aconteçam. Nessa perspectiva, as empresas adotam práticas e políticas de governança corporativa, que visam prevenir conflitos de interesse. Atualmente, a adoção das políticas de governança corporativa influencia positivamente nos preços dos ativos, o que faz com que as empresas compreendam os custos significativos de manutenção dessas políticas como um verdadeiro investimento (BARBEDO; SILVA; LEAL, 2009).

“Um mercado com alta assimetria de informação pode ter sérias implicações na negociação dos ativos, principalmente se ele for emergente, como é o caso do mercado brasileiro, pois abre espaço para insider trading” (MARTINS; PAULO, 2014,

p. 44). De acordo com o § 4º, art. 155 da Lei 6.404/76, a conduta proibitiva do Insider Trading 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” (BRASIL, 1976b, n.p).

2.1 GOVERNANÇA CORPORATIVA

De acordo com a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), a governança corporativa pode ser concebida como sendo “o conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital. A análise das práticas de governança corporativa aplicada ao mercado de capitais envolve, principalmente: transparência, equidade de tratamento dos acionistas e prestação de contas.” As práticas de governança corporativa em conjunto visam a exibição de um mercado cada vez mais transparente e confiável para todos os agentes nele envolvidos. Tais atividades estabelecem novos padrões de gestão empresarial, de controles e de transparência, bem como de responsabilidades e obrigações (BRASIL, CVM, 2002b).

No Brasil, um país de mercado em pleno desenvolvimento, as práticas relacionadas à governança corporativa têm o intuito, principalmente, de proteger o acionista minoritário e aproximar novos investidores, tais quais os estrangeiros, ao tornar as empresas listadas mais atrativas. Além disso, com a relevância do ESG, sigla em inglês para “environmental, social and governance” (ambiental, social e governança, em português), nos dias de hoje, o nível de governança corporativa das companhias tem refletido cada vez mais no preço de suas ações, tornando mais valiosas aquelas empresas que priorizam essas práticas.

A governança corporativa atua diretamente na prevenção de conflitos de agência, que se constituem na ocorrência de divergência de interesses dos investidores (agentes) e administradores (principal). As políticas de governança corporativa fazem uso de instrumentos que viabilizam o controle e fiscalização das negociações, a fim de garantir a relação simétrica entre os administradores e os agentes. Dessa forma, fica evidente a necessidade da regulação, como reforço das práticas de governança, em razão do fortalecimento da confiança dos investidores e

do incremento no valor intrínseco das empresas de capital aberto e, consequentemente, do mercado.

As regulações e as práticas de governança corporativa, apesar de estabelecerem patamares mínimos de conduta, não podem ser engessadas e nem aplicadas da mesma maneira em todas as companhias, como uma fórmula. Ambas são dinâmicas e devem ser constantemente avaliadas na prática, considerando reformulações que se adequem ao negócio específico e as suas estratégias. Destarte, o valor econômico seria multiplicado, mediante as melhorias das práticas de governança e de desempenho da atividade empresarial, em conjunto.

Conforme supracitado, a governança corporativa não se trata de uma fórmula padrão ou de um método único. De fato, alguns países são destaques na adoção de tais práticas, mas os demais países não devem imitá-los totalmente. Devem usá-los como inspiração, mas considerando as suas próprias especificidades, como origem legal, política, história e cultura. Seja o país ou a companhia, apesar das semelhanças, o trabalho de desenvolvimento de políticas de governança corporativa é individual, em que devem ser encaradas as circunstâncias particulares de cada um para lograr o êxito almejado (SHLEIFER; VISHNY, 1997; DENIS, 2010; CLAESSENS; YURTOGLU, 2013).

De acordo com Maciel e Martin (2016, p. 53), “a governança corporativa age como um bem jurídico protegido pela repressão ao abuso da informação privilegiada”. Ainda segundo eles, a confiança na ética, na equidade e na livre concorrência são pressupostos de existência e manutenção da ordem jurídica do mercado.

O mercado de valores mobiliários brasileiro vive um momento de democratização e expansão do seu acesso, com o ingresso de milhões de investidores pessoas físicas (pequenos investidores) nos últimos anos, e essa é mais uma razão para que se exija uma maior proteção ao mercado nesse aspecto.

2.2 DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES E FATOS RELEVANTES

Nos dias de hoje, a realidade de acesso praticamente instantâneo à informação obrigatoriamente influencia e é determinante nas tomadas de decisão. Essa correlação fica ainda mais clara no âmbito do mercado de capitais.

A ampla divulgação de informações das empresas listadas na bolsa de valores mobiliários é representada pelo termo *full disclosure*. A adesão desta prática fomenta a confiança atribuída pelos investidores às informações disponibilizadas pelas companhias, sendo um dos pilares da governança corporativa. Como consequência, essa prática acarreta a apreciação do valor de mercado das empresas que a adotam, suscitando mais liquidez de suas ações (OCDE, 2016).

Segundo o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 201-?), a divulgação deve ir além do desempenho econômico financeiro, abrangendo também os demais fatores que conduzem a ação empresarial e a criação de valor. No Brasil, grandes empresas avançaram consideravelmente na adoção dessas práticas, gozando de mais confiança por parte do mercado em virtude dessa realidade. Entretanto, o mercado de capitais brasileiro, como um todo, ainda tem muito o que evoluir nesse quesito.

Segundo a OCDE (2016), a ampla divulgação de informações das companhias é de extrema importância para tornar o mercado de capital mais estável. O *full disclosure* é benéfico ao acionista, seja ele de pequeno ou de grande porte, ao empregado da empresa listada, à sociedade e ao Estado. A ampla divulgação de informações promove a transparência da companhia, reforçando a sua reputação para com os demais envolvidos e valorizando a sua imagem institucional. Por fim, o exercício da ampla divulgação das companhias, nos moldes do *full disclosure*, beneficia a companhia em virtude da desvinculação da empresa e os seus administradores de eventuais prejuízos materiais sofridos pelos acionistas, restando de forma exclusiva ao investidor a responsabilidade pelas decisões nas suas aplicações financeiras.

Uma das principais características do *full disclosure* diz respeito à forma de disponibilização das informações. Como dito anteriormente, as informações são determinantes, pois orientam o indivíduo nas tomadas de decisão, em especial no mercado de capitais. Tendo em vista essa realidade, é imprescindível que a divulgação ocorra visando um acesso simultâneo dos agentes às informações, a fim de prevenir e tolher a utilização indevida de informações privilegiadas e, assim, evitar a inequidade. Além da questão da tempestividade, para alcançar a forma ideal de disponibilização, tais informações devem ser acessíveis quanto à linguagem adotada e ao meio de disponibilização (BRASIL, CVM, 2002a).

Acerca do conteúdo, as informações divulgadas devem ser completas, abrangendo características positivas e negativas, além das demonstrações financeiras, a fim de possibilitar aos players uma avaliação precisa da situação da companhia, conforme Brasil (CVM, 2002a). Cientes de todas essas formalidades e necessidades, as empresas listadas têm investido cada vez mais no setor de relação com investidores, a fim de prestar o serviço de divulgação de informações de forma adequada.

Dentre as principais normas que disciplinam as questões de transparência e disclosure no mercado de capitais brasileiro, se destacam a Lei nº 6385/1976 e a Instrução CVM 480/2009. A referida instrução apresenta, a partir do artigo 14, que o emissor deve divulgar informações verdadeiras, completas, consistentes e que não induzam o investidor ao erro. Ainda segundo a CVM, tais informações devem ser divulgadas de forma abrangente, equitativa e simultânea para todo o mercado. A Lei nº 6385/76 aborda tais questões ao prever que a CVM e o CMN são responsáveis por garantir o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido e assegurar a observância das práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários (BRASIL, 1976a; CVM, 2009).

A regulação estatal, portanto, surge com a intenção de fiscalizar e neutralizar a existência de uma possível assimetria informacional. Nesse contexto, se apresenta o conceito de fato relevante, que segundo a resolução CVM nº 44 de 2021, consiste em 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; ou III - na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados (BRASIL, CVM, 2021).

Ainda segundo a resolução, são exemplos de ato ou fato potencialmente relevante, dentre outros, os seguintes:

I - assinatura de acordo ou contrato de transferência do controle acionário da companhia, ainda que sob condição suspensiva ou resolutiva; II - mudança no controle da companhia, inclusive por meio de celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas; III - celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas em que a companhia seja parte ou interveniente, ou que tenha sido averbado no livro próprio da companhia; IV - ingresso ou saída de sócio que mantenha, com a companhia, contrato ou colaboração operacional, financeira, tecnológica ou administrativa; V - autorização para negociação dos valores mobiliários de emissão da companhia em qualquer mercado, nacional ou estrangeiro; VI - decisão de promover o cancelamento de registro da companhia aberta; VII - incorporação, fusão ou cisão envolvendo a companhia ou empresas ligadas; VIII - transformação ou dissolução da companhia; IX - mudança na composição do patrimônio da companhia; X - mudança de critérios contábeis; XI - renegociação de dívidas; XII - aprovação de plano de outorga de opção de compra de ações; XIII - alteração nos direitos e vantagens dos valores mobiliários emitidos pela companhia; XIV - desdobramento ou grupamento de ações ou atribuição de bonificação; XV - aquisição de valores mobiliários de emissão da companhia para permanência em tesouraria ou cancelamento, e alienação de valores mobiliários assim adquiridos; XVI - lucro ou prejuízo da companhia e a atribuição de proventos em dinheiro; XVII - celebração ou extinção de contrato, ou o insucesso na sua realização, quando a expectativa de concretização for de conhecimento público; XVIII - aprovação, alteração ou desistência de projeto ou atraso em sua implantação; XIX - início, retomada ou paralisação da fabricação ou comercialização de produto ou da prestação de serviço; XX - descoberta, mudança ou desenvolvimento de tecnologia ou de recursos da companhia; XXI - modificação de projeções divulgadas pela companhia; e XXII - pedido de recuperação judicial ou extrajudicial, requerimento de falência ou propositura de ação judicial, de procedimento administrativo ou arbitral que possa vir a afetar a situação econômico-financeira da companhia (BRASIL, CVM, 2021,n.p).

Indo além da definição legal, constante na Instrução CVM 358/2002 e citada anteriormente, José Marcelo Martins Proença (2004) busca definir fato relevante como sendo “todo aquele acontecimento com o poder de mudar, de pronto, o julgamento dos investidores em relação a determinado ativo, alterando, ato contínuo, o seu preço.” Ainda segundo ele, informações privilegiadas “são aquelas atinentes a matérias relevantes, pois, ao contrário, não seria privilégio algum conhecê-las”, tendo como principais exemplos: o lançamento de novos produtos, a entrada de um novo sócio ou um acordo operacional com outra sociedade (PROENÇA, 2004, p. 75-76).

Um dos casos mais comuns, relevante no mercado de valores mobiliários, é referente à situação de fusão e aquisição entre as empresas. Para se ter uma ideia, o ano de 2021 quebrou recorde global histórico em fusões e aquisições, superando com folga a marca anterior de quase 15 anos atrás. No Brasil, de acordo com relatório da Transactional Track Record, divulgado em novembro de 2021, o país havia tido 1.102 fusões e aquisições no ano, que movimentaram mais de US\$ 44

bilhões. Nessas situações, visando proteger os interesses das companhias, de seus investidores e de não inviabilizar a realização de negócios estratégicos, a divulgação de informações relacionadas a aquisições, por exemplo, pode ser postergada, através do Pedido de Exceção à Divulgação de Fato Relevante, conforme previsto no art. 157, §5º, da Lei 6404/1976. Todavia, vale salientar que é vedado aos administradores utilizar tais informações em proveito próprio (BRASIL, 1976b; TRANSACTIONAL TRACK RECORD, 2021).

As ferramentas que asseguram o *full disclosure* são muito elogiadas, por motivos óbvios, mas também são alvos de críticas. Para a manutenção desse mecanismo em pleno vigor, as companhias listadas se deparam com altos custos, seja na elaboração de relatórios ou na sua publicização. Entretanto, o emprego da tecnologia na divulgação digital vem auxiliando profundamente na redução desses custos. Além disso, há discussões acerca do provável pouco know-how do pequeno investidor para compreender e avaliar as inúmeras e complexas informações divulgadas pelas companhias, questionando assim o ideal promovido pelo *full disclosure* de igualdade de condições entre todos os players.

De acordo com o art. 157, § 4º, da Lei das Sociedades por Ações,

os administradores de 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 (BRASIL, 1976b, n.p).

2.3 DEVERES DO ADMINISTRADOR

A necessidade de se regular e prever os deveres dos administradores se dá pela eventual tentação incidente sobre os mesmos que, em virtude do cargo ocupado, podem ser provocados a descumprir a lei no intuito de auferir um retorno financeiro que excede o potencial prejuízo causado por eventuais penalidades previstas na legislação. De acordo com Zylbersztajn e Sztajn (2005, p. 8), “os agentes econômicos podem descumprir promessas, motivados pelo oportunismo e pela possibilidade de apropriação de valor dos investimentos de ativos específicos”.

Sendo assim, o crime se consuma quando, na percepção do administrador, os benefícios resultantes do delito forem preferíveis às consequências negativas, quais sejam as penalidades de ordem pública ou privada.

Evidentemente, os administradores de uma companhia são os primeiros a terem acesso às informações privilegiadas. Em seguida, têm acesso alguns funcionários e prestadores de serviços da empresa, como contadores, advogados, consultores, etc. Todos eles, sem exceção devem cumprir com os deveres vinculados à percepção dos dados relevantes e confidenciais.

Perante o exposto, a Lei de Sociedades por Ações, a partir do artigo 153, pretendeu blindar os dados privilegiados e sigilosos de vazamentos ou usos indevidos, certificando-se de uma divulgação estritamente concomitante a todos os players. Assim, disciplinou os principais deveres dos administradores das companhias, dentre os quais, aqueles que se relacionam diretamente com o uso indevido de informações privilegiadas: o dever de lealdade, o dever de informar, o dever de diligência e o dever de sigilo (BRASIL, 1976b).

O dever de lealdade, previsto no art. 155 da referida lei, busca obstar casos que resultem em conflito de interesses, proibindo que os administradores se beneficiem ou beneficiem terceiros, causando prejuízo aos interesses e negócios da companhia. O texto legal defende que os administradores, no exercício de suas funções, devem agir sempre no interesse da empresa, respeitando a exigência do bem público e da função social da corporação. O administrador deve manter o sigilo sobre os negócios e oportunidades negociais, não utilizando tais informações a fim de benefício próprio ou de outrem. Vale frisar que o dever de lealdade no mercado de capitais é extensível a todos os operadores, tais quais os acionistas, empregados, conselheiros, diretores, membros do conselho fiscal, membros dos órgãos técnicos, consultivos da companhia, prestadores de serviço, mais ainda, aos players em geral.

O dever de sigilo está embutido no texto legal do dever de lealdade, sendo previsto no primeiro parágrafo do artigo 155. Ele determina que os administradores devem zelar pelo sigilo dos negócios e operações da companhia que estejam em análise, em andamento e/ou não tenham sido transmitidos publicamente ao mercado.

Sobre o vínculo existente entre o *insider trading* e o dever de sigilo, o Manual da Associação Brasileira das Companhias Abertas defende que nas situações de necessidade da manutenção do sigilo a respeito de informação relevante, as empresas de capital aberto devem fiscalizar as transações de suas próprias ações no mercado de valores mobiliários, com a finalidade de verificar possíveis variações atípicas nos preços, volume ou número de operações.

Os dados sigilosos ou de circulação restrita fazem parte da dinâmica estratégica da companhia na execução dos negócios, sendo vedada a utilização deles para obter vantagens alheias aos interesses da companhia. O quarto parágrafo do referido artigo reforça a vedação da utilização de informação relevante 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” (BRASIL, 1976b, n.p).

O artigo 157 da Lei de Sociedades por Ações contempla o dever de informar. Este, por sua vez, está profundamente ligado com o *disclosure* e suas condutas de divulgação de informações relacionadas ao mercado de capitais. O administrador tem o dever de comunicar à Comissão de Valores Mobiliários o acontecimento de qualquer fato relevante que, baseado no § 4º do art. 157, seja capaz de influenciar as decisões dos players do mercado acerca das ações da companhia (BRASIL, 1976b).

Ademais, conforme Brasil (1976b), o § 6º do art. 157, os administradores, em conjunto com o acionista controlador e os membros do conselho fiscal, devem informar imediatamente qualquer alteração em suas participações acionárias dentro da companhia, ou seja, qualquer movimentação de compra ou venda de ações emitidas pela empresa, com o propósito de endossar o compromisso com a transparência. Nesse caso, aplica-se a regra do *disclose or refrain from trading*, que em português significa divulgue ou abdique de negociar.

Em contrapartida, existem situações em que não se exige dos administradores a divulgação imediata, nem mesmo à CVM, de algumas informações. O § 5º do art. 157, segundo Brasil (1976b, n.p), estabelece que “os administradores poderão recusar-se a prestar informação, ou deixar de divulgá-la, se entenderem que a sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia”. Acerca dessa hipótese, o administrador não pode decidir de maneira discricionária e sem fundamento. A Instrução CVM 31/1984 prevê os requisitos para que o

administrador consiga autorização prévia que permita a não divulgação de certas informações (BRASIL. CVM, 1984).

A obrigatoriedade do *full disclosure* objetiva a proteção do mercado e dos investidores, em especial daqueles que possuem um menor poder aquisitivo. O pleno exercício do dever de informar propicia, em tese, um ambiente mais igualitário entre os players do mercado de capitais, pois age em defesa da simetria no conhecimento das informações.

Em seu art. 153, a Lei de Sociedades por Ações disciplina o dever de diligência, que por sua vez prevê que o administrador deve exercer suas funções empregando os seus melhores esforços e com uma atuação ativa, mas cuidadosa e proba, como em seus próprios negócios. Inegavelmente, o breve conceito apresentado pelo texto legal pode ser concebido como vago, subjetivo e incerto, gerando interpretações diversas e dificultando a sua aplicação prática (BRASIL, 1976b).

Diante disso, Fábio Ulhoa Coelho argumenta que os princípios da administração de empresas devem servir de orientação, de forma que será diligente o administrador que “observa os postulados daquele corpo de conhecimentos tecnológicos, fazendo o que nele se recomenda e não fazendo o que se desaconselha” (COELHO, 2021, p. 254).

3 DESENVOLVIMENTO REGULATÓRIO

3.1 CRIAÇÃO DA CVM

Dentre as inovações trazidas pela Lei nº 6.385, de 07 de dezembro de 1976, conforme Brasil (1976a), destaca-se a criação da Comissão de Valores Mobiliários – CVM, autarquia federal vinculada ao Ministério da Economia. A introdução dessa instituição teve como inspiração a SEC – *Securities and Exchange Commission*, órgão norte-americano que desempenha praticamente as mesmas funções da CVM no Brasil, e que foi fundada em 1934, num contexto pós crise global de 1929. Nessas circunstâncias, a SEC surgiu a fim de manter o mercado de capitais ordenados e eficientes, protegendo assim os investidores e a economia como um todo.

O Brasil incorporou em seu texto constitucional, art. 6º, características de um Estado garantidor de direitos, tais quais os referentes a educação, saúde, alimentação, trabalho, moradia e lazer. Nesse sentido, a fim de adimplir com esses direitos, o Estado justifica a sua interferência no âmbito econômico. No art. 170, há a previsão de que a ordem econômica é fundada na livre iniciativa, observando os princípios da soberania nacional, propriedade privada, função social da propriedade privada, livre concorrência, defesa do consumidor, defesa do meio ambiente, redução das desigualdades regionais e sociais, busca do pleno emprego e favorecimento das pequenas empresas. Nessa perspectiva, observando os inúmeros princípios que regem a livre iniciativa da ordem econômica, é possível concluir que a intervenção estatal ocorrerá para proteger e manter equilibradas as relações econômicas e sociais (BRASIL. CF, 1988).

A previsão legal da intervenção do Estado na economia está contida nos arts. 173 e 174, da Constituição Federal. Neles, a legislação prevê que tal intervenção deve suceder de forma subsidiária, a fim de preservar a segurança nacional ou o interesse coletivo. Assim sendo, a atuação estatal na economia é suplementar, de modo a fiscalizar, incentivar e planejar a ordem econômica nos casos previstos, respeitando, portanto, a livre iniciativa privada. (BRASIL. CF, 1988).

Dessa forma, foram criados órgãos estatais, como a Comissão de Valores Mobiliários, com atribuições que visam regular a atividade econômica mediante o estabelecimento de procedimentos, normas e aplicação de sanções. “Depreende-se,

portanto, que a regulação estatal na economia resulta na limitação da liberdade da iniciativa privada, impondo procedimentos necessários à proteção dos interesses coletivos” (ARAGÃO, 2004, p. 37).

A atividade de fiscalização se manifesta como um complemento à edição de normas, que quando isoladas, se mostram insuficientes para impedir a prática de condutas indevidas. Portanto, a existência de fiscalização exercendo o poder de polícia, através dos órgãos reguladores, é substancial para assegurar a aplicação das normas estabelecidas, submetendo os infratores a punições administrativas.

No âmbito do mercado de capitais, a intervenção estatal através das normas e órgãos reguladores visa assegurar a transparência, confiança e a robustez dos mercados e da economia, tornando o ambiente mais atrativo a esses tipos de investimento, que são mais arriscados por natureza. Conforme mencionado acima, a Comissão de Valores Mobiliários foi baseada no *Securities and Exchange Commission*, que surgiu numa época em que as ideias liberais de livre mercado, sem intervenções, eram dominantes. Em 1929, após a quebra da Bolsa de Valores de Nova York, observou-se o que um mercado sem regulações seria capaz de causar: uma crise global. Dessa forma, em 1933 o Congresso Americano aprovou o “*Securities Act*”, que deu origem a inúmeras leis que regularam o mercado de capitais, dando ênfase a parte de abertura de capital das empresas. O “*Securities Exchange Act*” foi editado em 1934, de forma a cobrir regulações ao mercado secundário de valores mobiliários, em defesa ao interesse público nacional, tendo em vista a relevância dos eventuais impactos que este mercado desregulado poderia causar à economia.

Os norte-americanos, portanto, foram pioneiros no que se refere à regulação estatal na economia. No Brasil, a legislação só se atentou a essas questões em 1964, com a promulgação da Lei nº 4594, que instituiu o Sistema Financeiro Nacional, atribuiu ao Conselho Monetário Nacional o dever de órgão regulador principal, e ao Banco Central do Brasil a incumbência de órgão regulador secundário, submisso ao Conselho Monetário Nacional (VERÇOSA, 2008).

Em 1965, a Lei nº 4728 enfatizou a regulamentação do mercado financeiro através das determinações do Conselho Monetário Nacional e da fiscalização do Banco Central do Brasil. A regulação e fiscalização previstas na referida norma eram baseadas na *Securities and Exchange Commission*, atuante nos Estados Unidos. Visando desenvolver o mercado de capitais brasileiro, a Lei nº 4728/65 instituiu um

quadro a fim de fomentar o sistema de distribuição de títulos, valores mobiliários e a formação de mercados de obrigações privadas (BRASIL, 1965; LAMY FILHO, 1992).

Em 1976, foi promulgada no Brasil a Lei nº 6.385, criadora da Comissão de Valores Mobiliários – CVM, que avocou as atividades de regulação do mercado de capitais, substituindo o Banco Central do Brasil nessas finalidades. A referida lei reforçou que a competência para determinar a política geral do mercado continuaria com o Conselho Monetário Nacional (BRASIL. CVM, 1976a).

A CVM, portanto, foi um marco no desenvolvimento regulatório nacional, visto que concentrou tais atividades e seria responsável pelo desenvolvimento do mercado e, conseqüentemente, do país. No art. 4º da referida lei, o legislador esclarece os principais objetivos do Conselho Monetário Nacional e da Comissão de Valores Mobiliários no exercício de suas funções, que são:

estimular a formação de poupanças e a sua aplicação em valores mobiliários; promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações, e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social de companhias abertas sob controle de capitais privados nacionais; assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados da bolsa e de balcão; proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra emissões irregulares de valores mobiliários, atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas, ou de administradores de carteira de valores mobiliários e o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários; evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado; assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido; assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários e assegurar a observância no mercado, das condições de utilização de crédito fixadas pelo Conselho Monetário Nacional (BRASIL. CVM, 1976a, n.p).

Segundo o art. 5º, da Lei nº 6.385/1976, a Comissão de Valores Mobiliários é 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. (BRASIL. CVM, 1976a).

A CVM é administrada por um Presidente e quatro Diretores, todos nomeados pelo Presidente da República, e posteriormente sabatinados e aprovados pelo Senado Federal. Para ocupar tais cargos, os requisitos legais são: a ilibada

reputação e o reconhecimento de competência em matéria de mercado de capitais. O mandato dos dirigentes da Comissão é de cinco anos, vedada a recondução, devendo ser renovado a cada ano um quinto dos membros do colegiado. Por se tratar de cargo dotado de estabilidade, somente perderão o cargo os dirigentes que renunciarem; com condenação judicial transitada em julgado ou de processo administrativo disciplinar. (BRASIL. CVM, 1976a).

De acordo com o art. 8º da Lei nº 6.385, conforme Brasil (CVM, 1976a), compete à Comissão de Valores Mobiliários, com observância da política definida pelo Conselho Monetário Nacional, regulamentar as matérias expressamente previstas nesta Lei e na lei de sociedades por ações. Por conseguinte, o poder normativo é uma das principais atividades regulatórias executadas pela CVM, disciplinando a emissão, a distribuição, a intermediação, a negociação, e a custódia de valores mobiliários, a administração de carteiras, a auditoria das companhias abertas, a organização e o funcionamento das bolsas de valores, de mercadorias e futuros e, de modo geral, a atividade dos agentes de mercado.

Para Santos e Osório (2012), a regulação infralegal exercida pela CVM se mostra mais extensiva do que a regulamentação executiva tradicional, ainda que as prerrogativas e obrigações dos agentes de mercado sejam estabelecidas pelo ordenamento legal. Como atuação regulatória da CVM, compete a esta, a fim de assegurar o pleno funcionamento do mercado, a definição de conceitos subjetivos, como manipulação de preços, operações fraudulentas, condições artificiais de demanda e práticas não equitativas (BRASIL. CVM, 1976a; EIZIRIK et al., 2011).

A fiscalização permanente das atividades e dos serviços de valores mobiliários também caracteriza função regulatória da CVM. A instituição deve supervisionar o mercado, agindo de forma preventiva, caso necessário, e com o intuito de identificar atividades suspeitas e potencialmente ilícitas, antes de acontecerem ou após. Uma vez detectada a atividade ilícita, cabe à CVM reprimir a prática, ao julgar e punir tal conduta.

Sob a ótica de prevenção, a Lei nº 6385/76 atribui à Comissão o poder de suspender a negociação de determinado valor mobiliário ou decretar o recesso da bolsa de valores; suspender ou cancelar os registros; divulgar informações ou recomendações com o fim de esclarecer ou orientar os participantes do mercado; e proibir aos participantes do mercado, sob cominação de multa, da prática de atos a serem especificados, considerados prejudiciais ao seu funcionamento regular. Além

disso, atua orientando e prestando consultoria aos agentes do mercado de capitais (BRASIL. CVM, 1976a).

Acerca da sua atuação sancionadora, a referida autarquia está autorizada a impor aos infratores da lei nº 6385/76, da lei nº 6404/76, e de suas resoluções, as penalidades de:

advertência; multa; 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; suspensão da autorização ou registro para o exercício das atividades de que trata esta Lei; inabilitação temporária, até o máximo de 20 (vinte) anos, para o exercício das atividades de que trata esta Lei; 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; 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 (BRASIL. CVM, 1976a; 1976b, n.p).

Vale salientar que o meio de incidência da CVM se resume à esfera administrativa, sem interferir no campo civil ou criminal. Em resumo, cabe à CVM promover as melhores condutas no meio empresarial, com o intuito de proteger os interesses de todos que fazem o mercado de capitais (investidores, administradores, conselheiros, acionistas, auditores independentes, analistas, gestores, consultores, etc) e fortalecer a confiança investida nele. É dessa forma que se alcança a pretendida equidade entre os players, garantindo a seriedade, tempestividade e veracidade das informações relevantes. No exercício de seu papel regulador, a Comissão é responsável por inibir a prática do ilícito que é objeto do presente estudo: o insider trading, que é a prática de negociação indevida com informação privilegiada.

3.1.1 Resolução CVM nº 44

No dia 1 de setembro de 2021 entrou em vigor a Resolução CVM 44, divulgada pela Comissão de Valores Mobiliários. Essa Resolução revogou as Instruções CVM nº 358, nº 369, e nº 449, que dispunham sobre a divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante, estabelecendo vedações e condições

para a negociação de ações de companhia aberta na pendência de fato relevante não divulgado ao mercado (BRASIL. CVM, 2021).

A Resolução CVM 44, segundo Brasil (CVM, 2021) preserva e consolida grande parte das regras presentes na Instrução CVM nº 358, modificando alguns pontos relacionados ao uso indevido de informação privilegiada, proibição de negociação em período que anteceder a divulgação de informações financeiras e contábeis, obrigatoriedade de adotar política de divulgação de ato ou fato relevante, planos individuais de investimento e negociações por fundos de investimento.

Dentre as modificações e inovações introduzidas pela Resolução CVM 44, destacam-se as seguintes:

3.1.2 Presunções: informação privilegiada

A Resolução 44, conforme Brasil (CVM, 2021), efetivou um sistema de presunções que vinha sendo praticado pelo Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários nos pareceres de casos concretos envolvendo acusações de negociações de valores mobiliários a partir do uso indevido de informações privilegiadas:

A presunção de uso consiste em presumir que uma pessoa que negocie valores mobiliários dispondo de informação relevante ainda não divulgada faz uso dessa informação em tal negociação. A mesma presunção é aplicada a qualquer negociação realizada por ex-administradores até três meses após seu desligamento.

Na presunção de acesso, os controladores, administradores, membros do conselho fiscal e a própria companhia (insiders) têm acesso a toda informação relevante ainda não divulgada ao mercado. Vale a ressalva de que os membros de órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, não estão incluídos no rol de insiders e, portanto, a eles não é aplicada essa presunção;

A presunção de conhecimento de confidencialidade se concretiza na medida em que os insiders e qualquer pessoa que tenha relação comercial, profissional ou de confiança com a companhia, ao terem acesso à informação relevante ainda não divulgada, sabem que se trata de informação privilegiada.

Constata-se a presunção de relevância no instante em que são iniciados estudos e análises sobre o assunto, são relevantes informações sobre reorganizações societárias, combinação de negócios, mudança no controle da

companhia (inclusive por meio de celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas), cancelamento de registro de companhia aberta, mudança de ambiente ou segmento de negociação de ações e pedidos de recuperação judicial ou extrajudicial e de autofalência.

As presunções supracitadas admitem prova em contrário, em caso concreto. Na prática, essas presunções destinam o ônus da prova ao acusado, ou seja, cabe ao acusado apresentar provas de que as presunções acima não são cabíveis. À acusação, basta que apure negociações por pessoa, presumindo acesso à informação relevante não divulgada.

Tais presunções não se aplicam a operações compromissadas e às aquisições de ações nas situações de planos de remuneração baseados em ações.

3.1.3 Definição de informação privilegiada

Segundo a nova resolução, mesmo que alguma operação esteja em fase de estudos iniciais, deve ser considerada como informação relevante, não importando se a mesma foi aprovada, iniciada ou concluída. Exemplos: operações de incorporação, cisão total ou parcial, fusão, transformação, reorganização societária, mudança no controle da companhia. São relevantes também informações que se referem a pedido de recuperação judicial ou extrajudicial e de falência, efetuado pela própria companhia, desde o início dos estudos ou avaliações relacionados a tal pedido (BRASIL. CVM, 2021).

3.1.3.1 Período de vedação

A referida Resolução determinou um período de vedação objetivo, em que ficam impedidos de efetuar qualquer negociação com os valores mobiliários de emissão da companhia, ou a eles referenciados, acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração e do conselho fiscal, no período de 15 (quinze) dias que anteceder a data da divulgação das informações contábeis trimestrais e das demonstrações financeiras anuais da companhia. De acordo com as presunções supracitadas, presume-se que essas pessoas estão cientes do conteúdo dos referidos dados, mas por se tratar de período de vedação, a proibição independe do efetivo acesso aos mesmos (BRASIL. CVM, 2021).

De acordo com Brasil (CVM, 2021), no que se refere ao prazo de 15 dias, foi incluída a regra de contagem de prazo anteriormente indicada nos ofícios-circulares editados pelas áreas técnicas da CVM. Dessa forma, a contagem de prazo deve ser feita excluindo-se o dia da divulgação das informações contábeis e financeiras em questão, sendo que os insiders podem realizar negociações com valores mobiliários da companhia ou neles referenciados no dia de tal divulgação, mas somente após tais informações contábeis e financeiras terem sido divulgadas.

São exceções ao período de vedação:

I - As operações destinadas a cumprir obrigações assumidas antes do período de vedação decorrentes de empréstimos de valores mobiliários, exercício de opções por terceiros e contrato de compra e venda a termo; II - Negociações realizadas por instituições financeiras e empresas de seu grupo econômico no curso normal dos negócios e dentro de parâmetros preestabelecidos na política de negociação; III - Os casos de subscrição de ações e de outros valores mobiliários emitidos pela própria companhia em tais operações (sem prejuízo das restrições aplicáveis nos casos de ofertas públicas). (BRASIL. CVM, 2021, n.p).

3.1.3.2 Flexibilização dos critérios dos planos de investimento ou desinvestimento

A Resolução CVM nº 44 flexibilizou a questão dos planos de investimento ou desinvestimento. Agora, é possível que qualquer pessoa que tenha relação com a companhia aberta que a torne potencialmente sujeita às presunções de vedação à negociação formalize planos de investimento ou desinvestimento. Sobre os planos de investimento ou desinvestimento, estes agora podem estabelecer eventos específicos para que a negociação deva ser realizada. Por fim, houve a diminuição do prazo mínimo para que o plano, suas modificações e cancelamentos passem a ter efeito: de seis para três meses (BRASIL, CVM, 2021).

Em resumo, tais alterações agora permitem que qualquer pessoa sujeita às presunções de vedação torne transparente os seus planos de negociação dos valores mobiliários da companhia, livrando-se de uma acusação que imputasse ter auferido eventual vantagem na transação em virtude de conhecimento de informação privilegiada.

3.1.3.3 Dispensa de elaboração de política de divulgação

A Resolução 44 estabelece que somente as companhias que cumprem cumulativamente com os requisitos citados abaixo têm a obrigação de elaborar política de divulgação de informações:

I - Estejam registradas na categoria A; II - Tenham sido autorizadas à negociação de ações em bolsa de valores; III - Com relação às quais haja ações em circulação, assim consideradas as ações da companhia, com exceção das de titularidade do controlador, das pessoas a ele vinculadas, dos administradores da companhia e daquelas mantidas em tesouraria (BRASIL, CVM, 2021, n.p).

Na prática, a elaboração e aplicação de uma política de divulgação não acarreta custos adicionais relevantes.

Tendo em vista a relevância dessas alterações e a agilidade com que entraram em vigor, a Secretaria de Governança, as áreas de *compliance*, Relações com Investidores e os Conselheiros de Administração precisam estar atentos para que as Políticas da Companhia e os procedimentos internos estejam atualizados, assim como todos os demais envolvidos apropriadamente informados acerca dessas modificações.

3.2 AUTORREGULAÇÃO E EDUCAÇÃO

A fim de tornar mais eficiente a atividade regulatória, abrangendo a coibição do uso indevido de informação privilegiada, a legislação brasileira admite o sistema de autorregulação em determinadas situações no mercado de valores mobiliários, auxiliando a CVM no cumprimento de suas atribuições. A BM&FBovespa e a CETIP são exemplos de instituições autorreguladoras estabelecidas no mercado de capitais brasileiro.

O alicerce da autorregulação se materializa em três hipóteses. A primeira defende que, quando há esforços visando ampliar a eficiência e cobertura de uma ação do órgão regulador sobre os agentes atuantes no mercado de capitais, consequentemente, os custos aumentam consideravelmente. A segunda prevê que uma instituição autorreguladora, em virtude da intimidade com as atividades de mercado e melhor conhecimento das mesmas, se torna mais suscetível para analisa-las e formaliza-las, atuando de forma mais eficiente. Por fim, acredita-se que a comunidade, ao produzir e instituir normas disciplinadoras, forjam o crescimento

da aprovação das mesmas, resultando numa redução de intervenções do órgão regulador.

Entretanto, o órgão regular preserva por completo as suas competências legais, permitindo a sua intervenção direta a fim de conter eventuais comportamentos inadequados da autorregulação, tais como a leniência na estipulação de sanções, a predisposição de autoproteção dos regulados, a brandura em matéria de interesse público, etc.

No que se refere à atividade preventiva do insider trading, as instituições autorreguladoras exercem funções relevantes, definindo: os requisitos de divulgação de informações; os procedimentos no tratamento de dados sensíveis; as restrições de transações para certos players do mercado; a redução da expectativa de negociação fundamentada em dados relevantes não divulgados; e responsável por educar os integrantes do mercado.

Obviamente, na medida em que os integrantes do mercado são educados, se reduz a probabilidade de envolvimento dos mesmos na prática de ilícitos como o insider trading. A educação dos investidores consiste principalmente em esclarecê-los acerca das punições a que estão suscetíveis e do prejuízo que condutas ilícitas causam ao mercado e à sociedade, por diminuir a eficiência e credibilidade econômica e dilatar o custo de captação de recursos das companhias.

3.3 DIREITO PENAL ECONÔMICO

No cenário que envolve o mercado de valores mobiliários, a divulgação de fato relevante e o uso indevido de informação privilegiada, se faz presente o Direito Penal Econômico, uma classe especial incorporada ao Direito Penal. O Direito Penal Econômico detém um desenvolvimento que foge muitas vezes do Direito Penal tradicional, exigindo um conhecimento específico acerca do sujeito ativo do delito, das formas, do ambiente, do bem jurídico tutelado, e do complemento via normas alternativas, dentre outras características distintas.

A intervenção estatal, demonstrada através da instituição de normas, visa promover um ambiente mais estável, principalmente dentro da ordem econômica, objeto de tutela do Direito Penal Econômico, mas afetando também o meio social e político. Na economia, a regulação atua com intuito reduzir a assimetria

informacional e tornar o ambiente mais equitativo. Assim, o Direito Penal Econômico pode ser conceituado como o ramo do direito penal que institui, no âmbito dos negócios, padrões de conduta a serem seguidos e prevê práticas que devem ser reprimidas.

O autor Edwin Sutherland (1941) defende uma análise sociológica da economia, considerando aspectos sociais para melhor entender a prática e as consequências dos delitos na área econômica. Segundo ele, o Direito Penal Econômico é uma classe do Direito Penal que trata dos crimes de colarinho branco, praticados por pessoas de status social relevante e que recebem tratamento distinto, se comparado ao Direito Penal “comum”, em que há maior incidência sobre pessoas de baixo poder aquisitivo, escolaridade e prestígio social. Sutherland argumenta que os prejuízos provocados pelos crimes econômicos, apesar de serem por vezes ocultos, ultrapassam os danos gerados pelos demais crimes.

O tratamento distinto no momento de aplicação das penas fica evidente na simples observação da composição dos que integram a população carcerária no Brasil. De fato, a legislação penal atua com rigor contra os mais pobres e em favor dos mais abastados, de forma a promover a impunidade aos que fazem parte da classe dominante.

Conforme será exposto mais a frente, a conjuntura jurídica atual é ineficiente para coibir crimes econômicos, como o insider trading. Em virtude de fatores como a difícil produção de provas, muitos crimes não são descobertos, e quando são, são passíveis de penas brandas, tendo em vista a gravidade e os impactos do ilícito.

Nos EUA, o controle estatal é mais rigoroso no que se refere ao uso indevido de informação privilegiada. Lá, são impostas penalidades mais severas, chegando até 20 anos de reclusão. Assim, no aspecto da norma penal, esta deve ser endurecida, de modo a transmitir aos criminosos uma nova realidade sobre risco e retorno do crime, pois enquanto a pena for considerada inferior à possível vantagem econômica da prática do ilícito, não há repressão alguma a prática do crime.

3.4 USO INDEVIDO DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA NO ÂMBITO CIVIL E PENAL

A penalidade relacionada ao insider trading é um mecanismo que visa proteger a livre concorrência, que só existe quando a assimetria informacional no

mercado de capitais é próxima de zero. O uso indevido de informação privilegiada traz consequências de responsabilização administrativa, principalmente através da Comissão de Valores Mobiliários. Além disso, possibilita a responsabilização civil e penal, conforme será exposto adiante.

Após a constatação, pela CVM, da ocorrência de crime definido em lei como de ação pública, ou indícios da prática de tais crimes, com fulcro no art. 9º, § 1º, da Lei Complementar nº 105/2001, a referida autarquia deverá informar o ocorrido ao Ministério Público Federal, podendo atuar como assistente de acusação, auxiliando no entendimento e na apuração do ilícito penal, por se tratar de assunto extraordinariamente técnico (BRASIL, 2001).

Tendo em vista o grau de competência relacionado ao delito, tratando-se de uma prática que inclui a execução de operações avançadas e sofisticadas de investimento, se faz necessária a presença da CVM para esclarecer e elucidar os casos, pois seria de extrema dificuldade para profissionais de outras áreas assimilarem sozinhos o modus operandi dos investigados.

A Lei nº 13.506/2017 editou a Lei da CVM e incluiu, dentre outros tópicos, a essencial previsão legal acerca do crime contra o mercado de capitais que é objeto de estudo deste trabalho: o uso indevido de informação privilegiada (BRASIL, 2017c).

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: Pena – reclusão, de 1 (um) a 5 (cinco) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime. § 1º - Incorre na mesma pena quem repassa informação sigilosa relativa a fato relevante a que tenha tido acesso em razão de cargo ou posição que ocupe em emissor de valores mobiliários ou em razão de relação comercial, profissional ou de confiança com o emissor. § 2º - A pena é aumentada em 1/3 (um terço) se o agente comete o crime previsto no caput deste artigo valendo-se de informação relevante de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo.”. Perante a esfera penal, portanto, o crime de insider trading ou uso de informação privilegiada é punível com reclusão de 1 a 5 anos e multa de até 3 vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime. Diante da esfera civil, os investidores que forem lesados pelo uso indevido de informação privilegiada de terceiros, podem requerer a justa compensação, independente de o ilícito ter sido praticado por insider primário ou secundário. Nessa perspectiva, a Lei 6.404/1976, representada pelo art. 155, § 3º, dispõe que “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 (BRASIL, 2017c, n.p).

Além disso, ainda na esfera civil e em defesa dos investidores, os arts. 1º da Lei 7.913/1989 e 5º, IV, da Lei nº 7.347/85, a fim de ampliar a reparação aos investidores lesados, preveem a ação civil pública de responsabilidade, determinando que a CVM e o Ministério Público adotem 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 compra ou venda de valores mobiliários, mediante uso indevido de informação privilegiada, por parte dos administradores e acionistas controladores da companhia (BRASIL, 1985; 1989).

Art. 1º Sem prejuízo da ação de indenização do prejudicado, o Ministério Público ou a Comissão de Valores Mobiliários, pelo respectivo órgão de representação judicial, adotará as medidas judiciais necessárias para evitar prejuízos ou para 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. [...] Art. 5º Têm legitimidade para propor a ação principal e a ação cautelar: I - O Ministério Público; [...] IV - A autarquia, empresa pública, fundação ou sociedade de economia mista; [...] (BRASIL, 1985; 1989, n.p).

A companhia, em virtude do prejuízo reputacional causado, também pode pleitear compensação em situação de uso indevido de informação privilegiada, principalmente nos casos em que o agente do ilícito seja primário, ou seja, quando se tratar de pessoa diretamente ligada à companhia.

É preciso destacar que as sanções, quais sejam as das esferas administrativa, civil e penal, são independentes, ou seja, podem ser cumulativas e não excludentes. Dessa forma, um agente que tenha praticado o ilícito do insider trading pode ser condenado no campo administrativo (advertência, multa, inabilitação), no campo penal (sujeito a reclusão e multa) e no campo civil (indenização).

4 INSIDER TRADING

De maneira objetiva, o insider trading se caracteriza pelo uso indevido de informação privilegiada. Esse delito se desmembra em duas ações: na revelação da informação a terceiros e na própria negociação de valores mobiliários que se baseou no gozo de dados relevantes não divulgados. Portanto, é proibido negociar valores mobiliários quando o fundamento da atividade advém de informação privilegiada não pública. Esse impedimento abrange os Insiders Primários e os Insiders Secundários, não importando quem seja o beneficiário da transação.

A cotação dos valores mobiliários é extremamente sensível aos fatos relevantes disponíveis sobre as companhias de capital aberto. Por se comportar dessa maneira, o mercado de capitais acaba permitindo que alguns players mal intencionados utilizem informações que ainda estão ocultas para auferir vantagens econômicas em operações de curto prazo.

Ao praticar o insider trading, o agente, possuindo informação relevante não divulgada, estrutura a sua operação deduzindo a tendência e a magnitude que ela incide sobre o preço do ativo quando o dado privilegiado se tornar público. Ou seja, o insider trader atua entre o momento da obtenção de informação relevante e o momento de divulgação da mesma ao mercado. Dessa forma, se a outra parte soubesse de todas as informações sobre a companhia que emissora do título negociado, provavelmente não realizariam a negociação sob as mesmas condições.

A prática desenfreada deste delito promove a redução da confiabilidade do mercado, causando a fuga do capital de investidores, pessoas físicas e institucionais, brasileiros e estrangeiros, que passam a procurar por oportunidades de investimento de menor risco, no que se refere à equidade informacional. Isso reflete a redução de valor de mercado das companhias e o aumento do custo de captação de recursos através da abertura de capital na bolsa de valores mobiliários (ZYLBERSZTAJN; SZTAJN, 2005).

Conforme exposto durante todo o estudo, o desnivelamento informacional é intrínseco ao mercado. A assimetria de informações é maléfica para o funcionamento do mercado e da economia, afetando a dinâmica eficiente do mercado de capitais. Assim, é necessário identificar e punir o uso indevido de informação privilegiada não divulgada, que suscita o benefício exclusivo de alguns em detrimento do restante do mercado. As regulações e intervenções estatais,

mediante a instrumentalização do Direito, se tornam essenciais para orientar e tolher eventuais práticas ilícitas dessa espécie.

No âmbito do Direito Penal, Sutherland (1940) revela que o insider trading é o resultado da quebra de confiança por parte do detentor da informação. Como se sabe, o detentor da informação a possui em virtude da sua função desempenhada no mercado, estando ciente da proibição em utilizá-la em proveito próprio, a fim de não desequilibrar o mercado e desestimular à atividade de transacionar ações.

4.1 O INSIDER

De forma geral, em relação a determinada companhia, “insider” é aquele agente que, mediante uso do seu cargo e respectivas circunstâncias, obtém informações relevantes ainda não divulgadas, que são relacionadas aos negócios da companhia. Tais informações se caracterizam pela capacidade de influenciar de forma considerável no preço dos valores mobiliários, induzindo a decisão dos investidores de comprar, manter ou vender esses ativos.

4.1.1 Tipos de insiders

Os detentores de informações privilegiadas geralmente se dividem em duas categorias: insiders primários e insiders secundários. A divisão dos detentores de informações em duas categorias se dá, primeiramente, em virtude de que o denominado insider primário obtém o acesso à informação diretamente, através do cargo que ocupa, além do que possui o conhecimento técnico substancial para avaliar a relevância da informação. E por ocupar um cargo que o expõe a dados sensíveis e sigilosos, há a expectativa de que ele compreenda as consequências de transacionar a partir de informações relevantes ainda não divulgadas. A exposição desses dois conceitos é fundamental, pois são bastante utilizados na produção de provas e no julgamento do delito em tela, pela CVM.

Os denominados insiders primários se caracterizam por obter o acesso à informação privilegiada em virtude da sua relação com a companhia emissora dos valores mobiliários. Podem ser os acionistas controladores ou administradores da companhia, ou então indivíduos que exerçam função que lhes permitam obter

informações privilegiadas. Conforme supracitado se presume que os insiders primários têm conhecimento técnico relevante para distinguir que se trata de uma informação relevante.

Além dos acionistas controladores, administradores da companhia e funcionários diretos da mesma, também são considerados insiders primários os profissionais que, ao prestarem serviços à companhia, têm acesso às informações sensíveis. Enquadram-se nessa previsão, por exemplo, os advogados, assessores financeiros, auditores e consultores. Nesses casos, é imprescindível a atuação das associações de classe desses profissionais, que através da instituição de códigos de conduta, educa-os e previne a prática do ilícito que é o insider trading.

Segundo a Comissão de Valores Mobiliários, insider primário é aquele que possui acesso à informação privilegiada em virtude da sua relação com a companhia que emitiu o valor mobiliário. Encontra-se, portanto, dentro da empresa, conhecendo suas operações e sendo capaz de analisar o impacto da informação sobre o mercado de capitais (BRASIL. CVM, 2016a). A CVM prevê o rol legal de insiders primários nos incisos II e III, do art. 13, da Resolução CVM N°44:

II – acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração e do conselho fiscal, e a própria companhia, em relação aos negócios com valores mobiliários de própria emissão, têm acesso a toda informação relevante ainda não divulgada; III – as pessoas listadas no inciso II, bem como aqueles que tenham relação comercial, profissional ou de confiança com a companhia, ao terem tido acesso à informação relevante ainda não divulgada sabem que se trata de informação privilegiada (BRASIL. CVM, 2022, n.p).

Ante o exposto, a norma determinou uma presunção de que os insiders primários estão cientes acerca das informações relevantes. Ou seja, numa eventual investigação em processo administrativo sobre uma negociação suspeita realizada por um insider primário, aplica-se a inversão do ônus da prova, cabendo ao agente investigado a demonstração de evidências que atestem que não possuía informações privilegiadas, ficando sujeito a condenação por insider trading. (EIZIRIK et al., 2011).

Nesse sentido, em seu voto, o Diretor-Relator Henrique Balduino Machado Moreira, no PAS (Processo Administrativo Sancionador) CVM n° RJ2013/13172, reforçou a questão de presunção da utilização dos dados relevantes na intenção de obter proveito econômico.

20. Em linha com precedentes desta Comissão, o art. 13 da Instrução CVM nº 358/2002, estabelece regras relativas à valoração das provas que instruem os processos sancionadores nos quais são formuladas acusações de insider trading. Assim, em relação à companhia e seus acionistas controladores, diretos ou indiretos, os diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, que negociaram na pendência de fato relevante, a norma reconhece ser legítimo inferir que tiveram acesso à informação privilegiada e, ainda, que negociaram com o intuito de obter vantagem. 21. Em outras palavras, o art. 13, caput, da Instrução CVM nº 358/2002, apresenta duas presunções relativas que têm por objetivo preservar a integridade do mercado de valores mobiliários e atenuar o ônus probatório da CVM, diante da gravidade da prática de insider trading e da dificuldade em comprovar a intenção do agente. Com efeito, diante de negociação de valores mobiliários, antes da divulgação ao mercado de ato ou fato relevante, pelos chamados insiders primários – acionistas controladores, diretos ou indiretos, os diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, como no caso da negociação pelo administrador – a CVM presume a efetiva utilização da informação privilegiada e a sua intenção de auferir vantagem. 22. Como bem consignado em precedente da CVM, “nos casos contemplados no art. 13 da Instrução nº 358/2002, a CVM considera determinado fato provado (e.g., o fato de o investigado ser administrador da companhia aberta) como indício hábil a autorizar, por indução, a conclusão quanto à ocorrência de fatos que configuram a prática do insider trading (o conhecimento da informação relativa ao fato relevante pendente de divulgação e o intuito de obter de vantagem). Ou seja, esses elementos da infração são reputados provados pela CVM, até que o investigado ou acusado demonstre o contrário (BRASIL. CVM, 2013, p. 16-17).

Com base nesse trecho, é possível inferir a tamanha dificuldade da acusação em produzir prova material referente à prática do uso indevido de informação privilegiada, pois é praticamente inviável comprovar que alguém detém, ou não, tal informação. Em virtude dessa complexidade, o texto legal presume o conhecimento das informações privilegiadas por parte dos denominados insiders primários.

Os insiders secundários correspondem àqueles que obtêm a informação privilegiada, direta ou indiretamente, dos insiders primários, mas não possuem qualquer tipo de relação com a companhia emissora do título negociado. Entretanto, no caso dos agentes secundários, não há presunção de que saibam que se trata de uma informação privilegiada. Não obstante, assim como os agentes primários, os secundários e quaisquer pessoas são proibidos de negociar valores mobiliários a partir das informações privilegiadas auferidas para auferir benefício econômico no

mercado de capitais, com fulcro no art. 155, § 4º, da Lei 6.404/1976 (BRASIL, 1976b).

A CVM prevê, em condições atípicas, a denominação dos insiders secundários por insiders acidentais. O agente é considerado acidental quando não obtém a informação de forma direta e nem recebeu de um agente primário. Nesses casos, o acesso à informação se dá, por exemplo, ao escutar o conteúdo de uma conversa de desconhecidos, ou seja, por acaso.

De fato, todas as espécies de insiders são uniformemente desfavoráveis ao mercado de capitais, atingindo principalmente a confiança depositada pelos investidores na economia. Todavia, a CVM, ao julgar o ilícito, trata de forma diferente as espécies de insiders, principalmente porque os insiders secundários não estão subordinados a nenhum tipo de presunção, cabendo à acusação, representada pela Superintendência de Processos Sancionadores da CVM, o ônus de comprovar que o insider tinha ciência e teria usufruído da informação relevante, que seria imprescindível para auferir lucros na operação suspeita.

Tendo em vista que, a fim de atestar a presença de influência da informação privilegiada na tomada de decisão, não é factível coletar provas que certifiquem o estado mental do agente no instante da transação de valor mobiliário, a jurisprudência da CVM prevê o reconhecimento dos indícios como formadores do corpo probatório nos casos de insider trading.

Dessa forma, o Diretor da CVM Roberto Tadeu Antunes Fernandes, em 2016, dissertou acerca da prova indiciária e do insider secundário, reforçando o ponto de vista assentado no PAS CVM nº 22/94, julgado em 2014. Segundo ele, o sistema jurídico brasileiro não definiu uma hierarquia dos meios de prova, tendo todas elas o mesmo valor, inclusive as indiciárias. Ele defende que é imprescindível que os indícios sejam robustos, sérios, consistentes e convergentes, sendo suficientes, na presença de múltiplos indícios, para sustentar uma condenação, e essenciais para alcançar a resolução de casos de provas diretas dificultosas (BRASIL. CVM, 2014a; 2016a).

Assim, as condenações por insider trading, praticados por agentes secundários, só são factíveis quando a acusação logra êxito na identificação e comprovação de múltiplos indícios robustos, sérios, consistentes e convergentes. Apenas dessa forma torna-se possível sustentar que o acusado operou no mercado de capitais mediante a posse de informação privilegiada.

4.2 SUPERVISÃO DO MERCADO E INVESTIGAÇÕES

A identificação e punição da prática de insider trading são meios eficazes para lograr um mercado de capitais mais eficiente, visto que são mais determinantes na missão de coibir o uso indevido de informação privilegiada.

Diante disso, a BSM, BM&FBovespa Supervisão de Mercados, desempenha um importante papel auxiliando a CVM na supervisão do mercado acerca do possível uso indevido de informação privilegiada. Nessa perspectiva, cabe à BSM monitorar e coletar informações relativas a transações suspeitas; identificar os envolvidos nas negociações suspeitas; analisar o histórico de transações dos envolvidos; identificar os potenciais insiders da transação suspeita; reportar à CVM indícios de uso indevido de informação privilegiada. Para cumprir como todas essas atribuições, a BSM conta com programas de computadores especializados em reconhecer negociações atípicas no mercado de valores mobiliários. Por fim, a BSM tem a atribuição de formalizar acusações pela prática de insider trading estritamente no âmbito de sua supervisão aos players do mercado.

Na prática, quando são detectadas negociações suspeitas, se inicia um protocolo de verificação. Após a verificação, o caso pode ser arquivado ou, na presença de indícios de autoria e materialidade da conduta ilícita, apresentar termo de acusação e instaurar inquérito administrativo para intensificar as investigações. Nessa etapa, a Comissão de Valores Mobiliários poderá requerer esclarecimentos de potenciais insiders primários, da própria companhia, dentre outros envolvidos. A fim de facilitar as investigações, a CVM usufrui de acesso a informações bancárias relacionadas a anomalias no mercado, como o insider trading, através de convênio com o Banco Central do Brasil.

A qualquer momento, a CVM poderá, mediante termo de compromisso assinado pelo indiciado/acusado, suspender o processo administrativo. Para isso, o acusado terá de encerrar a conduta ilícita, corrigir as irregularidades verificadas e indenizar os prejuízos causados. Vale salientar que o termo de compromisso não configura confissão de execução de conduta ilícita.

A Comissão de Valores Mobiliários admite, para fins de acusação, a utilização de provas indiciárias, que serão abordadas adiante, na comprovação e possível condenação do agente. Além disso, conforme será demonstrado através da jurisprudência, a CVM considera prescindível a demonstração do meio de acesso à

informação pelo agente secundário se beneficiou. Portanto, é possível concluir que administrativamente, na área da CVM, não se faz necessária a identificação da origem da informação.

As decisões são divulgadas na página oficial da CVM na internet, visando transmitir maior transparência dos seus atos e fomentar o caráter pedagógico das decisões, reprimindo a prática ao explicitar o quão repreensível é a conduta. Após decisão emitida pela CVM, o acusado pode recorrer ao CRSFN - Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional.

Durante a investigação de uso indevido de informação privilegiada, é imprescindível aferir se o investidor transacionou intencionalmente mediante obtenção de informação privilegiada, pois a sua responsabilidade procede do conhecimento e da consciência acerca da materialidade e confidencialidade do fato relevante.

Conforme mencionado anteriormente, o agente primário que transacionar no mercado de capitais, sendo provada a posse, anterior a negociação, de informação relevante ainda não divulgada, caracteriza o uso indevido da informação com a finalidade de auferir vantagem. Com o agente secundário, a avaliação da posse da informação privilegiada se dá através da identificação da fonte da informação, sob a premissa de que se o investidor suspeito (agente secundário) está ciente de que a informação era oriunda de alguém ligado ao emissor de valores mobiliários, presume-se que ele sabe do potencial ilícito cometido ao usufruir dessa informação. Entretanto, na esfera administrativa, em situação de insider trader secundário, não é necessária a identificação da origem da informação para atestar o uso indevido de informação privilegiada.

Por fim, vale salientar dois pontos. Primeiramente, a caracterização de uso indevido de informação privilegiada não depende que a operação resulte em efetiva vantagem financeira, sendo passível de prejuízo e bastando apenas que o agente tenha agido com o intuito de se beneficiar economicamente. Outra característica importante sobre a caracterização do insider trading diz respeito à operação, já que não é necessário que o infrator complete a operação (compra e venda do ativo), bastando a realização de apenas uma delas, fundamentada em informação privilegiada, para identificar a irregularidade.

4.3 PROVA INDICIÁRIA

Em condições ideais, a CVM conseguiria provar diretamente a prática de insider trading, através da produção de provas claras e objetivas, que esclareceriam plenamente o Colegiado sobre a conduta do acusado. Infelizmente, a realidade é bem diferente, em virtude da natureza do ilícito que, por se materializar no uso de informação privilegiada, resulta na quase impossível produção de provas que atestem diretamente e definitivamente o estado mental do acusado no instante da negociação investigada, salvo a confissão. Contudo, é essa mesma natureza do ilícito que possibilita extrair das negociações dos acusados indícios de comportamentos característicos do insider trader.

Diante dessa situação, o Ministro do Supremo Tribunal Federal, Luiz Fux, no processo da Ação Penal nº 470, defendeu a possibilidade de admissão de prova indiciária para fundamentar condenações, considerando ser muito difícil saber se uma pessoa teve acesso à informação privilegiada, mas que isso seria possível de se conseguir saber através de indícios (BRASIL. STF, 2012d).

Em conformidade com o que foi exposto anteriormente, a jurisprudência da CVM entende ser dispensável, para admitir condenações, a presença de prova documental sobre o estado mental do agente no instante da transação em posse de informação privilegiada. Pelo contrário, a CVM estabeleceu na sua jurisprudência a admissão de indícios para fundamentar condenações.

Entretanto, para conceber a possibilidade de acusação e posterior condenação em processos administrativos sancionadores, os indícios devem ser sólidos e convergentes, a fim de atestar o estado mental do investidor no instante da negociação dentro da bolsa de valores mobiliários. Assim, tornou possível a condenação por insider trading secundário através da prova indiciária. Vale salientar o fato de que nem todo indício está apto a demonstrar a autoria do acusado na prática de insider trading, devendo prevalecer o princípio do in dubio pro reo e ser absolvido o acusado, em caso de mínima dúvida acerca do comportamento suspeito do agente.

Recapitulando, o modus operandi do insider trader consiste em obter uma informação relevante ainda não divulgada ao mercado e, depois, negociar no mercado de capitais, sob influência dessa informação. Evidente a assimetria informacional, o insider trader, detentor do fato relevante, deduz a movimentação

(valorização ou desvalorização) que o ativo negociado fará a partir da divulgação oficial pela companhia. Feita a dedução, ele age de maneira antecipada, vendendo ou comprando o ativo, para provavelmente encerrar a operação com lucro, após a divulgação do fato relevante. Em termos comportamentais, o insider trader se distingue do investidor comum, pois geralmente age como se tivesse certeza do resultado positivo da negociação, alocando muito capital, risco e às vezes se alavancando na operação, o que levanta suspeita e motiva a investigação por parte dos órgãos regulatórios.

E é essa questão comportamental do agente que fundamenta os indícios utilizados pela CVM no processo de acusação de uso indevido de informação privilegiada. Com base no histórico de operações do acusado, no seu comportamento prévio (nível de exposição a operações de risco), no momento das negociações, no montante de capital aplicado perante o seu patrimônio líquido e considerando o relacionamento com agentes primários, é possível inferir se determinada negociação suspeita se tratou de conduta ilícita. Esses, inclusive, são os principais indícios considerados pela jurisprudência do Colegiado da CVM na acusação pela prática do ilícito em questão.

A prova indiciária transformou o processo de investigação e acusação do insider trading praticado por agente secundário. Antes da admissão da prova indiciária, apenas o agente primário era condenado, em virtude do seu acesso direto às informações sigilosas, que suscita as presunções legais determinadas contra ele. Foi através da adoção da prova indiciária que a CVM se tornou mais assertiva na identificação e condenação de agentes infratores, superando a presunção de inocência dos acusados e aplicando as penalidades devidas aos transgressores.

4.3.1 Histórico de operações

O primeiro dos principais indícios considerados pela CVM e seu Colegiado diz respeito ao histórico de operações do acusado. Consiste principalmente na avaliação da frequência das negociações, o seu tempo médio de duração e a média do volume financeiro negociado. Com base nessas informações, é possível captar o perfil histórico do agente acusado no mercado de capitais, verificando a sua conduta costumeira no mercado e comparando-a com a conduta constatada na negociação que é objeto de investigação pela suposta prática de insider trading.

Dessa forma, para que se configure a prova indiciária de cometimento do ilícito, é necessário que o comportamento suspeito na negociação investigada seja incompatível com o perfil traçado do acusado no mercado de capitais. Caso haja compatibilidade entre o comportamento analisado e o perfil traçado, configura-se forte contra indício de uso de informação privilegiada, que conduz à absolvição do acusado.

A seguir, estão alguns processos administrativos sancionadores da CVM que, através da constatação de incompatibilidade entre o perfil do agente e a conduta investigada, culminaram na condenação dos acusados.

No PAS CVM nº 23/10, o Diretor Roberto Tadeu Antunes Fernandes considerou:

Uma prova considerada foi a mudança de comportamento de Luis Roberto, que nunca havia negociado com ações de emissão da Manasa, e nem era um investidor habitual no mercado, pois se comprovou que ele não negociou com nenhuma outra ação no período que denominarei de “vedado”, e ao apreciar um período de tempo mais dilatado – dois anos – a acusação constatou que ele realizou apenas onze negócios com opções de Petrobrás e Tele Norte Leste Participações, e nenhuma operação no mercado à vista (BRASIL. CVM, 2014b, p. 11)

Também no PAS CVM nº RJ 2014/3225, o Diretor-Relator Roberto Tadeu Antunes Fernandes votou pela condenação do acusado, fundamentando que:

147. Desta forma, tudo me leva a crer que somente um fato extraordinário poderia justificar a alteração repentina no comportamento de John Forman, que não hesitou em apostar na direção contrária daquela que vinha atuando, justamente às vésperas da divulgação pela HRT do resultado definitivo sobre a existência ou não de óleo em um dos projetos de exploração mais importante da Companhia, admitindo vender as ações por preço inferior ao praticado naquele momento pelo mercado; 148. No meu sentir, a súbita mudança de comportamento e a quantidade de ações negociadas não foram compatíveis com o perfil nem com o padrão habitual das negociações do Acusado; 149. Deste modo, entendo que a Acusação, com base em indícios sérios, robustos e convergentes, conseguiu comprovar que John Forman realizou operações com ações de emissão da HRT nos dias 17 e 18 de julho de 2013, com o uso de informação relevante ainda não divulgada ao mercado (BRASIL. CVM, 2016b, p. 62-63).

4.3.2 Momento de realização das operações

O momento exato de realização das operações também pode representar prova indiciária. O momento de início e encerramento da operação suspeita é

imprescindível, sendo característico na conduta do insider trader, visto que para que ele obtenha vantagem econômica através do uso de informação privilegiada, ele deve iniciar a operação especificamente após o acontecimento relevante e encerrá-la antes da sua divulgação ao mercado.

Sob a ótica dessa característica, observa-se que o insider trader geralmente opera em curtos espaços de tempo que separam o início e fim da negociação, durando, no máximo, alguns poucos dias. Portanto, quando se constata que uma operação foi iniciada antes da divulgação de fato relevante e foi encerrada logo após a publicização, trata-se de um forte indício de uso de informação privilegiada.

A Diretora Luciana Dias, durante o PAS CVM nº 11/08, defendeu que “A Acusação está correta em utilizar o timing das operações como um balizador.” Ainda segundo ela, “o “momento” de aquisição ou venda do papel é muito importante na avaliação de utilização indevida de informação privilegiada” (BRASIL. CVM, 2012a, p. 26). No PAS CVM nº 25/10, o Diretor-Relator Henrique Balduino Machado Moreira afirmou que:

a estratégia de comprar pouco antes do fato relevante e vender logo em seguida à sua divulgação, aproveitando a valorização decorrente desta divulgação, é mais um indício que se soma aos demais na direção de que os acusados atuaram com a intenção de auferir vantagem econômica, comportamento típico de um investidor que busca retorno rápido, característica notória de quem age de posse de uma informação privilegiada (BRASIL. CVM, 2017a, p. 45).

Por fim, segundo o Diretor Roberto Tadeu Antunes Fernandes:

a estratégia de vender pouco antes do fato relevante e comprar logo em seguida à sua divulgação demonstra que o acusado visou inequivocamente auferir vantagem patrimonial, comportamento este típico de um investidor que busca retorno rápido, uma das notórias características de quem age como insider trading (BRASIL. CVM, 2016b, p. 55).

O contra indício aqui se materializa quando o acusado, ao invés de vender o valor mobiliário após a divulgação de fato relevante, o mantém. Assim, ao permanecer com o ativo sob sua posse, o acusado afasta a designação de prova indiciária, enfraquecendo a tese acusatória da prática de insider trading.

Portanto, depreende-se que o lapso temporal é de grande valia na análise do comportamento suspeito de praticar insider trading, pois a atuação ilícita do agente, que visa auferir lucros, está intimamente ligada a uma janela de tempo específica.

Assim, esses vestígios temporais da negociação suspeita facilitam a investigação por parte da CVM, que, em conjunto com a ratificação de outros indícios fortes, graves e convergentes, pode constatar se houve uso indevido de informação privilegiada.

4.3.3 Excesso de confiança e apetite ao risco

Em virtude da clara assimetria informacional dos insiders traders em detrimento do restante do mercado, os praticantes do ilícito conseguem deduzir, com alta probabilidade de acerto, a movimentação da cotação da ação relacionada à informação privilegiada. Diante dessa realidade, há um aumento de confiança e de apetite ao risco por parte dos infratores, que resultam em características na operação fraudulenta que definem um indício na conduta ilícita.

Assim, através de instrumentos de alavancagem financeira, o agente, visando auferir lucros estratosféricos, opera os valores mobiliários de forma excessiva, fugindo do seu padrão de negociações e chamando a atenção dos órgãos reguladores. Em resumo, a alavancagem permite ao investidor movimentar um volume de capital muito superior ao que possui, resultando num retorno expressivo, em caso de operação bem sucedida, ou em prejuízo vultuoso, numa operação mal sucedida.

Essas práticas evidenciam na operação suspeita o alto nível de confiança do investidor que o induzem a comprometer grande parte do seu patrimônio e, muitas vezes, através de instrumentos de alavancagem, excedê-lo, na certeza de auferir vantagem econômica. Trata-se de um comportamento distinto de um investidor racional. A exposição de grande parte ou da totalidade do patrimônio de um investidor em um único ativo, resultando em vantagem financeira expressiva ao agente, caracteriza para a CVM a presença de um motivo extraordinário que influenciou o operador a assumir riscos elevados: a informação privilegiada.

Diante disso, o excesso de confiança e de apetite ao risco pode ser considerado, através principalmente da alta concentração dos recursos em um único valor mobiliário, comportamentos típicos dos agentes que usam informações privilegiadas indevidamente. A seguir, alguns exemplos de processos administrativos sancionadores da Comissão de Valores Mobiliários que reforçam esse raciocínio.

No PAS CVM nº 25/2010, um dos acusados encerrou todas as suas operações com prejuízo para, então, alocar todo o capital restante em um único valor mobiliário, explicitando uma conduta totalmente diferente da que possuía até então e demonstrando certeza dos ganhos num curto espaço de tempo. No PAS CVM nº RJ2016/5039, um dos acusados alocou todo o seu patrimônio líquido declarado na operação suspeita. No PAS CVM nº RJ 2011/3665, o acusado não concentrou o seu patrimônio em um único ativo, mas movimentou, repentinamente e de uma só vez, duas vezes o volume financeiro transacionado através de termo nos últimos dois anos (BRASIL. CVM, 2012c; 2017a; 2017b).

4.3.4 Relacionamento entre insider primário e insider secundário

As relações pessoais dos acusados de praticarem o insider trading são alvo de investigação por parte da CVM, a fim de encontrar ligações entre o insider secundário e um agente primário, estabelecendo a forma como o acusado obteve a informação. Esse indício foge do padrão que se relaciona com a transação em si, focando na busca pelo caminho potencial percorrido pela informação. Trata-se de um elemento adicional para fundamentar a condenação dos acusados da prática de uso indevido de informação privilegiada.

Tendo em vista que naturalmente os insiders secundários não possuem acesso às informações sigilosas das empresas emissoras de valores mobiliários, nesse indício são observadas as relações profissionais, de parentesco e de amizade dos insiders secundários suspeitos, com o intuito de averiguar a possibilidade de algum agente primário ser a sua fonte de informação privilegiada. Assim, através da investigação dos relacionamentos pessoais e profissionais do acusado, seria provável determinar o caminho da informação relevante não divulgada.

Contudo, mesmo após a comprovação de ligação entre o acusado, agente secundário, e um agente primário, não há evidência de compartilhamento de informação relevante sigilosa. Assim, na ausência de prova definitiva, o indício busca expor o potencial caminho da informação. Ou seja, tal comprovação, de forma isolada, não pode servir de embasamento para convencer o Colegiado da condenação do acusado.

Dessa forma, a definição do caminho percorrido pela informação configura um indício acessório, como um elemento adicional que auxilia a fundamentação, caso

acompanhado da presença de outros indícios. De maneira isolada, tal indício é considerado dispensável no julgamento do processo administrativo sancionador. A seguir estão algumas demonstrações de utilização do indício de relacionamento entre agentes na condenação pela prática de insider trading.

No PAS CVM nº 25/2010, a constatação da existência de relação entre os acusados foi fundamental para embasar a condenação. Segundo a decisão, foi com base no relacionamento entre Frederico Lima e Ailton Santos com a Angá, em conjunto com outros indícios, que o Colegiado concluiu que a Angá teria negociado ações ordinárias da Aracruz em nome do Fundo Angá, baseada em informações relevantes ainda não divulgadas acerca da recuperação financeira da Aracruz (BRASIL. CVM, 2017a).

No PAS CVM nº 11/2009, a Diretora-Relatora Luciana Dias defende que o indício do relacionamento entre agentes secundário e primário configura elemento adicional para comprovação do acesso à informação. Pontua também que o referido indício, isoladamente, não é suficiente para comprovar a posse de informação privilegiada (BRASIL. CVM, 2012b).

No PAS CVM nº 23/2010, a constatação do relacionamento entre um dos acusados e a sua esposa, membro de família controladora da companhia e que possuía participação acionária na empresa listada, foi um dos fundamentos da condenação de Luis Roberto Correa Reche (BRASIL. CVM, 2014b).

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Por todo o exposto neste trabalho, não restam dúvidas acerca da importância de um mercado de capitais robusto para o desenvolvimento socioeconômico de um país. Além disso, conforme mencionado anteriormente, nos últimos anos o Brasil testemunhou o ingresso de milhões de investidores pessoas físicas em investimentos de renda variável. E diante dessa realidade, a fim de proteger os investidores, o mercado, e tudo o que ele representa, é imprescindível que o ambiente de negócios seja bem regulado e fiscalizado, visando reprimir a prática de ilícitos como o insider trading.

Primeiramente, foram apresentadas questões relacionadas à relevância da informação, no sentido de mostrar como ela fundamenta as decisões tomadas pelos investidores. Nesse sentido, chegamos à definição de informação privilegiada, junto do estabelecimento dos fatos relevantes e sua divulgação, além dos deveres dos administradores. Isto posto, vêm à tona conceitos como compliance, governança corporativa e full disclosure, que são medidas preventivas eficazes contra o uso indevido de informação privilegiada.

Nesse sentido, a legislação brasileira se desenvolveu atenta principalmente à experiência econômica norte-americana, que influenciou bastante na instituição de leis dessa natureza no Brasil. Assim, ao longo dos anos, foram criados órgãos primordiais na luta pela regulação e fiscalização do mercado de capitais brasileiro, tais como o Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários. Junto ao legislador, a jurisprudência, evidenciada nos entendimentos do Colegiado da CVM e dos tribunais superiores, também evoluiu de modo a tornar as investigações mais rigorosas e as punições mais frequentes. De qualquer forma, há o que se questionar acerca da suposta pena condescendente na esfera penal, quando comparada à pena máxima prevista nos EUA, evidenciando uma realidade infeliz de possível favorecimento e benevolência aos crimes de colarinho branco e às classes elitistas da sociedade.

Sobre o insider trading em si, o delito foi conceituado e os seus agentes bem definidos. No âmbito das investigações, foi possível identificar um avanço extraordinário na medida em que as provas indiciárias foram aceitas, servindo de embasamento principalmente nas condenações de insiders secundários, tendo em vista a difícil produção de provas objetivas nesses casos. A aceitação dos indícios,

constituídos principalmente através do uso de tecnologia nas investigações da CVM e da BSM, como provas em julgamentos pela Comissão de Valores Mobiliários, foi um divisor de águas na busca pelo recrudescimento das condenações relacionadas à prática de insider trading, tornando-se ferramenta indispensável na repressão dessa conduta.

No tocante a pesquisas futuras, é relevante aprofundar a pesquisa sobre o uso das tecnologias como facilitador dos órgãos reguladores, na difícil tarefa de fiscalizar e investigar negociações suspeitas. Além disso, cabem estudos avançados acerca dos limites e suposta permissividade na punição prevista em esfera penal para o crime de insider trading, a fim de discutir as possibilidades de recrudescimento da referida pena.

Por fim, de acordo com o presente trabalho, foi possível concluir que a legislação brasileira atual, no tocante à utilização indevida de informação privilegiada, desempenha papel fundamental na repressão desta prática. Junto à previsão normativa, os doutrinadores e a jurisprudência, ao longo dos anos, também colaboraram com a árdua missão de coibir o insider trading. Desse modo, constata-se que a legislação demonstra estar no caminho certo, em constante evolução, na busca pela mitigação da prática de insider trading, em conjunto com uma jurisprudência e doutrina convergentes, e de medidas preventivas, como a adoção de práticas de governança corporativa e de medidas educativas.

REFERÊNCIAS

ARAGÃO, Alexandre Santos. **O princípio da eficiência**. Revista de direito administrativo, 237. 2004.

BARBEDO, C. H.; SILVA, E. C.; LEAL, R. P. C. Probabilidade de informação privilegiada no mercado de ações, liquidez intra-diária e níveis de governança corporativa. **Revista Brasileira de Economia**, v. 63, n. 1, p. 51-62, 2009.

B3. B3 atinge 5 milhões de contas de investidores em renda variável em janeiro. São Paulo, 04 de fevereiro de 2022. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/noticias/5-milhoes-de-contas-de-investidores.htm. Acesso em: 15 abr. 2022.

BRASIL. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Resolução CVM Nº 44, de 23 de agosto de 2021**. Dispõe sobre a divulgação de informações sobre ato ou fato relevante, a negociação de valores mobiliários na pendência de ato ou fato relevante não divulgado... 2021. Disponível em: <https://www.in.gov.br/web/dou/-/resolucao-cvm-n-44-de-23-de-agosto-de-2021-340157281>. Acesso em: 19 de maio de 2022.

BRASIL. COMISSÃO DE VALORES IMOBILIÁRIOS. **Processo administrativo sancionador**: 25/2010. Relator: Henrique Balduino Machado Moreira. 2017a. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/despachos/anexos/2015/20150812_desp_252010.pdf. Acesso em: 20 mar. 2022.

BRASIL. COMISSÃO DE VALORES IMOBILIÁRIOS. **Processo Administrativo Sancionador**: RJ2016/5039. Relator: Gustavo Machado Gonzalez. 2017b. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2017/RJ_20165039_Renato-Ramos.pdf. Acesso em: 15 mar. 2022.

BRASIL. COMISSÃO DE VALORES IMOBILIÁRIOS. **Uso Indevido de Informação Privilegiada (Insider Trading)**. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2016a. 45p.

BRASIL. COMISSÃO DE VALORES IMOBILIÁRIOS. **Processo Administrativo Sancionador**: CVM nº RJ2014/3225. Diretor-Relator: Roberto Tadeu Antunes Fernandes. Presidente da sessão de julgamento: Leonardo P. Gomes Pereira. 2016b. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2016/20160913_PAS_RJ20143225.pdf. Acesso em: 15 fev. 2022.

BRASIL. COMISSÃO DE VALORES IMOBILIÁRIOS. **Processo Administrativo Sancionador**: CVM Nº 22/94. Indiciados: Jair Nunes Batista, Jorge Marques Correa José Expedito de Castro Braga, Máxima CCVM Ltda (Atual Banco Multistock S/A). Ricardo de Azevedo Marques Bellens Porto, Roberto Luiz Santos Silva. 2014a. Disponível em:

https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2004/20040415_PAS_2294.pdf. Acesso em: 21 abr. 2022.

BRASIL. COMISSÃO DE VALORES IMOBILIÁRIOS. **Processo Administrativo Sancionador**: CVM nº 23/10. Diretor-Relator: Roberto Tadeu Antunes Fernandes. Presidente da sessão de julgamento: Leonardo P. Gomes Pereira. 2014b. Disponível em:

https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2014/20141104_PAS_232010.pdf. Acesso em: 10 abr. 2022.

BRASIL. COMISSÃO DE VALORES IMOBILIÁRIOS. **Processo Administrativo**

Sancionador: CVM nº RJ2013/13172. Acusados: Eike Fuhrken Batista. Assunto: Uso de informação privilegiada, em infração ao art. 155, §1º, da Lei nº 6.404/76 e ao art. 13, caput, da Instrução CVM nº 358/2002. Relator: Diretor Henrique Balduino Machado Moreira. 2013. Disponível em:

https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2017/RJ201313172_OSX_Brasil.pdf. Acesso em: 05 de maio de 2022.

BRASIL. COMISSÃO DE VALORES IMOBILIÁRIOS. **Extrato da Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador**: CVM nº 11/08.

Diretora-Relatora: Luciana Dias. Presidente Interino da sessão de julgamento: Otavio yazbek. 2012a. Disponível em:

https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/4828915/mod_resource/content/2/Estudo%20de%20caso%2010%20-%20CVM.pdf. Acesso em: 18 maio de 2022.

BRASIL. COMISSÃO DE VALORES IMOBILIÁRIOS. **Processo Administrativo**

Sancionador: CVM nº 11/09. Diretor-Relator: Luciana Dias. Presidente da sessão de julgamento: Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana. 2012b. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2012/20120403_PAS_1109.pdf. Acesso em: 17 fev. 2022.

BRASIL. COMISSÃO DE VALORES IMOBILIÁRIOS. **Processo Administrativo**

Sancionador: RJ2011/3665. Relatora: Luciana Dias. 2012c. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2012/20120403_PAS_RJ20113665.pdf. Acesso em: 13 abr. 2022.

BRASIL. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução CVM Nº 480, de 7 Dezembro de 2009**. Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. 2009.

Disponível em:

<https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/400/inst480consolid.pdf>. Acesso em: 21 de maio de 2022.

BRASIL. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução da CVM n. 358, de 3 de janeiro de 2002**. Dispõe sobre a divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas, disciplina a divulgação de

informações na negociação de valores mobiliários ... 2002a. Disponível em:

<https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/300/inst358.pdf>. Acesso em: 10 de maio de 2022.

BRASIL. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **RECOMENDAÇÕES DA CVM SOBRE GOVERNANÇA CORPORATIVA**. Jun. de 2002b. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0001/3935.pdf>. Acesso em: 26 abr. 2022.

BRASIL. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução CVM Nº 31, de 8 de fevereiro de 1984**. Dispõe acerca da divulgação e do uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas. 1984. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/001/inst031.pdf>. Acesso em: 17 abr. 2022.

BRASIL. **Lei nº 13.506, de 13 de novembro de 2017**. Dispõe sobre o processo administrativo sancionador na esfera de atuação do Banco Central do Brasil e da Comissão de Valores Mobiliários... 2017c. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/ato2015-2018/2017/lei/L13506.htm. Acesso em: 15 maio de 2022.

BRASIL. **Lei complementar Nº 105, de 10 de janeiro de 2001**. Dispõe sobre o sigilo das operações de instituições financeiras e dá outras providências. 2001. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp105.htm. Acesso em: 18 de mar. 2022.

BRASIL. **Constituição da República Federativa do Brasil**: promulgada em 5 de outubro de 1988. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 1990.

BRASIL. **Lei nº 7.913, de 7 de dezembro de 1989**. Dispõe sobre a ação civil pública de responsabilidade por danos causados aos investidores no mercado de valores mobiliários. 1989. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l7913.htm. Acesso em: 15 de maio de 2022.

BRASIL. **Lei nº 7.347, de 24 de julho de 1985**. Disciplina a ação civil pública de responsabilidade por danos causados ao meio-ambiente, ao consumidor, a bens e direitos de valor artístico, estético, histórico, turístico e paisagístico... 1985. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l7347orig.htm. Acesso em: 12 de maio de 2022.

BRASIL. Lei 6.385 de 07 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. **Diário Oficial da União**, Brasília, 09 dez. 1976a.

BRASIL. Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Diário Oficial da União**, Brasília, 17 dez. 1976b.

BRASIL. **Lei 4.728 de 14 de julho de 1965**. Disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento. **Diário Oficial da União**, Brasília, 16 jul. 1965.

BRASIL. **Lei 4.595 de 31 de dezembro de 1964**. Dispõe sobre a Política e as Instituições Monetárias, Bancárias e Creditícias, Cria o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências. **Diário Oficial da União**, Brasília, 31 dez. 1964.

BRASIL. Supremo Tribunal Federal. **Ação Penal**: AP 470 MG. Relator: Ministro Joaquim Barbosa. j. 17/12/2012. STF, 2012d. Disponível em: <https://redir.stf.jus.br/paginadorpub/paginador.jsp?docTP=TP&docID=5276407>. Acesso em: 15 mar. 2022.

CLAESSENS, S.; YURTOGLU, B. B. Corporate governance in emerging markets: A survey. **Emerging markets review**, v. 15, p. 1-33, 2013.

COELHO, Fábio Ulhoa. Curso de Direito Comercial. Cit., p. 244. 2021.

DEODATO, Felipe Augusto Forte de Negreiros; MASCARENHAS, Igor de Lucena. CARVALHO, Patricia Lacerda de. Crime e compensação: uma análise do *insider trading* no Brasil. **Revista de Direito Econômico e Socioambiental**, Curitiba, v. 11, n. 2, p. 321-344, maio/ago. 2020. doi:10.7213/rev.dir.econ.soc.v11i2.26620.

EASLEY, D.; HVIDKJAER, S.; O'HARA, M. Is information risk determinant of asset returns? **The Journal of Finance**, v. 57, p. 2185-2221, 2002.

EIZIRIK, Nelson et al. **Mercado de capitais**: regime jurídico. 3. ed., rev. e amplo. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

FAMA, Eugene F. **Efficient capital markets**: a review of theory and empirical work. The Journal of finance. New York: American Finance Association, v. 25, maio. 1970.

FERNANDES, Vitória. **Bolsa brasileira bate recorde de IPOs em 2021; veja as ações que mais valorizaram**. Forbes. 28 de dezembro de 2021. Disponível em: <https://forbes.com.br/forbes-money/2021/12/bolsa-brasileira-bate-recorde-de-ipos-em-2021-veja-as-acoes-que-mais-valorizaram/>. Acesso em: 20 abr. 2022.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Governança Corporativa**. [201-?]. Disponível em: <https://www.ibgc.org.br/conhecimento/governanca-corporativa>. Acesso em: 20 de maio de 2022.

LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **A Lei das S.A.** Rio de Janeiro: Renovar, 1992.

MACIEL, T. K. S.; MARTIN, A. Efetividade da Repressão ao Insider Trading. **Revista a Barriguda**, Campina Grande, v. 6, n. 1. p. 48-73, jan./abr. 2016.

MARTINS, O. S.; PAULO, E. A Probabilidade de Negociação com Informação Privilegiada no Mercado Acionário Brasileiro. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 11, n. 2, p. 249-280, 2013.

OCDE. **Princípios de Governo das Sociedades do G20 e da OCDE**. OECD Publishing, Paris, 2016.

PARENTE, Norma Jonssen. **Aspectos Jurídicos do "insider trading"**. Superintendência Jurídica, Jun. 1978. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/acesso_informacao/serieshistoricas/estudos/anexos/Aspectos-Juridicos-do-insider-trading-NJP.pdf. Acesso em: 05 de maio de 2022.

PROENÇA, José Marcelo Martins. **Regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais - insider trading**. 2004. Tese (Doutorado) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

RIBEIRO, Janaina; DANA, Samy; DE NUCCIO, Dony. **Mercado brasileiro representa 3% do mercado americano: Como diversificar?** 10 de março de 2022. Easy Invest. Disponível em: <https://investnews.com.br/cafeina/mercado-brasileiro-representa-3-do-mercado-americano-como-diversificar/>. Acesso em: 30 abr. 2022.

ROTHER, E.T. Revisão sistemática X revisão narrativa. **Acta paul enfer**, n.20(2), p. 5-6, 2007.

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

SHLEIFER, A.; VISHNY, R.W. A Survey of Corporate Governance. **Journal of Finance**, n. 52, p. 737-783, 1997.

SUTHERLAND, Edwin H. **Crime and business**. American Academy of Political and Social. Science, v. 217, p. 112-118, Sept. 1941.

SUTHERLAND, Edwin H. White collar criminality in American Sociological. **Review**, s.l. v. 5, n.1, p. 01-12, fev. 1940.

TRANSACTIONAL TRACK RECORD. **Brasil - Relatório Anual 2021**. 2021. Disponível em: <https://www.ttrecord.com/pt/publicacoes/relatorio-por-mercado/relatorio-mensal-brasil/Brasil-Relatorio-Anual-2021/2071/>. Acesso em: 29 mar. 2022.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. Considerações sobre o sistema financeiro. Crises. Regulação e re-regulação. **Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro**. São Paulo: RT, ano XLVII, n. 149-150, jan.-dez. 2008.

ZYLBERSZTAJN, D.; SZTAJN, R. Análise Econômica do Direito e das Organizações. In: ZYLBERSZTAJN, D.; SZTAJN, R. **Direito & Economia: Análise Econômica do Direito e das Organizações**. Rio de Janeiro: Elsevier, p. 1-15, 2005.