

**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO
PUC-SP**

VICTOR HUGO KRATINA ROCHA

***INSIDER TRADING:*
ANÁLISE DO USO INDEVIDO DE INFORMAÇÃO
PRIVILEGIADA NO DIREITO BRASILEIRO**

**BACHARELADO EM DIREITO
Orientador: Prof. Dr. Motauri Ciocchetti de Souza**

São Paulo - SP
2022

VICTOR HUGO KRATINA ROCHA

INSIDER TRADING:
ANÁLISE DO USO INDEVIDO DE INFORMAÇÃO
PRIVILEGIADA NO DIREITO BRASILEIRO

Monografia apresentada à Faculdade Paulista de Direito da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo como requisito para conclusão do curso de graduação em Direito.

Orientador: Prof. Dr. Motauri Ciocchetti de Souza

São Paulo - SP

2022

VICTOR HUGO KRATINA ROCHA

INSIDER TRADING:

**ANÁLISE DO USO INDEVIDO DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA NO DIREITO
BRASILEIRO**

Monografia apresentada à Banca Examinadora da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo como requisito para conclusão do curso de graduação em Direito.

Aprovado em: __/__/__

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. _____ . PUC-SP

Prof. Dr. _____ . PUC-SP

Prof. Dr. _____ . PUC-SP

São Paulo-SP

2022

RESUMO

A presente monografia visa abordar os principais aspectos da prática do uso indevido de informação privilegiada, ou *Insider Trading*, no direito brasileiro, previsto no artigo 27-D da Lei nº 6.385/76 e artigo 155 da Lei nº 6.404/76. Para tal, será realizada uma introdução sobre o tema, serão abordados os principais aspectos da legislação e da regulamentação aplicável, as disposições doutrinárias acerca do tema, a jurisprudência penal e administrativa sobre o assunto e, por fim, serão expostas as conclusões acerca da problemática. Ao longo do desenvolvimento, iremos entender melhor a responsabilização pela prática do *Insider Trading* nas diferentes esferas do direito (penal, cível e administrativa), bem como entender os diferentes requisitos para a caracterização da prática, os diferentes tipos de *insiders*, o detalhamento dos conceitos trazidos pela legislação e regulamentação. Ao final do presente trabalho, espera-se que o leitor alcance uma compreensão mais ampla acerca do ilícito do *Insider Trading*, seus principais aspectos e como o cenário brasileiro sobre o tema se apresenta à época da elaboração deste trabalho.

ABSTRACT

This paper aims to explore the main aspects about the unfair use of inside information, or Insider Trading, under Brazilian Law, pursuant to article 27-D of Law No. 6,385/76 and article 155 of Law No. 6,404/76. Therefore, it shall introduce the main aspects about the subject, develop the main applicable legal and regulatory aspects, the doctrinal and jurisprudential aspects relating to the subject, the criminal and regulatory jurisprudence relating to the matter and, finally, shall present conclusions on the problem. During the course of this project, it shall analyze the consequences of the Insider Trading in the criminal, civil and regulatory fields, and understand the different conditions required for its constitution, the different categories of insiders, and the breakdown of the concepts brought by the legislation and regulation. By the end of this paper, we hope the reader is able to reach a broader comprehension of the Insider Trading, its main aspects and the reality of the Brazilian scenario on the matter by the time this paper was presented.

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	7
2 EVOLUÇÃO LEGISLATIVA DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO ...	8
3 LEGISLAÇÃO	11
3.1 LEI DAS SOCIEDADES POR AÇÃO – LEI Nº 6.404/76.....	12
3.2 LEI DO MERCADO DE CAPITAIS – LEI Nº 6.385/76	13
4 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM)	15
4.1 REGULAMENTAÇÃO CVM (INSIDER TRADING)	17
5 DEVERES DOS ADMINISTRADORES	21
5.1 FATO RELEVANTE	25
6 A PRÁTICA DO INSIDER TRADING	27
6.1 CONCEITO	27
6.2 REQUISITOS PARA CARACTERIZAÇÃO	29
6.2.1 Existência de informação não divulgada ao mercado	29
6.2.2 Acesso à informação privilegiada	31
6.2.3 Negociação para obtenção de vantagem a partir de informação privilegiada	31
6.3 PRINCIPAIS ASPECTOS PENAIS	35
6.4 RESPONSABILIZAÇÃO – PENAL, ADMINISTRATIVA E CÍVEL.....	37
6.4.1 Responsabilização penal	37
6.4.2 Responsabilização cível	38
6.4.3 Responsabilização administrativa	39
7 INSIDER	42
7.1 INSIDER PRIMÁRIO	42
7.2 INSIDER SECUNDÁRIO	43
8 CASOS NOTÓRIOS DE INSIDER TRADING	44
8.1 CASO PERDIGÃO E SADIA.....	45
8.2 CASO OSX.....	46
9 CONCLUSÃO	47

10 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	49
---	-----------

1 INTRODUÇÃO

As companhias que têm parte de suas ações disponíveis em mercado de valores mobiliários, ou companhias de capital aberto, devem seguir, além da legislação aplicável ao seu tipo societário, as regulamentações aplicáveis.

É certo, e não poderia ser diferente, que administradores, acionistas, empregados e pessoas de confiança de companhias abertas obtêm, no decorrer do curso normal dos negócios da companhia, informações valiosas que impactam diretamente no preço das ações de determinada(s) companhia(s) de forma antecipada, antes que sua divulgação ocorra ao público e ao mercado em geral. Tal ocorrência gera a chamada “assimetria informacional”. Muitas vezes, os detentores de tais informações relevantes, ainda não divulgadas ao mercado, visando a obtenção de alguma vantagem, via de regra financeira, negociam valores mobiliários da companhia de forma a buscar a referida vantagem.

Esse comportamento desleal gera uma série de implicações, devido ao fato da quebra da confiança entre os acionistas minoritários em relação a administração e acionistas majoritários da companhia. Com base nos princípios do mercado de capitais e disposições normativas e doutrinárias exploradas ao longo do presente trabalho, há a preocupação normativa em coibir que os detentores de tais informações privilegiadas, ou *insiders*, não obtenham lucro indevido ao se utilizarem dessas informações e, caso obtenham, de retirar a vantagem recebida de forma a desestimular novas práticas.

Ainda, as normas referentes visam também coibir a transmissão dessas informações privilegiadas a terceiros, em vista de penas iguais ou até presunção objetiva de superiores em relação a empregados de sua confiança nessas relações.

O presente trabalho analisará os diversos aspectos da prática ilícita do *Insider Trading* debruçando-se sobre, entre outros aspectos, os ditames e entendimentos da doutrina, as disposições normativas e regulatórias que cercam o tema e as Sociedades por Ações e companhias de capital aberto e a jurisprudência e precedentes de tribunais e órgãos regulamentadores. O conteúdo explorado é referente apenas ao cenário e direito brasileiro. Os conteúdos aqui presentes foram extraídos a partir da bibliografia aqui listada.

O objetivo do presente trabalho é esclarecer a prática de *Insider Trading* e levantar a problemática acerca do tema para a comunidade jurídica. Acredito ser esse tema de suma importância para a sociedade e para a comunidade jurídica, tendo em vista o crescente número de companhias que realizam a abertura de capital na bolsa de valores brasileira, além do incentivo por parte de diversos veículos de comunicação sobre a importância da educação financeira e realização de investimentos em bolsa. Diante deste cenário, é importante para a sociedade que não haja o enriquecimento ilícito de possuidores de informações privilegiadas, prática essa que pode prejudicar diretamente ou indiretamente os investimentos da população em geral em razão da alteração do preço das ações listadas no mercado de ações.

Para atingir tais objetivos, o presente trabalho traçará um paralelo sobre o mercado de capitais brasileiro, abordando o contexto histórico e atual e analisando suas particularidades que se relacionam com o tema; abordará os principais aspectos sobre a legislação aplicável, incluindo a Lei nº 6.404/76 (Lei das Sociedades por Ações) e Lei nº 6.385/76; explorará a autarquia responsável por fiscalizar o mercado de ações, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), a regulamentação da CVM que se relaciona com o tema e a regulamentação específica sobre a vedação ao *Insider Trading*; se debruçará de forma mais aprofundada sobre o conceito e prática do *Insider Trading*; disporá sobre o instituto das obrigações de publicação de Fatos Relevantes; detalhará a responsabilização pela prática do ilícito nas esferas penal, cível e administrativa; explicará o que são os *Insiders*, incluindo *Insider* primário e secundário; irá trazer casos notórios de *Insider Trading* no Brasil, para melhor exposição do problema; trará a jurisprudência relevante da CVM sobre o tema; e, por fim, trará conclusões acerca do tema.

Cabe salientar que o presente trabalho não visa, nem seria capaz de, exaurir a discussão acerca do tema do *Insider Trading*, de grande amplitude e que se mostra como uma problemática mundial. Busca, apenas, esclarecer os pontos de maior relevância e expor o contexto brasileiro acerca do tema, para contribuir com a comunidade científica com um melhor entendimento sobre as particularidades da prática.

2 EVOLUÇÃO LEGISLATIVA DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

Cumpra-se analisar a evolução legislativa que tratou do delito do *Insider Trading* no Brasil. Nota-se, de plano o artigo 3º, inciso X, da Lei nº 4.728 de 14 de julho de 1965, em que foi outorgada a competência, ao Banco Central, para o uso indevido de informação privilegiada:

Art. 3º Compete ao Banco Central:

(...)

X – fiscalizar a utilização de informações não divulgadas ao público em benefício próprio ou de terceiros, por acionistas ou pessoas que, por força de cargos que exerçam, a elas tenham acesso.¹

Todavia, a doutrina tece o comentário que, apenas a referida norma não bastava para efetivamente combater o delito:

[...] é flagrante sua deficiência, ou simplesmente sua insuficiência para fazer frente a tão importante questão. Essa regra, até então ainda isolada no sistema jurídico brasileiro, não tornava crime, nem ato ilícito, o uso indevido de informação privilegiada.²

Mais de uma década após, em 1976, foi publicada a Lei nº 6.404/76, ou Lei das Sociedades por Ação que, conforme será melhor explorada no capítulo abaixo, instituiu deveres aos administradores e trouxe maior robustez à norma que trata sobre o *Insider Trading*:

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

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

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

¹ BRASIL, 1965. Lei nº 4.728 de 14 de julho de 1965. Artigo 3º, inciso X.

² MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. *O insider trading no direito brasileiro*. São Paulo: Saraiva, 2017, p. 23-24.

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

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

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

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

Da análise da norma legal, nota-se uma regulação bem mais completa acerca da prática, instituindo diversos deveres aos administradores da companhia em relação a informações privilegiadas da companhia. Segundo a análise de Francisco Müssnich acerca da norma³, houve a criação do dever de sigilo, a partir do primeiro parágrafo, o dever de impedir que a informação privilegiada seja utilizada por terceiros de confiança do administrador, nos termos do parágrafo segundo, e a possibilidade de responsabilização cível pelos danos causados, conforme visto no parágrafo terceiro.

Importante notar que em 2001, aproximadamente 25 anos após a edição da referida norma, a Lei nº 10.303/2001 adicionou o parágrafo 4º ao artigo 155 da Lei das Sociedades por Ação, que expressou: “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.” Assim, foi trazida a responsabilização de qualquer pessoa que possuiu acesso a informação relevante.

A Lei nº 10.303/2001 também trouxe, por fim, a responsabilização penal específica da prática do *Insider Trading*. Anteriormente, o ilícito era enquadrado genericamente pela doutrina como o crime de estelionato: “A despeito da quase total ausência de análise da tipificação penal do ‘*insider trading*’, um só caminho, a nosso ver,

³ MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. *O insider trading no direito brasileiro*. São Paulo: Saraiva, 2017, p. 24-25.

se oferece para tentar-se tal: sua qualificação como crime de estelionato, que é um crime que abrange enorme gama de situações”.⁴

O problema foi solucionado com o advento da lei supracitada, que instituiu, no artigo 27-D da Lei nº 6.385/76, a tipificação penal do *Insider Trading*:

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.

Nota-se, assim, diversos aspectos interessantes acerca das normas que tratam sobre a prática que serão melhor explorados ao decorrer do presente trabalho.

3 LEGISLAÇÃO

É de suma importância, para fins de análise do objeto em tela, nos debruçarmos sobre a legislação que o cerca. Em que pese a grande importância da regulamentação acerca do tema do *Insider Trading*, realizada principalmente pela Comissão de Valores Mobiliários, conforme será desenvolvido neste trabalho, não podemos, por óbvio, deixar de falar sobre a legislação aplicável; isso porque a regulamentação tem função de complementar as normas legais, não devendo ir em contramão a tais disposições.

Abordaremos, neste capítulo, a Lei nº 6.404/76, ou “Lei das Sociedades por Ação”, que veda aos administradores de Sociedades por Ação (tipo societário requerido

⁴ PARENTE, Norma Jonssen. Aspectos Jurídicos do “insider trading”. Rio de Janeiro: Superintendência Jurídica da Comissão de Valores Mobiliários, jun 1978, p. 7, apud, MÜSSNICH.

para abertura de capital, conforme melhor explorado abaixo) realizarem a prática de *Insider Trading*.

Além disso, destacaremos também a Lei nº 6.385/76, aqui referida como “Lei do Mercado de Capitais”, que, após modificação trazida pela Lei nº 13.506/2017, foi responsável pela tipificação penal do ilícito do *Insider Trading*.

3.1 LEI DAS SOCIEDADES POR AÇÃO – LEI Nº 6.404/76

Para a análise da legislação aplicável acerca da prática do *Insider Trading*, é de grande importância destacarmos a Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, conhecida como a “Lei das Sociedades por Ação”. Tal importância se dá devido ao fato de que a referida lei expressa as normas que devem ser seguidas pelas companhias que se organizam pelo tipo societário de sociedade anônima, ou “S.A.”.

Segundo a legislação e regulamentações aplicáveis, um dos requisitos para a abertura de capital, ou seja, para a configuração da companhia como companhia aberta, é que a companhia seja organizada pelo tipo societário de Sociedade por Ações. Em que pese que a esmagadora maioria das sociedades constituídas no Brasil sejam sociedades de responsabilidade limitada sob a forma de “Sociedade Limitada”, as sociedades que buscam a abertura de capital devem adotar o tipo societário de Sociedade por Ações; e, em consequência, devem seguir o regramento constante na Lei das Sociedades por Ação.

A referida lei, além de outros artigos que serão exploradas ao longo do presente trabalho, expressa em seu início, no seu artigo 4º e parágrafos, que “Para os efeitos desta Lei, a companhia é aberta ou fechada conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários”⁵. Assim, nota-se que a Lei das Sociedades por Ação introduz o requisito essencial para a caracterização de uma companhia como “aberta”.

Isso demonstra a grande importância dessa lei para o tema, tendo em vista que regula o tipo societário essencial para a abertura de capital. Além do artigo acima citado,

⁵ BRASIL, 1965. Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976. Artigo 4º.

podemos encontrar nessa lei diversas disposições tanto sobre a Comissão de Valores Mobiliários, quanto sobre os requisitos para a abertura de capital.

3.2 LEI DO MERCADO DE CAPITAIS – LEI Nº 6.385/76

Não seria possível falar do ilícito de *Insider Trading* e do contexto do mercado de capitais brasileiro sem nos debruçarmos sobre a Lei 6.385/76, de 7 de dezembro de 1976, ou Lei do Mercado de Capitais. A referida lei traz disposições sobre o mercado de capitais brasileiro e, conforme melhor explorado no Capítulo 4 do presente trabalho, instituí uma das principais autarquias que tem atribuições relacionadas ao mercado de capitais brasileiro, a Comissão de Valores Mobiliários.

Dentre as diversas disposições relativas ao mercado de valores mobiliários brasileiro, uma em especial é de relevância fundamental para o presente trabalho, isso porque pode-se encontrar, na referida lei, o tipo penal do ilícito do *Insider Trading*. Em seu artigo 27-D e parágrafos, tem-se:

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.⁶

Cabe tecer algumas observações sobre o tipo penal acima citado, em vista da função central da matéria para a exposição do tema. Primeiramente, conforme melhor desenvolvido ao decorrer do presente trabalho, nota-se que a tipificação penal está

⁶ BRASIL, 1976. Lei nº 6.385 de 7 de dezembro de 1976. Artigo 27-D.

alinhada com a definição doutrinária do tema. Isso porque a tipificação penal contida na norma é bem clara quanto ao que se busca atingir.

Ainda, é interessante observar as penas previstas que, além da pena de reclusão, de um a cinco anos, ainda impõe uma multa de até três vezes o montante da vantagem ilícita obtida pelo agente. Isso visa coibir a prática para, além da possibilidade de detenção do agente, retirar o produto do crime e afetar diretamente o patrimônio pessoal.

É de suma importância notar os parágrafos do referido dispositivo legal. Será responsabilizado pela prática do *Insider Trading* não somente quem efetivamente negocia os valores mobiliários, mas também quem repassa a informação. Ou seja, após cumpridos os requisitos para a caracterização do *Insider Trading*, que serão explicados nos próximos capítulos da presente exposição, não apenas o agente que efetivamente se valeu da informação privilegiada para a negociação de valores mobiliários será responsabilizado, mas também será, na mesma pena, responsabilizado o indivíduo que repassou tal informação.

Ainda, nos termos do parágrafo segundo, há uma possibilidade de aumento de pena. Nessa hipótese, temos a figura do indivíduo que tem dever de sigilo em relação àquela informação. Uma das figuras que se enquadraria nessa hipótese é o administrador. Tal dever está previsto no artigo 155 da Lei das Sociedades por Ação, em que é instituído o chamado “Dever de Lealdade” do administrador de sociedade por ação, que dita que o administrador deve “guardar sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado”⁷. Assim, em que pese ser reprovável a prática do *Insider Trading* cometida por qualquer agente, com certeza há uma reprovabilidade maior caso o agente que cometa tal ato tenha o dever de manter sigilo sobre aquela informação, ferindo, assim, o importante Dever de Lealdade a que lhe é aplicável. A referida maior reprovabilidade se mostra evidente ao ser previsto um aumento de pena de 1/3 caso o ilícito ocorra por agente que o praticou nas circunstâncias ora descritas.

⁷ BRASIL, 1976. Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976. Artigo 155, parágrafo 1º.

Complementando a norma legal, a Resolução nº 44/2021 da Comissão de Valores Mobiliários, que será melhor explorada no decorrer desta exposição, traz em seu artigo 8º os indivíduos que têm a obrigação de guardar sigilo em relação às informações recebidas:

Os acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, e empregados da companhia, devem guardar sigilo das informações relativas a ato ou fato relevante às quais tenham acesso privilegiado em razão do cargo ou posição que ocupam, até sua divulgação ao mercado, bem como zelar para que subordinados e terceiros de sua confiança também o façam, respondendo solidariamente com estes na hipótese de descumprimento.⁸

Da análise do dispositivo, nota-se que a referida resolução listou, em suma: (i) os acionistas que possuem participação na companhia de forma a caracterizar o seu controle sobre esta; (ii) os membros da administração da companhia, como diretoria, conselho de administração e conselho fiscal; (iii) os órgãos estatutários eventualmente criados; e (iv) os empregados, em geral, da companhia. Aqui, comenta-se que o dispositivo é bem abrangente, fazendo com que praticamente todos os funcionários de determinada companhia que recebam informações privilegiadas em razão do cargo devam manter sigilo sobre estas.

Ainda, é interessante observar também a grande “agressividade” do dispositivo ao imputar uma obrigação solidária dos referidos agentes, que possuem a obrigação de sigilo, em zelar que subordinados ou terceiros de confiança mantenham o sigilo sobre informações privilegiadas que recebam. Tal norma visa, de certo, prevenir qualquer tipo de transmissão de informações pelos seus receptores a terceiros ou subordinados, visto que, se estes forem condenados pela prática do ilícito, há uma responsabilização solidária de seus superiores/transmissores.

4 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM)

⁸ BRASIL, 2021. Resolução CVM nº 44 de 23 de agosto de 2021, artigo 8º, p. 6.

Observada a legislação relacionada à prática de *Insider Trading*, cabe explorar um dos principais entes de direito público relacionados ao assunto, a Comissão de Valores Mobiliários, ou “CVM”.

A Comissão de Valores Mobiliários foi instituída pela Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976 e, segundo seu artigo 5º, *caput*, se configura como:

É instituída a Comissão de Valores Mobiliários, 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.⁹

A CVM possui diversas atribuições relevantes no contexto das companhias abertas. Segundo o artigo 8º da referida Lei nº 6.385/76¹⁰, as atribuições da Comissão de Valores Mobiliários seria a regulamentação das matérias da aplicáveis da referida lei e da Lei das Sociedades por Ação; além da fiscalização de serviços do mercado de valores mobiliários e outras atribuições necessárias.

Para melhor esclarecer, vale destacar, em suma, que a Comissão de Valores Mobiliários será a responsável tanto por regulamentar certas obrigações legais referentes ao mercado de valores mobiliários quanto por fiscalizar eventuais descumprimentos das normas legais ou infralegais.

Para o tema explorado pelo presente trabalho, tal autarquia é de grande importância para entendermos melhor como funciona a prática do *Insider Trading* no Brasil, tendo em vista que devemos nos debruçar não só sobre a regulamentação aplicável à matéria, mas também sobre as decisões e a jurisprudência da CVM. A análise da jurisprudência da Comissão de Valores Mobiliários é fundamental para verificar o que a autarquia responsável pela fiscalização do mercado de valores mobiliários entende como a prática de *Insider Trading* na esfera administrativa, o que enriquece a discussão prática sobre a matéria, além de suplementar, também, a teoria acerca do assunto do presente trabalho.

⁹ BRASIL, 1976. Lei nº 6.385 de 7 de dezembro de 1976. Artigo 5º.

¹⁰ BRASIL, 1976. op. cit. Artigo 8º.

Inclusive, o dito acima se comprova pela doutrina de Nelson Eizirik. Este expressa a reforça que é a Comissão de Valores Mobiliários a responsável pela instauração do processo administrativo sancionador e, se a conclusão da autarquia for no sentido de que houve, de fato, a violação das normas regulamentares e legais acerca da vedação da prática, as penalidades do artigo 11 da Lei nº 6.385/76 devem ser aplicadas no caso.¹¹

4.1 REGULAMENTAÇÃO CVM (INSIDER TRADING)

Introduzida a figura da Comissão de Valores Mobiliários e mais bem exposta a sua importância para o contexto do ilícito do *Insider Trading*, é de suma importância para a presente exposição nos debruçarmos sobre a regulamentação da CVM acerca do assunto.

Primeiramente, é de grande importância destacar que a principal regulamentação acerca do tema, até recentemente, era a Instrução CVM nº 358 (ICVM 358), de 3 de janeiro de 2002, em que era disposto:

Dispõe sobre a divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas, disciplina a divulgação de informações na negociação de valores mobiliários e na aquisição de lote significativo de ações de emissão de companhia aberta, estabelece vedações e condições para a negociação de ações de companhia aberta na pendência de fato relevante não divulgado ao mercado [...] e dá outras providências.¹²

Entretanto, foi editada a Resolução CVM nº 44, de 23 de agosto de 2021 (RCVM 44), que revogou a referida Instrução CVM nº 358, passando a regulamentar as disposições acerca da prática do *Insider Trading*:

Dispõe sobre a divulgação de informações sobre ato ou fato relevante, a negociação de valores mobiliários na pendência de ato ou fato relevante não divulgado e a divulgação de informações sobre a negociação de valores mobiliários [...].¹³

¹¹ EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A Comentada, Volume III, 3ª Edição. São Paulo: Quartier Latin do Brasil, 2021, p. 157.

¹² BRASIL, 2002. Instrução CVM nº 358, de 03 de janeiro de 2002 (REVOGADA), p. 1.

¹³ BRASIL, 2021. Resolução CVM nº 44 de 23 de agosto de 2021.

Tal resolução trata sobre temas como a definição de atos ou fatos relevantes, os deveres e responsabilidades na divulgação de fatos relevantes, as exceções à imediata divulgação, os deveres de guardar sigilo, a divulgação de informações em ofertas públicas, a divulgação de informações na alienação de controle, a divulgação de informações sobre negociações de administradores, o uso indevido da informação privilegiada (*Insider Trading*), o período de vedação à negociação, a política de negociação e plano de investimento, a política de divulgação da companhia, entre outras disposições.

Assim, para a presente exposição, além da análise da vigente Resolução CVM nº 44, naturalmente será necessário compará-la com as antigas disposições da Instrução CVM nº 358, para um melhor entendimento do contexto e dos avanços da regulamentação acerca do tema.

A regulamentação enriquece consideravelmente a análise e o entendimento do tema pois, dentro dos limites legais, claramente, complementa os requisitos para caracterização da prática e impõe sanções administrativas de forma a coibir, além da coibição penal e cível expostas adiante no trabalho, o ilícito do *Insider Trading*. A partir das disposições regulamentares aplicáveis, podemos extrair mais informações do que apenas a análise da “letra da lei”, nos permitindo, junto com a jurisprudência, chegar à conclusão sobre práticas permitidas, proibidas e obrigatórias no mercado de capitais brasileiro.

Feita essa introdução, vale nos debruçarmos, finalmente, acerca da regulamentação aplicável. O artigo 13 da Resolução CVM nº 44/2021 é de grande importância, pois, este, além de trazer a vedação expressa à prática de *Insider Trading*, em seu *caput*, traz em seu parágrafo 1º e incisos certas presunções para a caracterização do ilícito. São, basicamente, seis presunções distintas, que serão aplicadas no caso concreto:

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

II – acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração e do conselho fiscal, e a própria companhia, em

relação aos negócios com valores mobiliários de própria emissão, têm acesso a toda informação relevante ainda não divulgada;

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

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

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

VI – são relevantes as informações acerca de pedido de recuperação judicial ou extrajudicial e de falência efetuados pela própria companhia, a partir do momento em que iniciados estudos ou análises relativos a tal pedido.¹⁴

A referida previsão é fundamental para o entendimento do ilícito do *Insider Trading*, tendo em vista que são presunções bastante “agressivas” aos membros da companhia. Ou seja, caso os administradores da companhia e/ou seu(s) acionista(s) controlador(es) negociem ações da própria companhia quando houver a existência de certa informação relevante não divulgada ao mercado, mesmo que estes efetivamente não tenham tido conhecimento desta, haverá a presunção de que eles tiveram acesso e, conseqüentemente, poderiam saber de tal prática. Nota-se, também, uma vedação à negociação de ações da companhia ao administrador que se desligou, pelo período de três meses caso haja uma informação relevante ainda não divulgada, visto que há presunção de que este sabia de tal informação.

Ainda, é importante notar que o parágrafo 1º do artigo 13 da Resolução CVM nº44/2021 traz, em seus incisos V e VI, uma caracterização objetiva, mas não taxativa, de certas informações relevantes, em contrapartida do que costuma ocorrer na legislação,

¹⁴ BRASIL, 2021. Resolução CVM nº 44 de 23 de agosto de 2021, artigo 13, p. 12.

que elenca, genericamente, as informações relevantes como uma informação que possa influir de modo ponderável a compra e venda de ações da companhia.

A doutrina entende que a regulamentação trouxe, tanto no âmbito da Instrução CVM nº 358/2002 quanto no âmbito da Resolução CVM nº 44/2021, os mesmos requisitos para composição do ilícito do *Insider Trading*. Conforme Marcelo Costenaro Cavali, os requisitos são: (i) a existência da informação relevante que não tenha sido divulgada ao mercado; (ii) o acesso a tal informação; (iii) a utilização da referida informação relevante para negociação de valores mobiliários; e (iv) o propósito de perceber vantagem para si ou terceiros.¹⁵

Seria possível estender-se no comparativo entre ambas as regulamentações, mas, para o presente trabalho, é mais adequada a análise da Resolução CVM nº 44/2021, considerando que está vigor. Algo que foi introduzido na referida resolução e que se mostra de suma importância é a eliminação de controvérsias sobre as pessoas aos quais incide o dever de não negociar, visto que em seu artigo 13, dispõe que “quem quer que tenha”¹⁶ o referido conhecimento sobre a informação relevante ainda não divulgada ao mercado.

Tal conceito é amparado por decisões da Comissão de Valores Mobiliários. Cabe destacar o Processo Administrativo Sancionador da CVM de nº 24/05, em que se analisou o uso indevido de informação privilegiada em alienação do controle acionário da Bahema Equipamentos S.A. Segundo o relatório do referido PAS, houve a aquisição, pelos acusados, de ações de emissão da Bahema Equipamentos S.A., sabendo estes, de forma privilegiada, que estava em curso uma negociação de controle da companhia, bem como o fechamento de seu capital. Houve, após, uma grande valorização das referidas ações de emissão da companhia. Nesse contexto, o ex-diretor da CVM, Marcos Barbosa Pinto, trouxe o entendimento de que: “[...] o direito brasileiro permite que uma pessoa seja condenada por negociação com informação privilegiada mesmo que não se consiga precisar como essa informação foi obtida”.¹⁷

¹⁵ CAVALI, Marcelo Costenaro. *Insider Trading – Repressão Administrativa e Penal do Uso Indevido de Informação Privilegiada*. São Paulo: Quartier Latin, 2022, p. 143.

¹⁶ CAVALI, Marcelo Costenari. *op. cit.*, p. 151.

¹⁷ BRASIL, 2008. Processo Administrativo Sancionador CVM nº 24/05. Rio de Janeiro: p. 37.

Mesmo considerando que, à época do voto, a Resolução CVM nº 44/2021 não estava em vigor, o referido voto é de suma importância para o entendimento do ditame da resolução. Isso porque, a Comissão de Valores Mobiliários entendeu que não importaria que não fosse possível identificar de onde o agente conseguiu obter determinada informação. Isso porque, como entende a doutrina, qualquer um que tenha conhecimento da informação privilegiada não deve se valer dela para negociar, pouco importando como teve acesso àquela informação.¹⁸

Além disso, segundo a Comissão de Valores Mobiliários, foi adotada, no direito brasileiro, a teoria americana de que qualquer pessoa poderia praticar o ato de *Insider Trading*.¹⁹

Nota-se, portanto, que a Resolução CVM nº 44/2021, além de demonstrar a tipificação administrativa da prática do *Insider Trading*, ainda traz diversas outras disposições sobre o tema e sobre a divulgação de informações relevantes, sendo seu entendimento de suma importância para a análise do ilícito.

5 DEVERES DOS ADMINISTRADORES

É de suma importância entendermos os deveres dos administradores dispostos pela Lei das Sociedades por Ação, visto que muitas das vezes tais administradores serão os detentores de informações privilegiadas da companhia em questão.

Logo de plano, a Lei das Sociedades por Ação institui o “dever de diligência” dos administradores, que em seu artigo 153 diz que “o administrador da companhia deve empregar, no exercício de suas funções, o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócios”²⁰. Ou seja, é dever legal do administrador o cuidado com a companhia, conforme razoavelmente esperado de um homem ativo em relação a boa e regular condução dos negócios. A

¹⁸ Tal informação é aplicável apenas para fins de responsabilização do agente que efetivamente negociou. Mas é de grande importância tal identificação para responsabilização de eventuais *insiders* que tenham compartilhado a informação que tinham acesso, e que incorrerão na mesma pena, conforme o parágrafo 2º do artigo 27-D da Lei nº 6.385/76.

¹⁹ PARENTE, Norma Jonssen. Comissão de Valores Mobiliários. Aspectos Jurídicos do “*Insider Trading*”. Rio de Janeiro: 1978, p. 14.

²⁰ BRASIL, 1976. Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976. Artigo 153

prática de ilícitos ou a não cuidado dos interesses da companhia, por óbvio, vai em contramão com o dever de diligência dos administradores.

Cabe destacar também outro dever de essencial importância para o presente trabalho, o “dever de lealdade”. A Lei das Sociedades por Ação, em seu artigo 155, institui como dever do administrador o de “servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios”. Assim, o administrador não poderia ser desleal à companhia ou aos seus negócios e praticar, e/ou permitir que seja praticado, ilícitos, como por exemplo o *Insider Trading*. Tanto é que no parágrafo 4º do referido artigo há a vedação da prática do *Insider Trading* propriamente dita, como se pode observar:

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.²¹

Ou seja, o dever de lealdade está tão intimamente relacionado à vedação ao *Insider Trading* que o próprio legislador entendeu pertinente adicionar a proibição da prática como parágrafo do artigo que trata sobre o referido dever. Assim, nota-se que o administrador que busca auferir vantagem indevida com base em informação privilegiada, não divulgada, não está cumprindo com seus deveres legais.

Ainda, é importante trazer a doutrina de Nelson Eizirik, que enriquece a discussão e confirma o entendimento até agora disposto neste capítulo. Nelson Eizirik entende a prática do *Insider Trading* como sendo uma “evidente modalidade de comportamento desleal”. Ou seja, tal prática claramente é contrária ao dever imposto pelo artigo 155 da Lei das Sociedades por Ação²².

Tal entendimento expresso por Eizirik se justifica, conforme refletido em sua obra, pelo fato de que:

²¹ BRASIL, 1976. Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976. Artigo 155

²² EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A Comentada, Volume III, 3ª Edição. São Paulo: Quartier Latin do Brasil, 2021, p. 152.

O administrador compra ou vende os valores mobiliários emitidos pela companhia a preços que ainda não estão refletindo o impacto de determinadas informações relevantes, que são de seu exclusivo conhecimento²³.

Assim, fica evidente a razão de Eizirik sobre o tema. O administrador de fato detém a informação privilegiada (conceito esse explorado ao decorrer do presente trabalho) em razão de sua função e, assim, obtém a vantagem ilícita a partir da assimetria informacional resultante. Quando a informação relevante eventualmente for divulgada ao mercado, ocorrendo a simetria de informações, o preço das ações da determinada companhia irá ser ajustado, para mais ou para menos, a partir do nível de benefício ou prejuízo que a companhia veio ou virá a obter com aquele acontecimento. É um comportamento desleal, portanto, o benefício resultante da compra ou venda de ações que não refletem o impacto das informações privilegiadas e que, além disso, foram obtidas pelo administrador em decorrência de sua função.

O administrador, que tem o dever de lealdade em relação à companhia, deve servir a respectiva companhia. Tal conceito é muito bem explorado na obra de Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira. Segundo os autores, “o administrador deve, portanto, servir à companhia, e não dela se servir”. O administrador, ao praticar o *Insider Trading*, vai diretamente contra o dever de lealdade que tem com a companhia e, além disso, está auferindo uma vantagem às custas da situação da companhia, sendo ela positiva ou negativa, que só veio a ter conhecimento em decorrência de sua posição. Os autores reforçam, ainda, que: “Para tanto, o administrador não só não deve obter benefícios às custas da sociedade, como deve, por outro lado, evitar que a companhia, por ato ou omissão sua, sofra prejuízo ou deixe de auferir benefício”.²⁴

É de suma importância destacar, também, os parágrafos 1º e 2º do artigo 155 da Lei das Sociedades por Ação, que trazem deveres importantes dos administradores acerca do tema. Vale mencionar que tais parágrafos já estavam constantes na redação

²³ EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A Comentada, Volume III, 3ª Edição. São Paulo: Quartier Latin do Brasil, 2021, p. 152.

²⁴ FILHO, Alfredo Lamy. PEREIRA, José Luiz Bulhões. Direito das Companhias, 2ª Edição. Editora Forense, p. 821.

original da Lei nº 6.404/76, antes da adição do já explorado parágrafo 4º pela Lei nº 10.303/2001. Em relação ao parágrafo 1º, é previsto que é dever do administrador:

[...] guardar sigilo e sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, obtida em razão do cargo e capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários, sendo-lhe vedado valer-se da informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários.²⁵

Basicamente, como pode ser visto, há o dever de sigilo sobre as informações ainda não divulgadas e, também, a não obtenção de vantagem indevida em consequência do conhecimento dessa informação ainda não divulgada.

Interessante destacar, também, que o parágrafo traz a mesma figura de “influência de modo ponderável na cotação”, que o Fato Relevante traz em relação a informações consideradas como relevantes em relação à companhia, conforme será melhor explorado a seguir no presente trabalho.

Sobre o parágrafo 2º do referido artigo 155, é previsto que “O administrador deve zelar para que a violação do disposto no § 1º não possa ocorrer através de subordinados ou terceiros de sua confiança”. Aqui nota-se que, além do dever do administrador de manter o sigilo sobre as informações privilegiadas e não obter vantagem ilícita na negociação, ainda deve zelar para que os seus subordinados ou terceiros de confiança não realizem tal prática.

Tal responsabilização é bastante “dura”, pois “delega” a responsabilidade da prevenção da prática para os administradores. Segundo expõe acerca do dispositivo, Norma Jonssen Parente, integrante à época da Superintendência Jurídica da Comissão de Valores Mobiliários:

Este dispositivo é bastante amplo e responsabiliza sobremaneira as pessoas acima indicadas. Eis que estas respondem por atos seus, de seus subordinados, e de terceiros de sua confiança, e, no caso específico de “insider trading”, por atos dessas pessoas e de outras a quem estas tenham transmitido essas informações. Isto resulta em abranger praticamente qualquer pessoa. Esta última categoria de pessoas o legislador as abrange, ao usar a expressão “*para si ou para outrem*”.²⁶

²⁵ BRASIL, 1976. Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976. Artigo 155.

²⁶ JONSSSEN PARENTE, Norma. Comissão de Valores Mobiliários. Aspectos Jurídicos do “*Insider Trading*”. Rio de Janeiro: 1978, p. 7.

Assim, vemos que a doutrina ensina e entende a amplitude da referida disposição, gerando a responsabilização de administradores por diversas pessoas relacionadas a este administrador.

Nota-se, portanto, que o administrador assume o dever de lealdade em relação a companhia, dever esse essencial para a sua correta governança e manutenção da confiança dos acionistas. Não poderá o administrador descumprir tais deveres assumidos perante a companhia e seus acionistas, sob pena das responsabilizações legais e administrativas aplicáveis a depender do caso concreto.

5.1 FATO RELEVANTE

Ficaria prejudicada a análise da prática do *Insider Trading* se não houver o entendimento acerca do “Fato Relevante”. O instituto do Fato Relevante está presente na regulamentação da Comissão de Valores Mobiliários e também na Lei das Sociedades por Ação. Nos termos do artigo 157, parágrafo 4º da referida lei:

Os administradores da companhia aberta são obrigados a comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembléia-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.²⁷

Observando o dispositivo legal acima, nota-se que devem os administradores de companhia aberta comunicar e divulgar atos e acontecimentos ocorridos na companhia aberta que possam “influir, de modo ponderável” sobre a compra ou venda de valores mobiliários emitidos pela companhia. Tal obrigação tem como uma de suas finalidades possibilitar os acionistas, de forma imediata, avaliar se devem movimentar sua carteira de ativos daquela companhia.

²⁷ BRASIL, 1976. Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976.

Mais do que isso, a norma acima visa também eliminar a chamada “assimetria informacional” entre os acionistas da companhia. A partir da ampla divulgação de acontecimentos relevantes que ocorreram na companhia, seria “extinta” a informação privilegiada e confidencial e, assim, estaria livre o mercado para oscilar as ações de emissão da companhia de acordo com seu entendimento.

Observa-se, também, a grande subjetividade da norma analisada. Ora, o que seria, conforme expressa a lei, um acontecimento que seja relevante e possa “influir, de modo ponderável” a compra ou venda de valores mobiliários? Uma transação que envolve valores na casa das dezenas de milhões, teria o mesmo impacto no dia a dia da de uma companhia multibilionária e de uma companhia com patrimônio de centenas de milhões? Por óbvio que não. A decisão do que deve ou não ser publicado como Fato Relevante depende, claramente, da interpretação dos administradores da companhia e de seus assessores jurídicos²⁸.

A Lei das Sociedades por Ação prevê uma hipótese em que a companhia não é obrigada a divulgar a informação relevante prevista caracterizada no parágrafo 4º do artigo 157. Tal hipótese está configurada no parágrafo 5º do referido artigo e diz respeito aos interesses estratégicos da companhia:

Os administradores poderão recusar-se a prestar a informação (§ 1º, alínea e), ou deixar de divulgá-la (§ 4º), se entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia, cabendo à Comissão de Valores Mobiliários, a pedido dos administradores, de qualquer acionista, ou por iniciativa própria, decidir sobre a prestação de informação e responsabilizar os administradores, se for o caso.²⁹

Assim, nota-se que, após a devida apreciação da Comissão de Valores Mobiliários acerca do tema, é dada a possibilidade da companhia não divulgar ao mercado determinada informação, mesmo que considerada relevante e que possa impactar diretamente os acionistas, se a divulgação de determinada informação conflitar com legítimo interesse da companhia.

²⁸ Salienta-se, entretanto, que mesmo que dependa da interpretação dos administradores para a publicação do Fato Relevante, caso a CVM entenda que houve abusos ou até imperícia quando da decisão, poderá, garantido claramente o contraditório, aplicar sanções à companhia e aos administradores responsáveis.

²⁹ BRASIL, 1976. Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976. Artigo 157.

Todavia, conforme será melhor elaborado no decorrer deste trabalho, com base no princípio estadunidense “*disclosure or refrain from trading*”, em tradução livre “divulgue ou se abstenha-se de negociar”, caso não seja divulgada determinada informação, com o aval da CVM, e os conhecedores da informação relevante negociem valores mobiliários se utilizando de tal informação, será claramente caracterizado o ilícito do *Insider Trading*, havendo a responsabilização do agente nas esferas administrativa, criminal e potencialmente na esfera cível.

As negociações de valores mobiliários poderão ser realizadas apenas após a devida divulgação da informação relevante quando os interesses da companhia assim permitirem, momento este em que será eliminada assimetria informacional e a situação de concorrência desleal, fazendo com que não seja observada a prática do *Insider Trading* em razão de tal divulgação.

O fato relevante é um dos conceitos centrais quando se fala sobre *Insider Trading*, visto que é através desse instituto que se elimina a assimetria informacional e a informação privilegiada (informação relevante ainda não divulgada ao mercado). Ocorrendo essa divulgação, não há mais que se falar de *Insider Trading*. Fora isso, é importante entender as obrigações de divulgação como um todo que, se descumpridas, podem gerar sanções por parte da Comissão de Valores Mobiliários, não se limitando esse dever exclusivamente ao *Insider Trading*.

6 A PRÁTICA DO INSIDER TRADING

Contextualizados os panoramas necessários para o melhor entendimento do contexto relacionado ao mercado de capitais brasileiro, bem como particularidades em relação aos administradores das companhias, a organização da Comissão de Valores Mobiliários e suas premissas, devemos, finalmente, “mergulhar” de fato na prática do *Insider Trading*.

6.1 CONCEITO

Primeiramente, para melhor conceituarmos a prática do *Insider Trading*, devemos trazer novamente neste capítulo a sua vedação constante no parágrafo 4º do artigo 155 da Lei das Sociedades por Ação, que diz que:

É vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários.³⁰

Segundo Maciel Müssnich³¹, a prática do *Insider Trading* é enfrentada com grande seriedade, não só no Brasil como no mundo. Isso se deve ao fato de que se fere um princípio de suma relevância no mercado de capitais: o da confiança dos investidores. Ao haver a chamada “assimetria informacional” e, conseqüentemente, o favorecimento de certos acionistas em relação aos demais, nota-se que se gera uma grande desconfiança do mercado em relação à governança da companhia; sendo a governança um dos principais aspectos para análise de investimento naquela determinada companhia.

Maciel Müssnich, ainda ensina que:

Com o *insider trading*, o participante do mercado negocia com base em informações ainda não divulgadas, com intenção de obter para si ou para terceiro uma vantagem indevida. Em um mercado que tem como objetivo a disseminação simétrica, perfeita de informação, o *insider trading* é um dos maiores ilícitos a serem combatidos.³²

Novamente, é destacado pela doutrina o quão danosa é a referida prática. Um dos princípios basilares do mercado de capitais é, novamente, a simetria informacional. Ou seja, quando, no curso dos negócios da companhia, um fato relevante ocorre, há o dever da administração de informar os acionistas, conforme mais bem explorado no capítulo anterior deste trabalho. Assim, espera-se que a totalidade dos acionistas da companhia, ou interessados nesta, tenham acesso simultâneo e imediato ao referido acontecimento, havendo a perfeita e simétrica informação.

³⁰ BRASIL, 1976. Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976. Artigo 155

³¹ MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. O insider trading no direito brasileiro. São Paulo: Saraiva, 2017, p. 19.

³² MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. op. cit. p. 19.

Quando há a prática do *Insider Trading*, essa simetria de informação é comprometida, fazendo com que esse importante princípio seja quebrado em relação àquela companhia. Isso porque, quando os detentores/receptores de informações privilegiadas, as utilizam de forma indevida, a vantagem obtida é indevida em relação ao restante dos acionistas/mercado, por não haver a possibilidade dos demais acionistas de saberem da ocorrência de tal fato relevante, que pode influir no preço das ações, bem como no *animus* de vender/comprar determinada quantidade de ações na referida companhia.

6.2 REQUISITOS PARA CARACTERIZAÇÃO

Mesmo após a conceituação do tema, é de suma importância o entendimento de quais requisitos devem estar presentes no caso concreto para a caracterização do ato/negociação de papéis como o ilícito de *Insider Trading*.

Maciel Müssnich³³ contabiliza três requisitos para a caracterização, são eles: a literal existência de uma informação que seja privilegiada e, claramente, ainda não divulgada ao mercado; o consequente acesso a tal informação privilegiada; e a intenção de negociar obtendo privilégio por conta da ciência da informação privilegiada.

Observa-se, de plano, que a partir dos requisitos elencados pelo autor, alguns são mais objetivos e fáceis de se identificar como, por exemplo, a existência da informação privilegiada, sendo mais simples de verificar, em eventual processo, a existência ou não da informação. Não é tão simples, por outro lado, de verificar de plano se o agente teve acesso a tal informação, ou se apenas poderia tê-lo; ou, ainda, se houve a efetiva negociação com base na informação privilegiada.

Tendo isso em mente, cabe aprofundarmos a análise de cada um dos requisitos, para um melhor entendimento das particularidades e caracterização do delito.

6.2.1. EXISTÊNCIA DE INFORMAÇÃO NÃO DIVULGADA AO MERCADO

³³ MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. O insider trading no direito brasileiro. São Paulo: Saraiva, 2017, p. 35.

A expressão estrangeira “*disclosure or refrain from trading*” aplica-se perfeitamente no contexto brasileiro. Quando o receptor/detentor da informação privilegiada e não divulgada ao mercado tem ciência ou gere esta, abre-se basicamente duas opções: a sua divulgação ao mercado, para gerar a simetria informacional em relação aos acionistas e/ou interessados na companhia ou a abstenção de negociar. Como já explorado anteriormente, nem sempre a companhia pode deixar de divulgar a informação, tendo em vista as obrigações de divulgação de fato relevante da Lei das Sociedades por Ação.

Conceitualmente falando, a “informação privilegiada é aquela, simultaneamente, relevante e sigilosa. Ou, na fórmula consagrada no parágrafo quarto do artigo 155 da Lei nº 6.404/76, é a ‘informação relevante ainda não divulgada’”³⁴. Novamente, é destacada a importância do referido artigo 157 da Lei das Sociedades por ação e a obrigação de divulgação do fato relevante.

Destaca-se, todavia, que o caráter sigiloso da informação não se confunde com o dever de divulgar. Segundo Maciel Müssnich³⁵, a característica do sigilo é transitória, sendo certo que a própria Lei das Sociedades por Ação exige a sua divulgação. Aqui, deve-se analisar o momento da concretização do ato que seja considerado relevante. Por exemplo, a celebração de contrato de compra e venda de outra sociedade, por companhia aberta, certamente deve ser divulgado, perdendo o seu caráter sigiloso; já as negociações da referida operação exemplificada, em estágio preliminar, ainda detêm o caráter sigiloso e não necessariamente precisam ser divulgadas, visto ser de interesse da companhia a sua não divulgação, em face do estágio preliminar e não concreto da informação.

Em suma, verificados os requisitos para caracterização de uma informação como privilegiada, considerando sua relevância com base no conceito presente na Lei das Sociedades por Ação e nos aspectos doutrinários, se observada sua existência e não

³⁴ MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. O insider trading no direito brasileiro. São Paulo: Saraiva, 2017, p. 36.

³⁵ MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. op. cit. p. 37.

tendo esta sido divulgada ao mercado, temos o requisito “inicial” para a configuração de um eventual ilícito de *Insider Trading*.

6.2.2. ACESSO À INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA

Caracterizada a existência de informação privilegiada e não divulgada ao mercado, conforme pode ser verificado com base nos critérios e conceitos explorados no item anterior, partimos para o segundo requisito para configuração do *Insider Trading*, o acesso à tal informação privilegiada. Esse requisito é claramente de mais difícil verificação, tendo em vista que certos membros da companhia tem o potencial de saber de determinada informação, mas não necessariamente tiveram acesso durante o curso da operação.

Na distinção do detentor ou receptor da informação privilegiada, o chamado *insider* – como será melhor conceituado e exploradas as suas classificações no capítulo 7 deste trabalho – a depender de sua classificação, conforme ensina Maciel Müssnich, poderá ter uma presunção de que “efetivamente detinham as informações privilegiadas, tendo em vista possuírem acesso direto a elas”³⁶. O autor ainda expressa que tal presunção não incide sobre os *insiders* secundários, que são os que recebem as informações dos primários e, portanto, conforme será melhor abordado, não possuem essa presunção de que tinham efetivo conhecimento da informação em razão de cargo ou função.³⁷

O autor ainda reitera a importância de que a negociação tenha sido realizada com base em informação privilegiada, aspecto esse já bastante explorado no presente trabalho.³⁸

6.2.3. NEGOCIAÇÃO PARA OBTENÇÃO DE VANTAGEM A PARTIR DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA

³⁶ MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. *O insider trading no direito brasileiro*. São Paulo: Saraiva, 2017, p. 47.

³⁷ MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. op. cit.

³⁸ MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. op. cit.

Seguindo a linha da doutrina, cabe aprofundarmos o último dos requisitos para a caracterização do *Insider Trading*, a efetiva negociação dos valores mobiliários, com objetivo de auferir vantagem em decorrência de determinada informação privilegiada.

Após a verificação existência de informação privilegiada, sendo esta uma informação relevante – que possa influir de modo ponderável a decisão dos acionistas de venderem ou comprarem valores mobiliários da companhia – que ainda não tenha sido divulgada ao mercado, e a verificação de que o agente, ou *insider*, tenha obtido conhecimento dessa informação privilegiada – seja por presunção de conhecimento em decorrência de seu cargo, seja por efetivo conhecimento em “primeira mão” decorrente de eventual desempenho de determinada função naquele assunto, ou seja por obtenção por meio de terceiros que obtiveram acesso à informação – finalmente, para a caracterização do ilícito de *Insider Trading*, devemos observar se o agente efetivamente negociou valores mobiliários se valendo da referida informação privilegiada a que teve acesso.

Segundo Maciel Müssnich:

A prática do delito de *insider trading* não se aperfeiçoa sem a efetiva verificação de negociação com a intenção do *insider* de realizá-la com o objetivo de obter vantagem utilizando a informação privilegiada à qual teve acesso. Trata-se do elemento subjetivo do ilícito, o *animus* que impele o agente a realizar a operação.³⁹

Assim, expõe o autor o elemento subjetivo do ilícito, ou seja, a vontade do agente de realizar a negociação com base em informação relevante ainda não divulgada ao mercado em que obteve acesso de forma privilegiada.

Um questionamento que deve ser explorado é se, após previstos os requisitos que caracterizam a prática do *Insider Trading* e a efetiva negociação de valores mobiliários pelo agente, se valendo de informação privilegiada a que teve acesso, caso

³⁹ MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. *O insider trading no direito brasileiro*. São Paulo: Saraiva, 2017, p. 48.

este não obtenha vantagem alguma ou não cause dano, da mesma forma deverá ser caracterizado o ilícito do *Insider Trading* e, conseqüentemente, deve o autor ser punido?

Analisando a “letra da lei”, parece-me que a interpretação mais adequada seria que sim, de fato o autor deve ser responsabilizado independentemente de vantagem auferida ou dano causado. Isso porque, o artigo 27-D da Lei nº 6.385/76 é claro ao dizer que o ilícito se caracteriza pela utilização de informação ainda não divulgada ao mercado que seja “capaz de propiciar [...] vantagem indevida” (meus grifos)⁴⁰. Assim, é possível chegar à interpretação de que o simples potencial da utilização da informação relevante em fazer com que determinada vantagem indevida seja auferida, já caracteriza o ilícito do *Insider Trading*.

Nos debruçando agora sobre o parágrafo 4º do artigo 155 da Lei nº 6.404/76, nota-se que a interpretação vai pela mesma linha. É expresso no referido dispositivo legal que a vedação se dá na utilização da informação privilegiada “com finalidade de auferir vantagem” (meus grifos)⁴¹. Ou seja, tal como na Lei nº 6.385/76, a norma legal acerca da prática presente na Lei nº 6.404/76 vai no mesmo sentido: explorar o potencial ou a finalidade da prática, o *animus* subjetivo do agente, pouco importando o resultado concreto da negociação indevida.

Importante observamos a opinião da doutrina sobre o assunto, que majoritariamente segue a interpretação exposta acima. Maciel Müssnich ensina que:

Preliminarmente, é preciso salientar que, embora seja relevante perquirir a intenção de obter vantagem, é absolutamente dispensável a concreta obtenção da vantagem almejada. A legislação não exige a materialização do dano para a caracterização do ilícito administrativo. [...] Assim, a mera realização da operação com o intuito de gerar dano (traduzido na intenção de auferir indevida vantagem) é fato grave o suficiente para fazer incidir as sanções disciplinares administrativas aplicáveis.⁴²

Maciel Müssnich ainda traz em sua obra o seguinte ensinamento da doutrina:

⁴⁰ BRASIL, 1976. Lei nº 6.385 de 07 de dezembro de 1976.

⁴¹ BRASIL, 1976. Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976.

⁴² MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. *O insider trading no direito brasileiro*. São Paulo: Saraiva, 2017, p. 48.

Mas a efetiva obtenção da vantagem não é integrante objetivo do tipo e por isso não deixará de haver violação da regra pelo fato de não se ter obtido vantagem na negociação. O resultado não é, portanto, requisito para haver a irregularidade. Basta a intenção, o dolo do agente em produzir o resultado. Seria, conforme a doutrina esclareceu, dolo por omissão, à medida que se procura obter uma vantagem valendo-se de uma informação não divulgada à outra parte da negociação.⁴³

Marcelo Cavali também acompanha o referido entendimento, ressaltando o potencial de aferição, pelo agente, da vantagem indevida:

O delito de uso indevido de informação privilegiada é formal, consumando-se com a realização da negociação com valores mobiliários, independentemente da produção de qualquer resultado distinto dessa conduta – como a obtenção de vantagem pecuniária. É que o tipo penal se refere à informação ‘capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida’, tornando clara a suficiência do *potencial* gerador de vantagem da informação.⁴⁴

A partir da análise da doutrina acima, bem como das disposições legais aplicáveis, fica claro o entendimento de que o ilícito do *Insider Trading* se configura, se presentes os requisitos, com a simples negociação com base em informação relevante ainda não divulgada ao mercado, dispensando, para tal, a efetiva aferição de vantagem ou geração de dano.

Importante notar também que a Comissão de Valores Mobiliários já firmou o entendimento nesse sentido, estando a jurisprudência alinhada com a doutrina nessa questão. No extrato de julgamento de Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2011/3665, de 2012 – processo esse que julgou a potencial prática de *Insider Trading* por *insiders* secundários, amigos pessoais de membro do conselho de administração de companhia que integrava o grupo econômicos de companhia aberta que anunciara fato relevante sobre potencial reorganização societária – a Diretora-Relatora Luciana Dias expressou o entendimento à época, em seu voto, de que:

Em segundo lugar, mesmo que os acusados não tivessem apurado lucro nas respectivas operações, como efetivamente ocorreu, já é consolidado o entendimento do Colegiado da CVM de que o lucro não é requisito necessário

⁴³ CAMPOS, p. 1.152-1.153, apud. MÜSSNICH.

⁴⁴ CAVALI, Marcelo Costenaro. *Insider Trading – Repressão Administrativa e Penal do Uso Indevido de Informação Privilegiada*. São Paulo: Quartier Latin, 2022.

para a caracterização do ilícito de uso indevido de informações privilegiadas. A efetiva consecução da vantagem não integra a caracterização do insider, basta, simplesmente, a negociação por qualquer pessoa que detenha informação privilegiada. Afasto, portanto, também essa linha de defesa.⁴⁵

Nota-se, portanto, que tanto a doutrina quanto a jurisprudência da Comissão de Valores Mobiliários estão alinhadas nesse ponto. Para a caracterização da prática do *Insider Trading*, basta a negociação de valores mobiliários valendo-se de informação privilegiada, independentemente de resultar em benefício financeiro, vantagem ou geração de dano a terceiros.

É importante inserir a ressalva, entretanto, que, conforme melhor explorado ao decorrer do presente trabalho, em que pese o dano não ser um requisito essencial para a caracterização do *Insider Trading*, gerando responsabilização nas esferas criminal e administrativa, é sim um requisito essencial para a possibilidade de indenização prevista no artigo 155, parágrafo 3º, da Lei nº 6.404/76, a terceiros prejudicados.

6.3 PRINCIPAIS ASPECTOS PENAIS

Após abordagem dos pontos acima, com o melhor entendimento sobre o conceito do ilícito e sobre os requisitos que fazem com que a prática seja caracterizada, é válido nos debruçarmos sobre os principais aspectos penais do *Insider Trading*.

Como será melhor explorado nos próximos itens do presente trabalho, a prática do *Insider Trading* gera a responsabilização não só penal do agente, mas também a responsabilização administrativa e cível. Todavia, entendo ser pertinente neste momento analisar os aspectos penais.

Segundo Áureo Natal de Paula, o bem jurídico tutelado pela norma presente no artigo 27-D da Lei do Mercado de Capitais seria o “regular funcionamento dos mercados de capitais”. Isso porque tais organizações que compõem o mercado de capitais não poderiam ser “ilaqueadas da fé pública que merecem”. Além disso, ainda complementa

⁴⁵ BRASIL, 2021. Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2011/3665. Rio de Janeiro.

que o bem imaterial (que não se confunde com o bem jurídico), consiste na informação relevante propriamente dita.⁴⁶

A discussão sobre o sujeito passivo é de suma importância para a análise da prática do *Insider Trading*. Isso porque a prática pode afetar toda a sociedade, e não apenas os interessados na companhia em que determinado agente obteve vantagem ilícita decorrente do uso de informações privilegiadas que teve acesso. Natal de Paula destaca que o sujeito passivo da prática seria:

Em especial os titulares de valores mobiliários e os investidores nesse mercado, e, em geral, toda a coletividade que se vê prejudicada pela insegurança dessa atividade que sofrerá o prejuízo em seus investimentos.⁴⁷

Assim, a partir dos ensinamentos da doutrina penal, nota-se que, por óbvio há sujeitos que são mais prejudicados com a prática do *Insider Trading*; e não haveria como ser diferente. Os acionistas da companhia, que efetivamente detêm participação na sociedade em questão – ao notarem que há agentes obtendo vantagem indevida às custas da companhia e conseqüentemente os administradores indo contra os deveres inerentes à sua função, como o dever de lealdade previsto no artigo 155 da Lei das Sociedades por Ação – são evidentemente os maiores prejudicados pelo ilícito. Os investidores em potencial que tenham interesse por uma eventual participação na companhia, também estão prejudicados tendo em vista que o agente, se descoberto, comprometeu o bem-estar daquela companhia. Os investidores em geral também se sentem inseguros, ao terem a ciência de que houve uma manipulação de mercado em companhias do mercado de capitais, fazendo com que haja um eventual temor futuro para o investimento em outras companhias. Por fim, a coletividade em geral fica prejudicada, tendo em vista que a companhia prejudicada teria comprometida a sua função social perante a sociedade, conforme o artigo 170 da Constituição da República Federativa do Brasil⁴⁸.

⁴⁶ PAULA, Áureo Natal de. Crimes Contra o Sistema Financeiro Nacional e o Mercado de Capitais. Curitiba: Juruá Editora, 2006, p. 27-28.

⁴⁷ PAULA, Áureo Natal de. op. cit., p. 29.

⁴⁸ BRASIL, 1988. Constituição da República Federativa do Brasil. Brasília, DF: Senado Federal: 1988. Artigo 170.

Interessante trazer também a conduta típica do crime. A doutrina entende que seja o uso, bem como empregar, aproveitar, ganhar ou lucrar com a informação privilegiada. É curioso o destaque da doutrina que tal vantagem não necessariamente precisa ser material, podendo também ser uma vantagem que dê ao agente uma amizade, ou um benefício sexual ou amoroso.⁴⁹

6.4 RESPONSABILIZAÇÃO – PENAL, ADMINISTRATIVA E CÍVEL

Após melhor elucidados os principais aspectos que compõe o conceito e a vedação à prática, e para melhor compreensão futura da jurisprudência que cerca o tema, vale destacarmos quais são as formas de responsabilização, tanto na esfera penal quanto nas esferas administrativa e cível. Para tal, é necessário voltarmos a leis e conceitos já anteriormente abordados, como a Lei das Sociedades por Ação e a Lei do Mercado de Capitais.

6.4.1. RESPONSABILIZAÇÃO PENAL

Na responsabilização penal, como já anteriormente introduzido, temos como pena prevista na Lei nº 6.385/76, ou Lei do Mercado de Capitais, em seu artigo 27-D, introduzido pela Lei nº 13.506/2017, em que é prevista a pena de reclusão, de 1 (um) a 5 (cinco) anos, podendo ainda ser incluída uma multa de até três vezes a vantagem obtida em decorrência do delito. Tal multa visa, claramente, desestimular a prática do ilícito, tendo em vista que na maior parte das vezes o ilícito é realizado com a intenção de auferir uma vantagem financeira, vantagem financeira essa que é retirada do agente através da multa. Não somente a vantagem ilícita é retirada como também, a depender da dosimetria da pena⁵⁰, pode ser deduzido o patrimônio lícito do agente, em vista do potencial da multa em chegar até três vezes a vantagem auferida.

⁴⁹ NATAL DE PAULA, Áureo. Crimes Contra o Sistema Financeiro Nacional e o Mercado de Capitais. Curitiba: Juruá Editora, 2006, p. 29.

⁵⁰ Conforme entendimento da jurisprudência comentada no decorrer deste trabalho.

Aqui, é interessante notar o parágrafo 1º do referido artigo, em que é exposta a figura do *insider primário*, que será explorada mais adiante no presente trabalho, tendo em vista que, segundo o referido parágrafo, também incorrerá na mesma pena o agente responsável por divulgar as informações a terceiro, informação privilegiada essa que o agente recebeu em razão do cargo. Nota-se que aqui se visa a coibição tanto do agente responsável pela negociação indevida dos valores mobiliários como também do responsável pela transmissão da informação privilegiada, a figura do *tipper*.

Por outro lado, em complemento ao parágrafo 1º, nota-se que a pena é aumentada em 1/3 (um terço) quando o crime do *caput* é cometido por agente que tenha o dever de sigilo sobre a informação privilegiada ainda não divulgada ao mercado (ao contrário do que recebeu de alguma fonte interna).

6.4.2. RESPONSABILIZAÇÃO CÍVEL

Após verificada a responsabilização penal, não poderíamos deixar de explorar a responsabilização cível acerca da matéria, que é de suma importância para o entendimento mais amplo acerca da responsabilização do agente.

Conforme podemos verificar pela Lei nº 6.404/76, ou Lei das Sociedades por Ação, o parágrafo 3º do artigo 155 é claro ao expressar que a pessoa que foi prejudicada no contexto de compra e venda de valores mobiliários, em vista de prática danosa de utilização indevida de valores mobiliários e de falha com os deveres de sigilo dos administradores, ou o *Insider Trading*, poderá esta pleitear indenização de perdas e danos (contanto que não tivesse conhecimento da informação privilegiada à data do prejuízo).

Esse artigo é de suma importância pois institui a responsabilidade civil à prática do *Insider Trading*. Em que pese ser um trabalho antigo, de 1978, anos posteriores à edição das Leis nº 6.385/76 e 6.404/76, é de grande contribuição para a presente exposição citar comentários do trabalho realizado por Norma Jonssen Parente, integrante da Superintendência Jurídica da Comissão de Valores Mobiliários à época, em que foram tecidos comentários sobre os “Aspectos Jurídicos do Insider Trading”.

Ensina que, em relação à responsabilidade civil, o parágrafo 3º do artigo 155 tem o intuito de:

Note-se que os dispositivos em exame pretenderam, a todo modo, garantir ao investidor a certeza de que, se prejudicado com a prática do “*insider trading*”, teria a correspondente indenização em perdas e danos e, ainda, impor ao administrador o encargo de, a duras penas, impedir que isso ocorra [...] Como vemos, o art. 155 da Lei nº 6.404/76 revela o interesse de restaurar o equilíbrio econômico-jurídico alterado pelo dano, havendo uma nítida presunção legal no sentido de imputar ao administrador a responsabilidade civil pelo prejuízo.⁵¹

Assim nota-se que a própria Comissão de Valores Mobiliários, autarquia responsável pela fiscalização do mercado de capitais e de tal prática, reconhece tal responsabilidade civil presente no artigo 155, parágrafo 3º, da Lei das Sociedades por Ação.

Ainda, é importante destacar que, segundo entende a doutrina de Maciel Müssnich, o dano é necessário para a caracterização do dever de indenizar, mas é dispensável para a que a caracterização do ilícito nas esferas administrativa e penal ocorra: “A existência de dano é elemento necessário para a caracterização de um dever de indenizar à parte prejudicada, mas não para produzir consequências em outros planos”.⁵²

É de grande importância, portanto, que se verifique o dano para que a responsabilização civil realmente incida no caso concreto e, conseqüentemente, haja a indenização da parte prejudicada.

6.4.3. RESPONSABILIZAÇÃO ADMINISTRATIVA

Abordadas as responsabilizações criminal e cível, cabe nos debruçarmos sobre a responsabilização administrativa, também fundamental para coibição e controle da prática do *Insider Trading*. Conforme já exposto no presente trabalho, a Comissão de Valores Mobiliários tem como competência regulamentar, de forma suplementar, a

⁵¹ PARENTE, Norma Jonssen. Aspectos Jurídicos do “*Insider Trading*”. Rio de Janeiro: 1978, p. 6.

⁵² MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. *O insider trading no direito brasileiro*. São Paulo: Saraiva, 2017, p. 48.

legislação acerca do tema, além de fiscalizar qualquer descumprimento de norma legal ou regulamentar pelos agentes em relação a valores mobiliários de companhias de capital aberto.

Conforme já abordado no Capítulo 4 desta exposição, a prática do *Insider Trading* é regulamentada pela Comissão de Valores Mobiliários em recente Resolução nº 44 de 23 de agosto de 2021. Em seu artigo 13, há a norma que define a prática do *Insider Trading* e eventuais presunções e disposições complementares, conforme já abordado no presente trabalho.

Interessante dispor, contudo, quais as consequências em caso de eventual caracterização da prática na esfera administrativa.

O artigo 19 da Resolução CVM nº44/2021 dispõe que “Considera-se infração grave, para os fins previstos no § 3º do artigo 11 da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, a infração às disposições desta Resolução”.⁵³

A Comissão de Valores Mobiliários, ao caracterizar a prática do *Insider Trading*, prevista no artigo 13 da referida resolução, como infração grave⁵⁴, demonstra o quão relevante e danosa é a prática para o mercado de valores mobiliários. Tal caracterização traz implicações substanciais na responsabilização administrativa do ato, podendo gerar penalidades graves como suspensões, inabilitações e proibições relativas ao mercado de capitais.

Os “fins previsto no § 3º do art. 11 da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976”, a que o artigo 19 da Resolução CVM nº 44/2021 se refere, são as penalidades constantes nos incisos IV a VIII do *caput* do artigo 11 da referida Lei nº 6.385/76, que são:

IV - inabilitação temporária, até o máximo de 20 (vinte) anos, para o exercício de cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários;

⁵³ BRASIL, 2021. Resolução CVM nº 44 de 23 de agosto de 2021, artigo 19, p. 16.

⁵⁴ E não apenas a prática do *Insider Trading*, mas também as demais obrigações relativas à divulgação de informações, de que trata a Resolução CVM nº 44/2021.

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

VI - inabilitação temporária, até o máximo de 20 (vinte) anos, para o exercício das atividades de que trata esta Lei;

VII - proibição temporária, até o máximo de vinte anos, de praticar determinadas atividades ou operações, para os integrantes do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários

VIII - proibição temporária, até o máximo de dez anos, de atuar, direta ou indiretamente, em uma ou mais modalidades de operação no mercado de valores mobiliários.

Ao contrário das sanções administrativas previstas em infrações de gravidade menor, a saber, a advertência e multa, em caso de responsabilização pela prática de *Insider Trading* há, além da multa, a possibilidade das sanções acima descritas. Tais sanções se mostram muito mais duras, podendo incidir inabilitações e proibições de até vinte anos.

Como pode-se observar na responsabilização penal, as penas previstas são de reclusão e multa. Na esfera administrativa, claramente não pode ser prevista a pena privativa de liberdade, mas poderá, entretanto, proceder-se na aplicação de sanções de modo a evitar por décadas que o agente novamente negocie valores mobiliários ou exerça cargos de confiança em companhias abertas.

É o caso do Processo Administrativo Sancionador CVM nº SP2007/0117⁵⁵. Essa decisão é de importância enorme para o presente trabalho por dois motivos. Primeiramente, trata-se de processo administrativo referente ao mesmo caso do primeiro precedente de condenação penal pelo crime de *Insider Trading* no Brasil, o caso Sadia e Perdigão, mostrando, assim, a real relação entre as duas esferas. O segundo motivo é que a punição aplicada ao acusado foi diversa da multa, mas consistiu na inabilitação temporária, pelo prazo de 5 anos, para o exercício de cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta. Em vista da grande relevância do caso concreto acima, ele será melhor explorado no item 8.1 do presente trabalho. Todavia, em suma,

⁵⁵ BRASIL, 2008. Processo Administrativo Sancionador CVM nº SP2007/0117. Rio de Janeiro.

no referido processo administrativo, um membro do Conselho de Administração da Sadia S.A., munido de informação privilegiada ainda não divulgada ao mercado sobre a possível aquisição, pela Sadia S.A., de 50% das ações de emissão da Perdigão S.A., uma das maiores concorrentes da Sadia S.A. à época. Com base nessa informação, houve uma valorização dos papéis da Sadia S.A., beneficiando o administrador.

Para os fins do presente capítulo, é interessante notar que a CVM aplicou a punição de “inabilitação temporária pelo prazo de cinco anos para o exercício do cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta ao acusado [...], por infração ao art. 155, § 1º, da Lei nº 6.404/76” além de “determinar, em face da presença de indícios de prática de crime de ação penal pública, o envio de ofício ao Ministério Público comunicando o resultado da sessão de julgamento”; demonstrando assim as punições administrativas consideradas graves e a comunicação direta da esfera penal com a esfera administrativa.

7 INSIDER

Em vista da melhor conceituação e entendimento sobre o tema do *Insider Trading*, inclusive no entendimento de seus requisitos para caracterização, cabe. Nos debruçarmos, nesse momento, sobre a figura do *Insider*.

Em que pese o já detalhamento, no presente trabalho, sobre o que a legislação e a regulamentação consideram como pessoas que obtiveram o acesso a informação, bem como as presunções de acesso e conhecimento de determinado assunto, em função do cargo, e já tendo sido explorado nesta exposição quais integrantes da companhia se enquadrariam nas causas de aumento de pena trazidas pela legislação, é importante dissertar, nesse momento, sobre a visão mais conceitual das figuras dos *Insiders*.

Evidentemente, é de grande importância nos atermos às particularidades da “letra da lei” brasileira, mas a análise conceitual da prática do *Insider Trading*, como uma problemática mundial é primordial para o amplo entendimento do tema.

7.1 INSIDER PRIMÁRIO

O chamado *insider* primário consiste, basicamente, na pessoa em que obtém a informação privilegiada em “primeira mão”. Tal obtenção é viabilizada pelo seu papel desempenhado na companhia ou em relação ao acontecimento relevante, possibilitando assim a ciência de determinada informação relevante que ainda não tenha sido divulgada ao mercado e, portanto, de forma privilegiada. Marcelo Cavali ensina que: “Para os *insiders* primários, o conhecimento da informação privilegiada está vinculado diretamente ao papel (função, ofício, trabalho, etc.) que ocupam, o qual lhes confere acesso imediato à notícia”.⁵⁶

A doutrina⁵⁷ ainda entende existir subclasses em relação aos *insiders* primários. Basicamente, há a divisão entre: (i) os *insiders* corporativos, que fazem parte da estrutura da companhia em questão, como por exemplo os diretores e conselheiros que, em razão de seu cargo, são os primeiros a saber de determinada informação relevante, por estarem intimamente ligados nas ações da companhia que levaram àquele acontecimento; (ii) os *insiders* temporários, que são aqueles que não fazem parte da estrutura da companhia, como fazem os corporativos, mas que em razão de função ou relação mantidos com a companhia em determinada finalidade, têm acesso à informação privilegiada. Exemplificando, é o caso de advogados que em determinada operação de reorganização societária envolvendo companhia aberta, sabem que tal reorganização irá acontecer antes da divulgação para o mercado em geral; e, por fim (iii) os *insiders* não institucionais, que têm relação totalmente externa à companhia mas, por determinada razão, obtém acesso à informação privilegiada, como é o caso de, por exemplo, funcionários públicos que acessam informações relevantes não divulgadas ao mercado em virtude de eventual fiscalização da companhia.

7.2 INSIDER SECUNDÁRIO

⁵⁶ CAVALI, Marcelo Costenaro. *Insider Trading – Repressão Administrativa e Penal do Uso Indevido de Informação Privilegiada*. São Paulo: Quartier Latin, 2022, p. 228.

⁵⁷ CAVALI, Marcelo Costenaro. *Insider Trading – Repressão Administrativa e Penal do Uso Indevido de Informação Privilegiada*. São Paulo: Quartier Latin, 2022, p. 228, 229.

Sobre a figura do *insider* secundário, são aqueles que, de fato, não pertencem à estrutura da companhia e não possuem o acesso à informações privilegiadas de forma autônoma. Diferentemente do *insider* primário que, conforme explicado acima, possui maneiras de acessar diretamente a informação relevante ainda não divulgada ao mercado – seja por fazer parte da estrutura da companhia, de forma institucional ou temporária, ou por exercício de função mesmo que externa à estrutura da companhia – o *insider* secundário necessita receber a informação do *insider* primário.

Há nesse caso, também, duas subclasses de *insiders* secundários: (i) os chamados de *tippees*, que são os que recebem a informação (*tip*) do *insider* primário (*tipper*); e (ii) “aqueles que obtêm a informação casualmente, como o garçom ou o taxista que escutam uma conversa sigilosa e assim tomam ciência da notícia”⁵⁸.

Na situação do *insider* secundário que recebe a *tip* do *insider* primário, cabe relacionar brevemente com um conceito já trazido aqui, o da transmissão de informação privilegiada. Vale lembrar que tal conduta também é tipificada como criminosa pela Lei nº 6.385/76, em seu parágrafo 1º, artigo 27-D

Ou seja, como já melhor aprofundado neste trabalho, o parágrafo 1º do referido dispositivo legal é claro ao expressar que, mesmo que o *insider* primário, ou *tipper*, não cumpra todos os requisitos para caracterização do ilícito do *Insider Trading*, a saber, a efetiva negociação dos valores mobiliários, caso este repasse essa informação a terceiro, gerando um *insider* secundário, ou *tippee*, tal *insider* primário incorrerá na mesma pena prevista a quem efetivamente negociou os valores mobiliários se valendo de tal informação privilegiada.

8 CASOS NOTÓRIOS DE INSIDER TRADING

Conforme expresso por estudiosos⁵⁹, é recente a jurisprudência penal brasileira em relação a decisões que versam sobre o ilícito do *Insider Trading*. Para fins do presente trabalho, vale destacar alguns casos importantes sobre *Insider Trading* que,

⁵⁸ CAVALI, Marcelo Costenaro. *Insider Trading – Repressão Administrativa e Penal do Uso Indevido de Informação Privilegiada*. São Paulo: Quartier Latin, 2022, p. 229.

⁵⁹CAVALI, Marcelo Costenaro. op. cit., p. 253.

além de mostrar o comportamento dos tribunais em relação ao tema, traz suporte aos conceitos doutrinários aqui apresentados. A exposição será feita de forma sucinta e com base no estudo do caso por autores que publicaram obras acerca do tema de *Insider Trading*.

8.1 CASO PERDIGÃO E SADIA

O caso do presente item se trata sobre o uso de informações privilegiadas, e consequente prática do ilícito do *Insider Trading*, no contexto da Oferta Pública de Aquisição pelo controle (de ao menos 50% das ações de emissão) da Perdigão S.A. (Perdigão), realizada pela Sadia S.A. (Sadia), de mesmo seguimento de mercado, que foi realizada em 2006. O precedente é extremamente relevante por se tratar da primeira condenação penal no Brasil pelo ilícito de *Insider Trading*, sendo um *leading case* fundamental para o entendimento da jurisprudência brasileira.

Para a melhor análise do extenso processo penal, passo a citar e comentar as disposições da obra de Marcelo Costenaro Cavali⁶⁰, que se debruçou sobre os principais aspectos do caso.

O uso de informações privilegiadas se deu pelo fato de que membros da alta administração da Sadia (membro do Conselho de Administração e Diretor de Relações com Investidores) e um funcionário do banco ABN Amro Bank, que assessorava a operação à época, negociaram valores mobiliários da Perdigão na Bolsa de Valores de Nova York, antes da divulgação da operação ao mercado em geral, de forma a ocorrer a valorização dos papéis quando da publicação da notícia. Um dos *insiders*, ainda, negociou os valores mobiliários novamente quando da ciência de que a operação seria cancelada e, novamente, antes que a referida informação fosse divulgada ao mercado.

Alguns aspectos interessantes que sustentam o elaborado nos capítulos acima do presente trabalho. Primeiramente, a expectativa de realização da operação já é em si

⁶⁰ CAVALI, Marcelo Costenaro. *Insider Trading – Repressão Administrativa e Penal do Uso Indevido de Informação Privilegiada*. São Paulo: Quartier Latin, 2022, p. 253 - 257.

considerada um fato relevante e, conseqüentemente, se torna uma informação privilegiada até a sua divulgação ao mercado em geral.

À época, decidiu-se também que a “informação relevante” deve ser extraída tanto das disposições do artigo 155, parágrafo 1º, da Lei das Sociedades por Ação, como também do artigo 2º da Instrução CVM nº 358/2002 (atual artigo 2º da Resolução CVM nº 44/2021), ou seja, como melhor explorado nos capítulos anteriores deste trabalho, fazendo referência à cotação dos valores mobiliários, a decisão de compra e venda de ações da companhia e a decisão de exercício de direitos detidos pelos titulares daquelas ações.

Novamente corroborando com o entendimento da doutrina e da Comissão de Valores Mobiliários apresentado nos capítulos anteriores, entendeu-se que a prática do *Insider Trading* independe da efetiva obtenção da vantagem pretendida, sendo apenas a negociação de valores mobiliários da companhia valendo-se de informação privilegiada suficiente para a caracterização.

É interessante notar, sob a ótica penal, que a fórmula de cálculo da multa decidida pelas instâncias comuns e mantida pelas instâncias superiores vai no sentido de que a multa a ser aplicada deve ser proporcional ao cálculo e fixação da pena privativa de liberdade.

Por fim, firmou-se uma proposta de suspensão condicional do processo em relação ao membro do ABN Amro Bank, foi reconhecida a prescrição da punibilidade de membro do Conselho de Administração da Sadia e condenado, em 2016, o Diretor de Relação com Investidores da Sadia a “2 anos, 6 meses e 10 dias de reclusão, além de pagamento de multa de R\$ 349,7 mil”⁶¹

8.2 CASO OSX

⁶¹ CONSULTOR JURÍDICO (Conjur). Informação Privilegiada. Ex-diretor da Sadia é o primeiro condenado no Brasil por *insider trading*. 22 de fevereiro de 2016, às 14:00. Disponível em: <<https://www.conjur.com.br/2016-fev-22/stj-profere-primeira-condenacao-insider-trading-brasil>>. Acesso em 30 de outubro de 2022, às 16:29.

Outro precedente penal interessante para ser explorado no presente trabalho é o Caso OSX, devido ao fato de que o réu foi condenado não pela obtenção de vantagem, mas por evitar o futuro prejuízo. Novamente, irei me valer do estudo da obra de Marcelo Cavali⁶² para tecer comentários desse caso.

O acusado foi condenado não somente pela prática de *Insider Trading* mas também pelo delito de manipulação de mercado em relação a uma companhia de construção naval denominada “OSX”.

No que toca o *Insider Trading*, delito aqui explorado, o acusado ficou ciente, em reunião realizada pela companhia, de que a exploração de petróleo em certos campos seria inviável. Assim, ciente de tal informação e, antes da divulgação ao mercado, alienou um número considerável de ações da referida companhia a fim de evitar prejuízos decorrentes da divulgação da má notícia ao mercado.

Foi condenado, assim, pelo delito de *Insider Trading* (ou uso indevido de informação privilegiada) nos termos do artigo 27-D da Lei nº 6.385/1976, a quatro anos de reclusão e multa equivalente a três vezes o valor da vantagem ilícita obtida.

9 CONCLUSÃO

Em face da análise das disposições constantes no presente trabalho, é possível chegarmos a conclusões interessantes sobre a matéria e o cenário brasileiro acerca do tema. Nota-se a existência de diversas disposições legislativas e regulamentares sobre o delito que, conforme a evolução normativa, foram ganhando mais rigidez e tratando o ilícito de forma mais específica e clara.

A jurisprudência penal brasileira sobre o *Insider Trading*, embora recente e não muito abundante, parece seguir o mesmo caminho, de forma harmônica, trazendo uma certa segurança jurídica acerca do tema. Com o constante aumento de companhias que abrem seu capital no Brasil, é possível imaginar que a tendência é de que a jurisprudência brasileira fique cada vez mais completa.

⁶² CAVALI, Marcelo Costenaro. *Insider Trading – Repressão Administrativa e Penal do Uso Indevido de Informação Privilegiada*. São Paulo: Quartier Latin, 2022, p. 260 - 261.

A doutrina analisada segue entendimentos similares acerca do conceito, requisitos, caracterização e definições sobre a matéria, caminhando ao lado das normas que compõe o delito.

Os administradores de companhias abertas, uma das principais classes de *insiders*, possuem diversos deveres legais em relação às companhias e, caso pratiquem o *Insider Trading*, estarão descumprindo-os de maneira evidente.

O tema, com certeza, é bastante atual para o mercado de capitais brasileiro e, por isso, faz-se importante a constante evolução da doutrina e da jurisprudência acerca do delito. No contexto que global que vivemos, em que a comunicação e a transmissão de informações é cada vez mais dinâmica, a comunidade científica deve ter a problemática do *Insider Trading* em mente, sendo de grande importância para o direito brasileiro, conversando não só com a área penal, mas também com a área cível e administrativa.

Com base na doutrina, na jurisprudência e nas normas relativas ao *Insider Trading*, entende-se que a prática quebra a relação de confiança necessária para a existência harmônica do mercado de capitais, podendo comprometer não apenas determinada companhia ou seus acionistas, mas o mercado e os interessados como um todo. Trata-se, assim, de um ilícito que deve ser fiscalizado e coibido ao máximo, com a colaboração entre a Comissão de Valores Mobiliários e o Ministério Público.

“Ao lesar o investidor, termina também por minar o próprio mercado de capitais, cuja base está na confiança e lisura das próprias relações”.⁶³

⁶³ COSTA, Angelo Augusto; MORAES, Renato José de. *Insider trading*. Revista dos Tribunais, São Paulo, v. 723, p. 695, jan. 1996, apud, MÜSSNICH.

10 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BRASIL, 1965. Lei nº 4.728 de 14 de julho de 1965.

BRASIL, 1976. Lei nº 6.385 de 7 de dezembro de 1976.

BRASIL, 1976. Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976.

BRASIL, 1988. Constituição da República Federativa do Brasil. Brasília, DF: Senado Federal: 1988.

BRASIL, 2002. Instrução CVM nº 358, de 03 de janeiro de 2002 (REVOGADA).

BRASIL, 2008. Processo Administrativo Sancionador CVM nº 24/05. Rio de Janeiro.

BRASIL, 2008. Processo Administrativo Sancionador CVM nº SP2007/0117. Rio de Janeiro.

BRASIL, 2021. Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2011/3665. Rio de Janeiro.

BRASIL, 2021. Resolução CVM nº 44 de 23 de agosto de 2021.

CAMPOS, p. 1.152-1.153, apud. MÜSSNICH.

CAVALI, Marcelo Costenaro. Insider Trading – Repressão Administrativa e Penal do Uso Indevido de Informação Privilegiada. São Paulo: Quartier Latin, 2022.

CONSULTOR JURÍDICO (Conjur). Informação Privilegiada. Ex-diretor da Sadia é o primeiro condenado no Brasil por *insider trading*. 22 de fevereiro de 2016, às 14:00. Disponível em: <<https://www.conjur.com.br/2016-fev-22/stj-profere-primeira-condenacao-insider-trading-brasil>>. Acesso em 30 de outubro de 2022, às 16:29.

COSTA, Angelo Augusto; MORAES, Renato José de. Insider trading. Revista dos Tribunais, São Paulo, v. 723, jan. 1996, apud, MÜSSNICH.

EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A Comentada, Volume III, 3ª Edição. São Paulo: Quartier Latin do Brasil, 2021.

FILHO, Alfredo Lamy. PEREIRA, José Luiz Bulhões. Direito das Companhias, 2ª Edição. Editora Forense.

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

PARENTE, Norma Jonssen. Comissão de Valores Mobiliários. Aspectos Jurídicos do “*Insider Trading*”. Rio de Janeiro: 1978.

PAULA, Áureo Natal de. Crimes Contra o Sistema Financeiro Nacional e o Mercado de Capitais. Curitiba: Juruá Editora, 2006.