

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
FACULDADE DE DIREITO
DEPARTAMENTO DE DIREITO PRIVADO E PROCESSO CIVIL

LOURENÇO BORGES BERTHIER BRASIL

INSIDER TRADING: A DISCUSSÃO PROBATÓRIA E O NOVO REGIME DE PRESUNÇÕES
TRAZIDO PELA RESOLUÇÃO CVM Nº 44/2021

PORTO ALEGRE

2021

LOURENÇO BORGES BERTHIER BRASIL

***INSIDER TRADING: A DISCUSSÃO PROBATÓRIA E O NOVO REGIME DE PRESUNÇÕES
TRAZIDO PELA RESOLUÇÃO CVM Nº 44/2021***

Trabalho de conclusão de curso de graduação apresentado à Faculdade de Direito da Universidade Federal do Rio Grande do Sul como requisito para a obtenção do título de Bacharel em Ciências Jurídicas e Sociais.

Área de habilitação: Direito Privado

Orientador: Professor Doutor Rafael de Freitas Valle Dresch

PORTO ALEGRE

2021

LOURENÇO BORGES BERTHIER BRASIL

**INSIDER TRADING: A DISCUSSÃO PROBATÓRIA E O NOVO REGIME DE PRESUNÇÕES
TRAZIDO PELA RESOLUÇÃO CVM Nº 44/2021**

Trabalho de conclusão de curso de graduação
apresentado à Faculdade de Direito da
Universidade Federal do Rio Grande do Sul como
requisito para a obtenção do título de Bacharel em
Ciências Jurídicas e Sociais.

Aprovado em 29/11/2021

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. Rafael de Freitas Valle Dresch

Universidade Federal do Rio Grande do Sul

Prof. Dr. André Perin Schmidt Netto

Universidade Federal do Rio Grande do Sul

Prof. Dr. Alexandre Schmitt da Silva Mello

Universidade Federal do Rio Grande do Sul

***A minha esposa e eterno amor, Isabela, alma
deste projeto e exemplo de vida.***

“Many that live deserve death. And some that die deserve life. Can you give it to them? Then do not be too eager to deal out death in judgement. For even the very wise cannot see all ends”

J.R.R. Tolkien, *The Fellowship of the Ring*

RESUMO

O *insider trading* consiste no uso de informações relevantes e privilegiadas em negociação no mercado de capitais com o intuito de obter vantagem indevida, para si ou para outrem. A consequência do *insider trading*, e por isso o esforço por sua repressão nas diversas áreas de impacto (civil, penal e administrativa), é a perda da confiança, por parte de investidores, no mercado de capitais, em razão da assimetria informacional. Para embasar tais condenações, a Instrução CVM nº 358/02, revogada pela Resolução nº 44/2021, exigia a existência de provas concretas, ainda que indiciárias, capazes de indicar a existência dos requisitos necessários para a condenação por parte da CVM. Com essa nova Resolução, todavia, passou a ser permitidas condenações com base em presunções cumulativas. Desse modo, o objetivo desse trabalho consiste em analisar o novo regime de presunções permitido pela nova Resolução para embasar as condenações pelo ilícito de *insider trading*. Para tanto, será analisada a origem dessa prática, o arcabouço normativo sobre o tema, bem como a evolução nas decisões da CVM, com um enfoque para o tema da prova indiciária. O que se verificou é que, mesmo em um contexto normativo em que a norma vigente pressupunha e exigia a existência de provas concretas do ilícito por parte da acusação, a análise dos julgados de processos administrativos sancionadores já indicava uma tendência de flexibilização dos critérios utilizados pela CVM para a condenação por *insider trading*, com a utilização cada vez mais frequente de presunções, o que acarretou a positivação desse entendimento na Resolução nº 44/21.

Palavras Chave: Direito Societário. Mercado de Capitais. Mercado de Valores Mobiliários. *Insider trading*. Uso indevido de informações privilegiadas. Comissão de Valores Mobiliários. Resolução CVM n.º 44/2021.

LISTA DE ABREVIATURAS

CF	Constituição Federal de 1988
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
STF	Supremo Tribunal Federal
PAS	Processo Administrativo Sancionador
Resolução 44	Resolução CVM n.º 44/2021
LSA ou Lei das S.A.	Lei 6.404/1976
Art.	Artigo

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	10
1 UMA BREVE ANÁLISE DO MERCADO DE CAPITAIS E DA ORIGEM DO <i>INSIDER TRADING</i>	13
1.1. O MERCADO DE CAPITAIS.....	13
1.1.1 Conceito de Mercado de Capitais	13
1.1.2 Objetivos e Princípios do Mercado de Capitais	16
1.1.3 Conceito de <i>Insider Trading</i>	17
1.2 A ORIGEM DO <i>INSIDER TRADING</i>	19
1.2.1 A Separação entre Propriedade e Gestão	19
1.2.2 A Assimetria das Informações	21
1.2.2.1 O Dever de Informação.....	22
1.2.2.2 O Dever de Lealdade	24
2 O TRATAMENTO LEGAL DO <i>INSIDER TRADING</i> NO DIREITO BRASILEIRO	26
2.1 DISCUSSÃO ACERCA DA NECESSIDADE OU NÃO DE REPRESSÃO AO <i>INSIDER TRADING</i>	26
2.1.1 Argumentos a Favor da Legalização do <i>Insider Trading</i>	27
2.1.2 Argumentos a Favor da Vedação ao <i>Insider Trading</i>	31
2.2 A REPRESSÃO AO <i>INSIDER TRADING</i> NO DIREITO BRASILEIRO	34
2.3 EVOLUÇÃO E PANORAMA LEGISLATIVO	36
2.4. REQUISITOS PARA A CONFIGURAÇÃO DA PRÁTICA DE <i>INSIDER TRADING</i>	41
2.4.1 A Existência de Informação Relevante Ainda não Divulgada ao Mercado	42
2.4.2 O Acesso Privilegiado à Informação Relevante.....	44
2.4.3 Utilização de informação privilegiada na negociação de ações com a intenção de obter vantagem indevida.....	47
3 A PROVA INDICIÁRIA: INDÍCIOS, PRESUNÇÕES E ANÁLISE DA JURISPRUDÊNCIA	50
3.1 PROVA INDIRETA.....	52
3.1.1 Prova Indiciária	53
3.1.2 Meros Indícios.....	55
3.2 ANÁLISE DE CASOS EMBLEMÁTICOS	57
3.2.1 Caso MTC do Brasil	57
3.2.2 Caso Bahema: PAS CVM nº 24/2005.....	59
3.2.3 Caso Brahma/Ambev: PAS CVM n.º 13/2000.....	61
3.3 PROBLEMÁTICA DO USO DA PROVA INDICIÁRIA ANALISADA NOS CASOS TRAZIDOS	62

4 A RESOLUÇÃO CVM Nº 44 E A PROBLEMÁTICA DO NOVO REGIME DE PRESUNÇÕES	66
4.1 CONTEXTO E PRINCIPAIS MUDANÇAS ADVINDAS COM A RESOLUÇÃO CVM Nº 44, DE AGOSTO DE 2021.....	66
4.2 REGIME DE PRESUNÇÕES INSTITUÍDO PELA RESOLUÇÃO.....	69
4.2.1 Comentários Gerais sobre o Regime de Presunções	69
4.2.2 Presunção de Acesso à Informação Relevante ainda não Divulgada (Art. 13, § 1º, II e III)	74
4.2.3 Presunção de Relevância da Informação (Art. 13, § 1º, IV e V).....	76
4.2.4 A presunção de uso com intuito de obter vantagem indevida e a inversão do ônus probatório (Art. 13, § 1º, I).....	79
CONCLUSÃO	83
REFERÊNCIAS	85

INTRODUÇÃO

Em agosto de 2021 a Comissão de Valores Mobiliários brasileira elaborou uma nova Resolução para regular o tratamento e julgamento da prática conhecida como *insider trading*.

A prática de *insider trading* consiste, em suma, no uso de informações privilegiadas na compra e venda de ações, a fim de obter vantagem indevida. Assim define a CVM essa prática:

O uso indevido de informação privilegiada ou insider trading ocorre quando alguém utiliza informação relevante de que tenha ciência e que ainda não tenha sido levado ao conhecimento dos investidores, com o fim de obter, para si ou para outrem, algum tipo de vantagem na negociação com valores mobiliários¹.

Essa prática é vedada em função de que, no mercado de capitais brasileiro, a regra é que todas as informações relevantes relativas ao emissor devem ser disponibilizadas a todo o público ao mesmo tempo, sendo que essas informações devem ser verdadeiras e claras (*full and fair disclosure*)². Nesse sentido, no Brasil tal prática também é tipificada como crime, de acordo com o artigo 27-D da Lei 6385/1976³.

A fim de condenar tal prática, a convicção do juiz ou da autoridade administrativa sancionada sobre a prática de *insider trading* deveria ser haurida de dois elementos: 1) a existência de fato relevante ainda não divulgado ao público; 2) a compra e venda, pelos *insiders*, de valores mobiliários emitidos pela companhia no período que medeia entre a posse da informação sigilosa e a sua divulgação junto ao público⁴.

Ocorre, todavia, que após se realizar uma breve pesquisa de processos de *insider trading* julgados pela CVM, observou-se que os critérios utilizados para a

¹ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Uso Indevido de Informação Privilegiada (Insider Trading)**. 1. ed., Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, p. 15.

² *Ibidem*, p. 7.

³ (...) 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. (...).

BRASIL. Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Planalto.

⁴ CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. 6. ed. São Paulo: Saraiva, 2014. p.443. v.3.

condenação dos supostos *insiders* não são claros e, em muitos casos, têm como fundamento a presunção de conhecimento o que acarreta, muitas vezes, uma completa inversão do ônus da prova, a qual torna complicada a defesa dos acusados em razão da dificuldade em se apresentar prova negativa para referido ilícito.

A discussão a respeito dos critérios utilizados pela CVM para identificar e condenar os casos com suposta utilização de informação privilegiada é complexa e sutil - pela própria natureza de sua prova - o que demanda, não obstante a sua complexidade, critérios claros para a sua caracterização, como forma de permitir a ampla defesa dos acusados e a segurança jurídica ao mercado como um todo - devendo-se ter em conta as fortes punições da CVM aos condenados - sob pena de se tornar um verdadeiro processo kafkiano.

Diante desse cenário, o presente trabalho tem como objetivo, em um primeiro momento, analisar, por meio da doutrina e da análise legislativa, o panorama do mercado de capitais no Brasil, bem como a origem e evolução de sua repressão na legislação. Além disso, posteriormente, analisar também, através da doutrina, da análise da jurisprudência da CVM e de análise normativa, os critérios utilizados pela CVM para embasar as condenações pela utilização de informação privilegiada, destacando-se o conceito da chamada prova indiciária, que consubstancia a maior parte das condenações.

Nesse sentido, é importante mencionar que, em agosto de 2021, a CVM revogou a Instrução CVM n.º 358, por meio da edição da Resolução CVM n.º 44, de 23 de agosto de 2021, ocasião que ensejou uma série de modificações na regulamentação da prática de *insider trading*, sendo acrescentados comandos que agora trazem a noção de presunções na análise de casos de *insider trading*, termo que não constava da Instrução anterior.

Assim, com o advento muito recente da alteração do regime de presunções, também serão analisados os novos requisitos inseridos na norma e a adequação dos remédios e critérios utilizados à efetiva prevenção do ilícito de utilização de informação privilegiada.

No primeiro capítulo, far-se-á um breve histórico acerca do funcionamento e das funções do mercado de capitais, bem como do panorama de surgimento do *insider trading* no contexto desse mercado. Ainda, buscará aqui se fazer um conceito inicial do *insider trading* e da importância e regulamentação de seu componente central: a informação.

No segundo capítulo, já conceituado o *insider trading*, analisar-se-á o tratamento jurídico dado ao fenômeno no Brasil, buscando-se aqui trazer o debate - bastante polêmico - acerca dos benefícios e desvantagens de sua repressão, bem como os critérios e as modalidades definidas pela norma brasileira ao regular o tema.

No terceiro capítulo, será apresentado um estudo de casos emblemáticos sobre o tema, tomando-se para isso os julgamentos de processos administrativos sancionadores pela CVM, com o objetivo de se elencar quais foram os requisitos utilizados para embasar a condenação ou absolvição pelo ilícito de *insider trading*, bem como a evolução do tratamento dado pela CVM aos requisitos capazes de ensejar a condenação por *insider trading*, mais especificamente para os casos de *insiders* secundários.

Por fim, no quarto capítulo, visar-se-á (i) analisar as alterações promovidas pela Resolução CVM nº 44/21 (ii) apresentar o novo regime de presunções instituído pela referida Resolução e as implicações práticas destas (iii) abordar criticamente o novo regime imposto pela Resolução CVM nº 44/21⁵, relativamente às presunções do julgador para a determinação da condenação de *insider trading*, analisando-se também se as alterações trazidas pela CVM refletem somente “a formalização de critérios largamente estabelecidos na jurisprudência”, conforme definido por esta, ou se trazem critérios novos e adequados à repressão do ilícito.

⁵ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Resolução CVM 44. Dispõe sobre a divulgação de informações sobre ato ou fato relevante [...].

1 UMA BREVE ANÁLISE DO MERCADO DE CAPITAIS E DA ORIGEM DO *INSIDER TRADING*

1.1 O MERCADO DE CAPITAIS

O sistema financeiro de qualquer sociedade econômica moderna, em maior ou menor grau de desenvolvimento, pode ser conceituado como o conjunto de instituições e instrumentos que viabilizam o fluxo financeiro entre os poupadores e os tomadores de recursos na economia⁶. Ocorre que o modelo tradicional de intermediação financeira não foi capaz de suprir todas as demandas existentes no mercado, motivo pelo qual se desenvolveram novos ativos financeiros e características operacionais específicas para cada tipo de demanda. Assim, o mercado financeiro segmentou-se em quatro grandes mercados⁷: 1) mercado monetário, 2) mercado de crédito, 3) mercado de câmbio, e 4) mercado de capitais. Este último segmento do mercado financeiro servirá como pano de fundo da discussão proposta no presente trabalho.

1.1.1 Conceito de Mercado de Capitais

Segundo Nelson Eizirik⁸, a expressão “mercado de capitais” pode comportar definições tanto amplas quanto estreitas. Uma definição ampla seria equiparar o mercado de capitais ao mercado financeiro; já uma definição estreita, equipara-o a um subsistema do mercado financeiro (ou “mercado de valores mobiliários”). Esta última definição trazida - a qual será utilizada como parâmetro para a expressão “mercado de capitais” na presente pesquisa - pode ser complementada pelo entendimento de que o mercado de valores imobiliários é “aquele em que o conjunto de operações nele

⁶ “Não é difícil perceber a importância desse sistema para o adequado funcionamento e crescimento econômico de uma nação. Se, por exemplo, determinada empresa, que necessita de recursos para a realização de investimentos para a produção, não conseguir captá-los de forma eficiente, provavelmente ela não realizará o investimento, deixando de empregar e gerar renda. Com o papel desempenhado pelas instituições financeiras, esse problema se reduz.”

COMISSÃO DE VALORES IMOBILIÁRIOS. **Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro**. 4. ed., Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2018, p. 29.

⁷ Importante ressaltar que, no âmbito do Sistema Financeiro Nacional, há ainda os segmentos de seguros privados (seguros privados, capitalização e previdência complementar aberta) e a previdência fechada (fundos de pensão).

⁸ EIZIRIK, Nelson Laks. **O papel do Estado na Regulação do Mercado de Capitais**. Rio de Janeiro: Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais - IBMEC, 1977, p. 27.

contratadas têm como bens objeto, ações, debêntures ou outros títulos admitidos à negociação em bolsa ou balcão organizado⁹.

Nessa linha, uma empresa que esteja diante da necessidade de captação de novos recursos, possui três possíveis fontes para tanto: (i) utilização de recursos próprios, como os lucros da companhia; (ii) financiamento bancário por meio de linhas de crédito tradicionais ou governamentais; e (iii) utilização do mercado de capitais, por meio da emissão de títulos diretamente aos investidores.

Define-se o mercado de capitais, dessa forma, como o segmento do mercado financeiro em que são criadas as condições para que as empresas captem recursos diretamente dos investidores, através da emissão de instrumentos financeiros, com o objetivo principal de financiar suas atividades ou viabilizar projetos de investimentos¹⁰.

Quanto ao ponto, insta destacar que há uma relação íntima entre o mercado de capitais e o mercado de créditos, o que pode causar uma certa confusão na análise. Por exemplo, em caso de uma determinada empresa adquirir um empréstimo de uma instituição financeira, para pagamento em longo prazo, essa operação ocorreria no mercado de crédito ou de capitais? Segundo o conceito utilizado neste trabalho, esse tipo de operação não entraria no âmbito do mercado de capitais, mas sim no do mercado de crédito.

Isso porque a característica marcada não foi o prazo da operação (tampouco a finalidade do investimento), mas apenas a intermediação financeira propriamente dita (ou seja, o tipo de ativo utilizado e a maneira utilizada para captação do recurso). Quanto ao ponto, a Comissão de Valores Mobiliários define que, no mercado de crédito, as instituições financeiras captam recursos dos poupadores e os emprestam aos tomadores, assumindo os riscos da operação, sendo remuneradas por uma diferença gerada (o famoso spread) entre as taxas de captação e de aplicação desses recursos. No mercado de capitais, por outro lado, os agentes superavitários emprestam seus recursos diretamente aos agentes deficitários. No entanto, as operações ocorrem sempre por intermédio de uma instituição financeira, as quais atuam como prestadoras de serviços, estruturando as operações, assessorando na

⁹ SZTAJN, Rachel. Conceito de liquidez na disciplina no mercado de valores mobiliários. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, nº 126, ano XLI, abr-jun 2002, p. 12.

¹⁰ COMISSÃO DE VALORES IMOBILIÁRIOS. **Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro**. 4. ed., Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 20018, p. 35.

formação de preços, oferecendo liquidez, captando clientes, distribuindo os valores mobiliários no mercado, entre outros, e sendo remuneradas pelo serviço prestado¹¹.

Referente ao seu funcionamento, o mercado de capitais pode ser dividido em primário e secundário. O mercado primário compreende o lançamento de novas ações no mercado; é uma forma de captação de recursos para a empresa, em que ocorrem as emissões públicas de novos valores mobiliários mediante captação de recursos populares, os quais são direcionados às entidades emissoras. Uma vez ocorrendo esse lançamento inicial ao mercado, as ações passam a ser negociadas no mercado secundário, onde ocorre a troca de propriedade de título entre os próprios poupadores (seja por meio da bolsa de valores, futuros e mercadorias; seja por meio do chamado “mercado de balcão”)¹². Portanto, no mercado secundário não ocorre a entrada de novos recursos para as empresas emissoras, porém confere liquidez aos valores mobiliários emitidos e permite que sejam vendidos rapidamente¹³.

No Brasil, o mercado de capitais foi regulado pela primeira vez por meio da Lei nº 6.385/76, a qual criou a Comissão de Valores Mobiliários e instituiu o novo marco regulatório do mercado de capitais brasileiro, através de seu Artigo 4º¹⁴.

Assim, veja-se que o legislador brasileiro, ao determinar as finalidades da atuação da Comissão de Valores Mobiliários e do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, contribuiu para a melhor compreensão dos objetivos e princípios que devem guiar a atuação dos órgãos reguladores do mercado de capitais.

¹¹COMISSÃO DE VALORES IMOBILIÁRIOS. **Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro**. 4. ed., Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 20018, p. 35.

¹²CITI CORRETORA. **Qual a Diferença entre Mercado Primário e Mercado Secundário?**. São Paulo: Citi Corretora, [s.d.].

¹³CORDEIRO, Luiz Felipe Gonçalves. **Insider Trading e o Mercado de Capitais: tratamento legal, casos concretos e a ineficiência econômica no seu combate**. Rio de Janeiro: Departamento de Direito da PUC – RJ, 2013, p. 48.

¹⁴Art . 4º. O Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários exercerão as atribuições previstas na lei para o fim de: I - estimular a formação de poupanças e a sua aplicação em valores mobiliários; II - promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações, e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social de companhias abertas sob controle de capitais privados nacionais; III - assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados da bolsa e de balcão; IV - proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra: a) emissões irregulares de valores mobiliários; b) atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas, ou de administradores de carteira de valores mobiliários. c) o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários. V - evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado; VI - assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido; VII - assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários; VIII - assegurar a observância no mercado, das condições de utilização de crédito fixadas pelo Conselho Monetário Nacional.

1.1.2 Objetivos e Princípios do Mercado de Capitais

Pode-se afirmar que o objetivo principal do mercado de capitais é aproximar a unidade econômica deficitária (emissora) com a unidade econômica superavitária (investidor), possibilitando que empresas captem os recursos necessários para financiar seus projetos e investimentos.

Neste cenário, Berle e Means¹⁵ destacam que o mercado de capitais possui sua diferença para um mercado comum, pois, ainda que a ideia subjacente seja sempre a mesma, não é somente um ponto de encontro de compradores e vendedores; é também local em que sempre há compradores dispostos a comprar por algum preço e vendedores dispostos a vender por algum preço. Em outras palavras, um mercado de valores mobiliários contempla que em todos os momentos haverá ações colocadas à venda a um preço e compradores dispostos a adquirir, a um preço, estes valores mobiliários. Quando qualquer um desses requisitos deixarem de existir, não haveria mercado, eis que o processo deve ser contínuo - ou seja, a exigência nunca deve surgir quando há um comprador sem vendedor ou um vendedor sem comprador.

Nelson Eizirik apresenta, nesse sentido, cinco funções relevantes do mercado de capitais:

- 1) conciliação do interesse do poupador de oferecer recursos a curto prazo (quando os valores mobiliários são dotados de liquidez) com a necessidade da empresa emissora de obter recursos de médio e longo prazos;
- 2) transformação dos montantes de capital, de sorte que pequenos e médios montantes de recursos, aportados por diferentes poupadores, convertem-se, por ocasião da subscrição de valores mobiliários, em grandes e consolidados montantes de capital;
- 3) transformação da natureza dos riscos, ao permitir que se transforme uma série de investimentos de alto risco individual, de longo prazo e sem liquidez, em investimentos com maior segurança e prazos mais curtos;
- 4) maior agilidade do processo de transferência dos recursos, uma vez que os valores mobiliários (ações, debêntures, etc.) são padronizados e aptos a circularem em massa;
- 5) obtenção de um maior volume de informações homogêneas sobre a oferta e demanda de recursos¹⁶.

¹⁵BERLE, Adolf Augustus. MEANS, Gardiner Coit. **The modern corporation and private property**. New Brunswick: Transaction Publishers, 2009. p. 256.

¹⁶EIZIRIK, Nelson Laks; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais – Regime Jurídico**. 2. ed. (revisada e atualizada). Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 9.

Além das funções mencionadas acima, é importante destacar que é a partir dos objetivos e princípios do mercado de capitais que toda a legislação de combate ao *insider trading* se origina; portanto, a compreensão de tais princípios e sua origem são de fundamental importância para o entendimento do presente trabalho.

Eizirik¹⁷ apresenta cinco objetivos que, em seu entendimento, devem nortear a regulação do mercado de capitais. São eles: (i) proteção aos investidores; (ii) eficiência do mercado; (iii) criação e manutenção de instituições confiáveis e competitivas; (iv) evitar concentração do poder econômico; e (v) impedir a criação de situações de conflito de interesses.

A IOSCO (*International Organization of Securities Commissions*) reúne as comissões de valores mobiliários de 115 países (dentre eles o Brasil) e entende que, ainda que existam características particulares de cada jurisdição, há os seguintes objetivos comuns que formam a base para um sistema eficaz de regulação: (i) a proteção aos investidores; (ii) assegurar mercados equitativos, transparentes e eficientes; e (iii) prezar pela redução de risco sistêmico¹⁸.

Nessa linha, quanto ao objetivo “ii” citado acima (assegurar mercados equitativos, transparentes e eficientes), insta ressaltar que os regimes regulatório, fiscalizatório e punitivo no Brasil seguem o entendimento majoritário no mundo e recomendado pela IOSCO no sentido de proibir o uso indevido de informação privilegiada, notadamente após 2001, quando a Lei nº 6.385/76 foi modificada para, dentre outras mudanças, incluir como objetivo expresso da regulação do mercado de capitais o combate ao “uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários”¹⁹. Esse objetivo é buscado, na prática, por meio da simetria das informações a todos os investidores, condição essencial para um mercado saudável e equitativo, e, conseqüentemente, da vedação ao uso de informações privilegiadas no mercado - ou *insider trading* -, que é o foco do presente trabalho.

1.1.3 Conceito de *Insider Trading*

¹⁷Ibidem, p. 18.

¹⁸INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITY AND COMMISSIONS. **Objectives and Principles of Securities Regulation**. [S.l.]: International Organization of Security and Commissions, p. 12.

¹⁹BRASIL. **Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Planalto.

Conforme mencionado na introdução, o segundo capítulo servirá para estudar mais a fundo o conceito e a regulação do *insider trading* para o direito nacional. De qualquer forma, cumpre desde já esclarecer, diante dos objetivos da CVM expostos acima, que a prática de *insider trading* pode ser definida como o uso de informações privilegiadas para obter lucros e vantagens no mercado financeiro, motivo pelo qual evidentemente, é vedada.

Nas palavras de Nelson Eizirik, *insider trading* consiste “na utilização de informações relevantes sobre valores mobiliários, por parte de pessoas que, por força de sua atividade profissional, estão “por dentro” dos negócios da emissora, para transacionar com os valores mobiliários antes que tais informações sejam de conhecimento público²⁰.”

Ainda, de forma geral, o uso indevido de informação privilegiada, também conhecido como *insider trading*, está ligado a duas proibições: (i) realizar negociações de posse de informação material que não é pública, e (ii) revelar essa informação a terceiros (Tipping).

Tal proibição de negociação vale tanto para o que se chama de “*insiders* primários” (pessoas ligadas à companhia e que obtêm a informação privilegiada de forma direta) quanto para os ditos “*insiders* secundários” (pessoas que têm acesso à informação privilegiada, direta ou indiretamente, por meio dos *insiders* primários). Ademais, a vedação se aplica tanto para negociações feitas em nome próprio quanto em nome de terceiros.

Ou seja, em virtude dos objetivos listados no tópico anterior, bem como diante do fato de que o ordenamento brasileiro veda a prática do uso de informação privilegiada para auferir vantagem para si ou para outrem, a própria Comissão define que, no que tange a sua atuação em relação ao uso de informação privilegiada, seus objetivos são: (i) agir mais preventiva e proativamente, objetivando evitar que a irregularidade ocorra e, ocorrendo, que ela tenha o menor impacto possível no mercado; (ii) juntar provas mais robustas às acusações, mesmo se houver presunção de determinadas circunstâncias; (iii) aumentar sua eficiência (apurar com mais rapidez, instruir melhor e alcançar com mais frequência a condenação, visto que um

²⁰EIZIRIK, Nelson Laks; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais – Regime Jurídico**. 2. ed. (revisada e atualizada). Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 536.

menor número de absolvições significa maior efetividade sancionatória); e (iv) priorizar os casos mais relevantes e materiais²¹.

Nesse sentido, deve-se também atentar para as razões pelas quais o Estado decidiu intervir na economia. Sobre o ponto, Nelson Eizirik assevera²² que é inegável que as normas jurídicas influenciam muitas vezes a economia, modificando-a de tal forma que podem mesmo ser consideradas como causas de determinados resultados econômicos. Isto porque as normas são em geral elaboradas com vistas a produzir determinados resultados econômicos. Pode-se acrescentar, ainda, que a própria noção de eficácia da norma jurídica, dirige a atenção do observador para os objetivos contidos na norma, para os fins desejados pelo legislador. Uma norma será eficaz, portanto, na medida em que seus objetivos (via de regra produzir determinados resultados econômicos) sejam realmente alcançados.

Assim, diante do conceito exposto, bem como dos objetivos que devem nortear o mercado de capitais, faz-se indispensável compreender a origem da prática de *insider trading*, que só passou a existir em função de características específicas advindas com as mudanças do século XX.

1.2 A ORIGEM DO *INSIDER TRADING*

A fim de entender a origem do *insider trading*, faz-se necessário para o entendimento da proibição do uso de informações privilegiadas uma noção antecedente sobre a separação do patrimônio e do controle da empresa.

1.2.1 A Separação entre Propriedade e Gestão

A discussão acerca do *insider trading* somente se tornou possível após o advento de um fenômeno que passou a ocorrer a partir do século XX que diz respeito à forma de gestão e à estrutura das empresas; em concreto, o que se denomina como separação entre propriedade acionária e gestão.²³

²¹COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Uso Indevido de Informação Privilegiada (Insider Trading)**. 1. ed., Rio de Janeiro: Comissão de Valores Imobiliários.

²²EIZIRIK, Nelson Laks. O Liberalismo Econômico e a Criação das Disciplinas de Direito Comercial e Economia Política. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. São Paulo: nº 35, ano XVIII, jul.-set. 1979, p. 30.

²³LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. **O Mercado de Capitais & Insider Trading**. 1ª ed. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 1978, p.149.

Acerca da separação entre propriedade e gestão, discorre Nelson Eizirik que o tema apresenta grande importância para o entendimento mais completo das transformações que a Companhia Aberta pode acarretar na instância jurídica. Segundo o autor, as empresas efetivamente ‘abertas’ em sua estrutura de capital e propriedade operariam modificações de relevo nas sociedades capitalistas avançadas. Desta maneira, os aspectos positivos de tal ‘abertura’ ou ‘democratização’ do capital das grandes empresas, em especial das que participam do mercado de capitais com o intuito de financiar projetos de expansão, são referidos principalmente a determinadas alterações na estrutura da propriedade privada, em sua feição clássica. Tais alterações trariam, conforme Eizirik, consequências relevantes a nível econômico e jurídico²⁴.

Ou seja, a ocorrência deste fenômeno de separação entre o “*ser dono da empresa*” e o “*gerir a empresa*” passou a dividir a história das empresas modernas em dois grandes períodos: o primeiro período consistiu no cenário em que a empresa e o empresário se confundiam, uma vez que o fundador da empresa era, via de regra, o acionista controlador e possuía o poder de definir tudo o que dizia respeito à sua empresa²⁵; já o segundo período trouxe consigo uma figura antes desconhecida pelas empresas: o administrador profissional, o qual emergiu como uma resposta à necessidade de profissionalização da gestão dos negócios sociais após a ascensão da nova ordem econômica e social advinda com a Segunda Guerra Mundial.

As companhias modernas são caracterizadas pela separação entre a propriedade e a administração. Em outras palavras, os proprietários perderam o controle da companhia e são incapazes de controlar a atividade da gestão.²⁶

Tal separação entre a propriedade e a gestão da empresa acarretou o cenário em que os administradores possuem um conhecimento especializado e próximo acerca de tudo o que envolve a empresa, o que possibilita e facilita a obtenção de informações privilegiadas. Berle e Means²⁷ argumentam que com o surgimento da empresa moderna, caracterizada pela propriedade difusa, a empresa não é mais

²⁴EIZIRIK, Nelson Laks. **Questões de Direito Societário e Mercado de Capitais**. 1. ed., Rio de Janeiro: Forense, 1987, p. 3.

²⁵MUSSNICH, Francisco Antunes Maciel. A Utilização Desleal de Informações Privilegiadas – “Insider Trading” – no Brasil e nos Estados Unidos. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. São Paulo: n° 34, ano XVIII, abr.-jun. 1979, p. 32.

²⁶BERLE Jr., Adolf A.; MEANS, Gardiner C. **The Modern Corporation and Private Property**. New York: The Macmillan Company, 1932.

²⁷Ibidem, p.232.

controlada por seus proprietários, os acionistas, mas pelos administradores. Os gestores têm interesses diferentes dos acionistas e, conseqüentemente, envolver-se-ão em comportamentos perversos, contra os quais os acionistas não podem se proteger por falta de dispositivos de fiscalização.

Nessa linha, Francisco Mussnich²⁸ destaca que, em função desta separação de poderes, aliada à contínua necessidade de atrair maiores somas de capital dos investidores, a comunidade jurídica e econômica passou a alertar-se para esse novo e difícil problema – a utilização desleal de informações privilegiadas por parte dos administradores, gerando a necessidade da criação de novos institutos jurídicos, para a proteção dos investidores, credores e terceiros.

Na tentativa de solucionar esse impasse causado pela concentração de informações na pessoa do administrador, capaz de praticar condutas abusivas, lesivas ao interesse dos acionistas, ou em benefício próprio, e o anseio dos investidores de verem protegidos seus investimentos, desenvolveram-se mecanismos jurídicos que atribuíram deveres legais aos administradores.

1.2.2 A Assimetria das Informações

A informação é o principal bem jurídico tutelado pela intervenção estatal no mercado de capitais²⁹. Nessa linha, o mercado de capitais pode ser entendido como um mercado de informações valiosas, em que a cotação dos valores mobiliários sofre reflexos imediatos advindos das informações disponíveis sobre as companhias emissoras e demais fatores externos que possam influir nelas.

Na prática, a completa e equânime assimetria de informações não é fácil de ser alcançada em função da própria natureza do mercado³⁰. Todavia, visando amenizar

²⁸MUSSNICH, Francisco Antunes Maciel. A Utilização Desleal de Informações Privilegiadas – “Insider Trading” – no Brasil e nos Estados Unidos. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. São Paulo: n° 34, ano XVIII, abr.-jun. 1979, p. 32.

²⁹SHENG, Andrew. Disclosure regulation: The Role of Intermediaries. In: ASIA PACIFIC IN-HOUSE COUNSEL SUMMIT, 2004, Hong Kong. **Speeches** [...]. p. 1.

³⁰Quanto ao ponto, o fenômeno da assimetria informacional foi abordado pelo ganhador do prêmio nobel de economia George A. Akerlof, em sua obra “The Market for Lemons: Quality Unvertainty and the Market Mechanism”. Segundo ele, a expressão “lemon” é utilizada nos EUA para designar carros usados que se encontram em más condições. No mercado de carros usados (assim como no mercado de capitais), haveria uma assimetria informacional, pois o comprador de um carro não saberia de antemão quais carros usados estariam em bom estado de conservação ou não, em função da informação detida em primeiro lugar, somente pelo vendedor. Assim, sabendo que existem “lemons” no mercado, mas sem poder distingui-los de antemão dos demais, os compradores tenderiam a oferecer preços mais baixos para todos os carros usados, o que é chamado de seleção

tal assimetria de informações, os legisladores brasileiros passaram a adotar e a aprimorar ao longo do tempo um mecanismo chamado “*full and fair disclosure*”, que visa implementar deveres de divulgação ampla, irrestrita e completa de informações relativas ao mercado de capitais.

1.2.2.1 O Dever de Informação

O dever de informação e transparência das empresas que negociam seus valores mobiliários em bolsa de valores é essencial aos investidores, e é considerado o dever mais importante de uma empresa de capital aberto³¹. Caracteriza-se, nessa linha, pela adoção de mecanismos de proteção do investidor relativamente ao acesso às informações necessárias para a tomada de suas decisões no mercado de valores mobiliários. Trata-se de consolidar o dever de informar de forma tempestiva, possibilitando o acesso às informações que permitam compreender a saúde da companhia e a avaliação de risco e retorno de determinado investimento. Ou seja: não é dever do Estado indicar aos investidores qual investimento é mais adequado ou lucrativo, mas cabe ao Estado criar procedimentos de fiscalização e exigências a fim de que o investidor possa tomar essa decisão da melhor forma, garantindo a equitatividade do acesso às informações de mercado.

Tal dever de informações é um dever contínuo, não sendo um ato único ou isolado, que atinge diversas situações no âmbito do mercado de valores mobiliários. Quanto ao ponto, Nelson Eizirik destaca a importância do disclosure, que se funda na presunção de que, uma vez adequadamente provido das informações relevantes sobre a companhia e sobre os títulos que ela emite, o investidor teria condições de, antes de tomar suas decisões, avaliar o mérito do empreendimento e a qualidade dos papéis que lhes são oferecidos. Dessa forma, como forma de garantir a proteção ao investidor, a regulação do mercado de capitais torna necessária a divulgação imediata e completa de todas as informações relevantes a respeito das sociedades com os

adversa. A seleção adversa tenderia a “expulsar” os bons carros usados do mercado, pois os vendedores de tais carros não estariam dispostos a vendê-los pelo preço de um *lemon*. Assim, em último estágio, considerando que os compradores de carros usados não se interessariam por adquirir os carros usados ruins, a seleção adversa poderia causar a extinção do mercado de carros usados. AKERLOF, George A. The market for lemons: quality, uncertainty and the market mechanism. **The Quarterly Journal of Economics**. Oxford, v. 84, n. 3, p. 489, 1970.

³¹COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Uso Indevido de Informação Privilegiada (Insider Trading)/ Cadernos CVM**. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2016.

títulos publicamente negociados. Para o autor, deve haver o "*timely disclosure*", isto é, as informações devem ser divulgadas tão logo a administração da companhia tenha verificado a relevância da situação que deva ser de conhecimento público. Este *timely disclosure*, segundo Eizirik, seria capaz de garantir a todos os participantes do mercado acesso igualitário às informações que podem influenciar as decisões de investimento no mercado de capitais, possibilitando que todos tenham conhecimento dos fatos relevantes ao mesmo tempo³².

O rol de informações que devem ser obrigatoriamente divulgadas pelas companhias está disposto no art. 2º da Resolução 44³³, o qual trata da definição de ato ou fato relevante.

³²CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK Nelson. **Estudos de Direito Empresarial**. 1. ed. São Paulo: Saraiva, 2010. p. 507.

³³A definição de ato ou fato relevante está disposta no art. 2º da Resolução CVM nº 44, de 23/08/2021: Art. 2º Considera-se relevante, para os efeitos desta Resolução, qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembleia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável: I - na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados; II - na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários; ou III - na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados. Parágrafo único. Observada a definição do caput, são exemplos de ato ou fato potencialmente relevante, dentre outros, os seguintes: I - assinatura de acordo ou contrato de transferência do controle acionário da companhia, ainda que sob condição suspensiva ou resolutiva; II - mudança no controle da companhia, inclusive por meio de celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas; III - celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas em que a companhia seja parte ou interveniente, ou que tenha sido averbado no livro próprio da companhia; IV - ingresso ou saída de sócio que mantenha, com a companhia, contrato ou colaboração operacional, financeira, tecnológica ou administrativa; V - autorização para negociação dos valores mobiliários de emissão da companhia em qualquer mercado, nacional ou estrangeiro; VI - decisão de promover o cancelamento de registro da companhia aberta; VII - incorporação, fusão ou cisão envolvendo a companhia ou empresas ligadas; VIII - transformação ou dissolução da companhia; IX - mudança na composição do patrimônio da companhia; X - mudança de critérios contábeis; XI - renegociação de dívidas; XII - aprovação de plano de outorga de opção de compra de ações; XIII - alteração nos direitos e vantagens dos valores mobiliários emitidos pela companhia; XIV - desdobramento ou grupamento de ações ou atribuição de bonificação; XV - aquisição de valores mobiliários de emissão da companhia para permanência em tesouraria ou cancelamento, e alienação de valores mobiliários assim adquiridos; XVI - lucro ou prejuízo da companhia e a atribuição de proventos em dinheiro; XVII - celebração ou extinção de contrato, ou o insucesso na sua realização, quando a expectativa de concretização for de conhecimento público; XVIII - aprovação, alteração ou desistência de projeto ou atraso em sua implantação; XIX - início, retomada ou paralisação da fabricação ou comercialização de produto ou da prestação de serviço; XX - descoberta, mudança ou desenvolvimento de tecnologia ou de recursos da companhia; XXI - modificação de projeções divulgadas pela companhia; XXII - pedido de recuperação judicial ou extrajudicial, requerimento de falência ou propositura de ação judicial, de procedimento administrativo ou arbitral que possa vir a afetar a situação econômico-financeira da companhia. BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Resolução CVM 44. Dispõe sobre a divulgação de informações sobre ato ou fato relevante [...].

Ocorre, todavia, que há uma exceção ao dever de informação de ato ou fato relevante, a qual está disposta no art. 6º da Instrução mencionada³⁴.

Dessa forma, verifica-se que, além do dever de informação, há o dever de lealdade do administrador de manter sigilo acerca de ato ou fato relevante ainda não divulgado que possa influenciar na cotação dos valores mobiliários atinentes à companhia³⁵.

1.2.2.2 O Dever de Lealdade

O dever de lealdade consiste no dever do administrador da companhia de manter sigilo a respeito das informações relevantes ainda não divulgadas, caso os acionistas controladores ou os administradores entendam que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia³⁶.

Caso ocorra a divulgação privilegiada de ato ou fato relevante antes da abertura de tal informação ao mercado em geral, gerará a assimetria indevida de informações aos investidores, privilegiando um em detrimento dos demais - o que é vedado pelo ordenamento jurídico brasileiro. Nesse cenário, a assimetria de informações no mercado acaba por beneficiar, normalmente, quem possui vínculo específico com as companhias. Tal assimetria é condenável justamente em função de que acaba por transformar a negociação dos títulos da companhia em um 'clube de amigos', obviamente em prejuízo dos demais investidores, o que leva a descrédito o mercado de valores mobiliários como um todo³⁷.

Nesse contexto, o acesso a informações relevantes que não sejam de conhecimento dos demais partícipes do setor representa inequívoca vantagem

³⁴ Art. 6º Ressalvado o disposto no parágrafo único, os atos ou fatos relevantes podem, excepcionalmente, deixar de ser divulgados se os acionistas controladores ou os administradores entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia.

Parágrafo único. As pessoas mencionadas no caput ficam obrigadas a, diretamente ou por meio do Diretor de Relações com Investidores, divulgar imediatamente o ato ou fato relevante, na hipótese de a informação escapar ao controle ou se ocorrer oscilação atípica na cotação, preço ou quantidade negociada dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados.

³⁵ O dever de lealdade do administrador é regulado tanto pela Lei de Sociedade Anônimas (Lei nº 6.404, de 15/12/1976), em seu artigo 155, como na Resolução CVM nº 44, de 23/08/2021, em seu artigo 8º.

³⁶ PROENÇA, José Marcelo Martins. **Insider Trading** – Regime Jurídico do Uso de Informações Privilegiadas No Mercado De Capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 278.

³⁷ LUCENA, José Waldecy. **Das sociedades anônimas**: comentários à lei. Rio de Janeiro: Renovar, 2009, v. 2, p. 491.

competitiva³⁸. Do ponto de vista ético, é reprovável que alguém se beneficie de uma informação à qual as demais pessoas não têm acesso, configurando ato de deslealdade com reflexos na esfera jurídica.

Sob tal perspectiva, pode-se afirmar que o combate ao *insider trading* traduz um efetivo ato de moralização do mercado de capitais³⁹. Isso porque os investidores estarão expostos ao risco de transacionar valores mobiliários a um preço abaixo de mercado, enquanto os detentores dessas informações estratégicas e sensíveis podem adquiri-las, já cientes do resultado esperado a partir de seu conhecimento prévio. Cria-se, assim, um mercado cujos preços são artificialmente controlados pelos detentores dessas informações estratégicas, em detrimento dos investidores que não tiveram o mesmo privilégio. Dessa forma, a assimetria de informação entre os agentes do mercado poderia levar à realização de operações nas quais o preço do título não encontre amparo na realidade, abalando, em última instância, a própria confiança necessária no âmbito das relações negociais⁴⁰.

Assim, a proteção da informação simétrica pode ser entendida como um feixe de obrigações: de um lado, por parte da empresa, no que tange ao dever de (i) divulgar de informações relevantes ao mercado e (ii) prezar pelo sigilo de informações sigilosas (ato ou fato relevante ainda não divulgado), a fim de evitar o uso de informações privilegiadas por parte de um único investidor em detrimento dos demais, bem como para evitar onerar a companhia. Por outro lado, está implícito nesse dever de lealdade a atuação dos próprios participantes do mercado, caso estejam em posse de informação privilegiada, os quais devem se abster de operar no mercado com base em tais informações.

O uso de informações privilegiadas - e portanto a quebra desse dever - configura esse ilícito chamado *insider trading*, sobre o qual será melhor discutido abaixo.

³⁸BOTTINO, Thiago. O crime de uso indevido de informação privilegiada (*insider trading*): a persistente dificuldade probatória do delito após a edição da Lei 13.506, de 2017. **Revista da Procuradoria-Geral do Banco Central**. v. 13., n. 1, 2019.

³⁹EIZIRIK, Nelson Laks; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais – Regime Jurídico**. 2. ed. (revisada e atualizada). Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 556.

⁴⁰SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe. A Racionalidade Econômica do Combate ao *Insider Trading*: Assimetria de Informação e Dano ao Mercado. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. São Paulo, n. 147, ano XLVI, p. 49-50, jul.-set. 2007.

2 O TRATAMENTO LEGAL DO *INSIDER TRADING* NO DIREITO BRASILEIRO

2.1 DISCUSSÃO ACERCA DA NECESSIDADE OU NÃO DE REPRESSÃO AO *INSIDER TRADING*

Verificado até então o que é o *insider trading* e qual a relevância deste instituto no contexto do mercado de capitais brasileiro, passa-se à análise acerca da necessidade ou não de sua repressão. Propõe-se essa reflexão porque se trata de um debate que antecede a discussão a respeito do conteúdo e da estrutura normativa de repressão à utilização de informação privilegiada, uma vez que diz respeito à própria eficiência e cabimento da repressão ao *insider trading*, bem como ao quanto esta repressão efetivamente é benéfica para o mercado. Com efeito, o direito norte americano proporciona discussões bastante profundas acerca da desnecessidade de repressão desta prática, razão pela qual se considerou pertinente incluir esta reflexão na presente análise.

É importante pontuar que, como já mencionado, o direito brasileiro - juntamente com a maioria dos países - repressão a prática do *insider trading*. Todavia, a repressão ao *insider trading* é um fenômeno recente. De acordo com Battacharya e Daouk⁴¹, a existência de normas regulando o *insider trading* são essencialmente um fenômeno da década de 1990. Dessa forma, e também em virtude da insuficiência de discussões a respeito do tema⁴², questiona-se se seria essa a melhor alternativa.

Esta é uma questão importante, uma vez que a regulamentação do uso de informações privilegiadas desempenha um papel fundamental nas economias de mercado. Por um lado, os críticos da repressão ao *insider trading* argumentam que as restrições são ineficientes, uma vez que o uso de informações privilegiadas permite que novas informações privadas sejam precificadas mais rapidamente⁴³. O preço das ações, portanto, refletiria o valor intrínseco das empresas, promovendo uma melhor e mais precisa tomada de decisão econômica e de alocação de recursos⁴⁴. Ainda,

⁴¹BATTACHARYA, Utpal; HAZEM, Daouk. The world price of insider trading, *Journal of Finance*, v. 57, n. 1, February, 2002, p. 75-108.

⁴²CORDEIRO, Luiz Felipe Gonçalves. **Insider Trading e o Mercado de Capitais: tratamento legal, casos concretos e a ineficiência econômica no seu combate**. Rio de Janeiro: Departamento de Direito da PUC – RJ, 2013, p. 140

⁴³CARLTON, Dennis W.; FISCHER, Daniel R., 1983, The regulation of insider trading. *Stanford Law Review*. v. 35, n. 857, p. 857-899, May 1983.

⁴⁴MANNE, Henry G. **Insider trading and the stock market**. New York: Free Press, 1996.

tomando-se a literatura clássica americana sobre o tema, Tighe e Michener⁴⁵ argumentam que apenas interesses privados (por exemplo, os de corretoras, gestores de recursos e bancos) são atendidos por leis de informações privilegiadas, uma vez que os pequenos investidores não têm organização política para fazer lobby por tais leis.

Por outro lado, aqueles a favor da regulamentação do uso de informações privilegiadas afirmam essencialmente que a regulamentação promove a confiança pública e a participação no mercado de ações, e permite estranhos a compartilhar eventos de valorização em pé de igualdade⁴⁶. Ou seja, verifica-se que os argumentos a favor da repressão ao *insider trading* são majoritariamente jurídicos e éticos, enquanto os argumentos a favor da legalização desta prática são em sua maioria econômicos.

Desse modo, serão analisados inicialmente (i) os fundamentos pelos quais se entende que o *insider trading* deveria ser legalizado; passando-se, após, para (ii) a exposição dos fundamentos pelos quais considera-se que o *insider trading* deve ser proibido.

2.1.1 Argumentos a Favor da Legalização do *Insider Trading*

Neste tópico serão analisados os principais fundamentos pelos quais alguns doutrinadores entendem que o *insider trading* deveria ser legalizado.

Henry Manne é, sem dúvida, o defensor mais veemente e de longa data de negociação irrestrita com informações privilegiadas. Ele é acompanhado por outros, como Carlton e Fischel, que acreditam que "o desejo de negociações com informações privilegiadas é, em última análise, uma questão empírica"⁴⁷. Esta é uma visão que, normalmente, desconsidera o dano e destaca o ganho do que geralmente é considerado uma má prática. Manne não toma, no entanto, uma visão exclusivamente econômica, pois embora questione como a prática pode ser evitada e com que custo financeiro e social, ele argumenta também que existem razões jurídicas

⁴⁵TIGHE, Carla; MICHENER, Ron, 1994. The political economy of insider-trading laws, **American Economic Review**, v. 84, n. 2, p. 164-168, may 1994.

⁴⁶AUSUBEL, Lawrence M. Insider trading in a rational expectations economy, **American Economic Review**, v. 80, n. 5, p. 1022-1041, December 1990.

⁴⁷CARLTON, Dennis W.; FISCHEL, Daniel R., 1983, The regulation of insider trading. **Stanford Law Review**, v. 35, n. 857, p. 857-899, May 1983, p. 866.

para não proibir a prática, na medida em que o uso de informações privilegiadas é difícil de definir e que uma lei que não é aplicada ou que possua grandes dificuldades em sua aplicação pode muito bem ser considerada uma lei ruim ou arbitrária⁴⁸.

A principal reclamação de Manne é com o fato de que "o debate permaneceu essencialmente moralista, (...) e que juízes e advogados não conseguiram sondar além de um sentimento de indignação moral⁴⁹". Ainda, sugere que tal análise é "intelectualmente falida" - daí sua tendência a se envolver em uma análise econômica do problema. Dessa forma, a conclusão a que ele, Carlton e Fischel chegaram é que o uso de informações privilegiadas é socialmente e economicamente desejável.

Nessa linha, o que se verifica numa primeira análise é que a disputa sobre a eficiência, custos e benefícios da regulamentação (ou não) do uso de informações privilegiadas é em grande parte marcada pela diferença de abordagem usada para analisar o problema. Tende a ser o caso em que a abordagem utilizada - seja econômica ou legal - determina as conclusões decorrentes.

Assim, o primeiro fundamento é o fato de que o *insider trading* melhoraria a eficiência do mercado (e não o contrário), diminuindo a assimetria informacional e contribuindo para uma precificação mais precisa das ações.

Isso porque, conforme já brevemente mencionado, em que pese a assimetria informacional seja um dos meios para que o mercado de capitais possa alcançar seus objetivos de eficiência máxima, conforme exposto no já mencionado art. 4º da Lei 6.385/76⁵⁰, sabe-se que, por uma série de motivos, não é possível que todos os investidores tenham acesso igual a todas as informações sobre as companhias emissoras de valores mobiliários. Portanto, a assimetria informacional sempre existirá em alguma medida⁵¹.

Nesse sentido, verifica-se que a principal diferença entre aqueles que defendem a proibição do *insider trading* e aqueles que propõem a sua legalização residiria no fato de que, enquanto os primeiros entendem que as negociações no mercado de capitais só podem se dar com base nas informações publicamente disponíveis que estejam refletidas no preço das ações, os segundos sustentam que a

⁴⁸MANNE, Henry. In Defence of Insider Trading. **Harvard Business Review**. v. 44, n. 6, p. 84, 1966.

⁴⁹Ibidem, p. 113.

⁵⁰BRASIL. **Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Brasília, DF: Presidência da República.

⁵¹DOLGOPOLOV, Stanislav. Insider Trading. **The Concise Encyclopedia of Economics**. Carmel: Liberty Fund, Inc., c. 1999 - 2019, p. 6.

simetria informacional plena nunca será atingida, motivo pelo qual seria mais eficiente para o mercado se aqueles que têm acesso a informações privilegiadas pudessem negociar, pois esta negociação atuaria como mais um canal de informações a ser refletido na cotação das ações.

Sobre o tema, Luiz Felipe Cordeiro afirma que a assimetria informacional é inevitável, sendo em alguns casos produzida, inclusive, pela própria lei, motivo pelo qual a legalização do *insider trading* permitiria que os *insiders*, que na grande maioria dos casos tomam conhecimento sobre as informações relevantes da companhia antes do mercado, negociem com base em tais informações, afetando a cotação das ações e “direcionando-a” para o valor correto, valor este que só seria atingido caso a informação fosse imediatamente divulgada. Com efeito, as negociações feitas pelos *insiders* possuiriam, em si, um grande potencial informativo para o mercado, pois quando os *insiders* negociassem, eles sinalizariam ao mercado que o preço das ações tenderá a se mover em uma determinada direção⁵².

Em suma, isto significaria que os investidores que compram e vendem ações ao mesmo tempo em que os *insiders*, estão pagando um preço mais justo do que se os *insiders* não pudessem negociar as ações com as informações que possuem⁵³.

O segundo argumento a favor da legalização do *insider trading* é o de que a fiscalização a respeito da sua proibição é ineficaz. Sobre o tema, Manne discorre que a fiscalização da coibição ao *insider trading* é, “na melhor das hipóteses, imperfeita”⁵⁴. Ele argumenta que esse debate gira em torno da “eficiência com que uma regra contra tal negociação pode ser aplicada”, afirmando que a aplicação efetiva requer inaceitáveis medidas de policiamento e, portanto, apenas a execução parcial seria viável⁵⁵.

Isso ocorre porque, ainda que a CVM conseguisse identificar e punir todos os *insiders* que realizassem a compra e venda de ações com base em informação privilegiada, seria impossível punir os *insiders* que deixam de comprar ou vender ações (ou seja, abstêm-se de negociar no mercado) utilizando como base essas

⁵²CORDEIRO, Luiz Felipe Gonçalves. **Insider Trading e o Mercado de Capitais: tratamento legal, casos concretos e a ineficiência econômica no seu combate**. Rio de Janeiro: Departamento de Direito da PUC – RJ, 2013, p. 48.

⁵³JR. William A. Kelly; NARDINELLI, Clark; WALLACE, Myles S. Regulation of Insider Trading: Rethinking SEC Policy Rules. **The Cato Journal**, v. 7, n. 2, p. 441-448, Fall 1987.

⁵⁴MANNE, Henry G. Insider Trading and the Law Professors. **Vanderbilt Law Review**, v. 23, n. 3 p. 552, April 1970.

⁵⁵Ibidem, p. 552.

mesmas informações privilegiadas (conhecidos como *insiders non-trading*). E ainda: mesmo que houvesse tal vedação, esta seria impossível de ser posta em prática em função da sua evidente impraticabilidade.

Assim, em termos práticos, a negociação de ações com base em informações privilegiadas gera, na prática, os mesmos efeitos que a *abstenção* de tal negociação tendo como base também informações privilegiadas, eis que ambos configurariam, a certo modo, manipulação de mercado⁵⁶. Isso significa que, de qualquer forma, ainda que algumas práticas de *insider trading* sejam proibidas, outras continuarão sendo permitidas, uma vez que impossíveis de serem identificadas, demonstrando - na opinião dos adeptos desta teoria - a ineficácia de tal vedação.

O terceiro argumento pró-legalização do *insider trading* é que esta prática se mostraria como um esquema de remuneração eficiente dos administradores da companhia⁵⁷. Os administradores aqui considerados são aqueles que possuem alto grau de influência dentro da Companhia, os quais tomam decisões operacionais importantes⁵⁸. Assim, a remuneração do administrador deve estar razoavelmente relacionada com o valor de sua contribuição, de modo a dar a ele incentivo para produzir mais informações⁵⁹.

Nesse contexto, é importante pontuar que o resultado das contribuições do administrador operacional e gerencial é, na maioria das vezes, indeterminável. Assim, nas palavras de Luiz Felipe Cordeiro, “salários, bônus, participação nos resultados e planos de opções de compra de ações não seriam formas eficientes de remunerar estes administradores⁶⁰”.

Dessa forma, o fato de estarem os administradores livres para negociar com ações de emissão da companhia antes da divulgação de um fato relevante para o qual teriam contribuíram representaria uma forma mais eficiente e precisa de remunerar os administradores por suas inovações e contribuições à companhia e, conseqüentemente, pelas informações que são “geradas” e transmitidas ao mercado

⁵⁶MANNE, Henry G. Insider trading and property rights in new information. **Cato Journal**, v. 4, n. 3, p. 938, 1985.

⁵⁷Essa teoria foi abordada pela primeira vez por Henry G. Manne em sua obra *Insider Trading and the Stock Market*.

⁵⁸MANNE, Henry G., **Insider Trading and the Stock Market**. New York: Free Press, 1966. p. 116.

⁵⁹BAINBRIDGE, Stephen M. The Insider Trading Prohibition: A Legal and Economic Enigma. **Florida Law Review**, v. 38. p. 12, 1986.

⁶⁰CORDEIRO, Luiz Felipe Gonçalves. **Insider Trading e o Mercado de Capitais: tratamento legal, casos concretos e a ineficiência econômica no seu combate**. Rio de Janeiro: Departamento de Direito da PUC – RJ, 2013, p. 48.

a respeito de tais inovações e contribuições, permitindo que obtenham uma remuneração (em teoria) adequada ao valor da informação fornecida⁶¹. Também por essa razão o *insider trading* seria desejável.

Analisadas as razões pelas quais poderia ser entendido que a prática do *insider trading* não poderia ser vedada, passa-se à análise das teorias que asseveram que tal prática deve, sim, ser vedada pelos ordenamentos jurídicos.

2.1.2 Argumentos a Favor da Vedação ao *Insider Trading*

A noção de que o uso de informações privilegiadas é injusto *per se* recebe amplo apoio - e no Brasil, por exemplo, forma a corrente majoritária - por uma noção moral de que os *insiders* estariam tirando uma vantagem do público em geral.

Em primeiro lugar, existe o argumento avançado por Kripke⁶² e apoiado por outros, como Schotland⁶³, que a análise econômica de Manne exclui questões de justiça e integridade. Kripke ataca a filosofia subjacente de abordagem essencialmente econômica de Manne, afirmando que Manne e seus apoiadores assumiriam que o homem é uma pessoa unilateral individual, empenhado exclusivamente em maximizar o ganho financeiro pessoal, e não voltado para a justiça, honestidade, respeito pela lei, respeito próprio, ou consideração para outros⁶⁴.

Já no entendimento de Victor Yeo⁶⁵, apoiado no entendimento do Diretor da CVM Wladimir Castelo Branco, em voto do PAS CVM nº 33/00, julgado em 20/12/2002⁶⁶, há três teorias principais que justificam a proibição do *insider trading*, quais sejam: (i) a teoria da apropriação indevida de informações; (ii) a teoria da

⁶¹CARLTON, Dennis W.; FISCHER, Daniel R., 1983, The regulation of insider trading. **Stanford Law Review**. v. 35, n. 857, p. 857-899, May 1983, p. 869.

⁶²KRIPKE, Homer. Manne's Insider Trading Thesis and Other Failures of Conservative Economics, **Cato Journal**, v. 4, n. 3, p. 948, Winter 1985.

⁶³SCHOTLAND, Roy A., Unsafe at Any Price: A Reply to Manne, Insider Trading and the Stock Market. **Virginia Law Review**, v. 53, n. 7, p. 1438, November 1967.

⁶⁴KRIPKE, Homer. Manne's Insider Trading Thesis and Other Failures of Conservative Economics, **Cato Journal**, v. 4, n. 3, p. 948, Winter 1985.

⁶⁵YEO, Victor Chuan Seng. **A Comparative Analysis of Insider Trading Regulation – Who is Liable and What are the Sanctions?**. Singapore: SSRN, 2001. p. 3.

⁶⁶Trecho do voto: “45. Desde logo, não é demais lembrar que a regulação do mercado visa a garantir aos investidores a disponibilidade ampla de informações confiáveis e que a base legal da regulação do insider trading, além do princípio da transparência, está apoiada na teoria da apropriação indevida de informações obtidas em razão do cargo ou função para benefício pessoal, da vantagem indevida que o insider possui frente à sua contraparte e do efeito adverso que o insider trading produz na estabilidade do mercado em termos de sua transparência e eficiência.”

vantagem indevida; e (iii) a teoria do efeito adverso que o *insider trading* produz na estabilidade do mercado, sobre as quais discorrer-se-á a seguir.

A primeira teoria (também conhecida como *misappropriation theory*), é a teoria segundo a qual aqueles que negociam com base em informações privilegiadas estariam se apropriando indevidamente de informações pertencentes à companhia para obter ganhos pessoais. Os principais argumentos que embasam esta vertente da *misappropriation theory* podem ser encontrados nos *leading cases* norte-americanos *Chiarella v. United States*, 445 US 222 (1980) e *Dirks v. Securities and Exchange Commission*, 463 US 646 (1983).

Esta teoria sustenta que a proibição da utilização de informações privilegiadas residiria no fato de que, sendo tais informações de propriedade da companhia, não poderiam os administradores e demais pessoas que a elas tenham acesso aproveitar-se dessa situação para obter ganhos pessoais.

Veja-se que essa teoria se apoia em questões majoritariamente éticas. "A principal justificativa para proibir o uso de informações privilegiadas é que é antiético", escreve Prentice⁶⁷. Embora isso possa configurar uma inadequada base "emotiva" sobre a qual regular a prática, esta ainda permanece a teoria mais amplamente aceita.

Esta também foi uma conclusão tomada pelo Departamento de Justiça norte-americano⁶⁸. Em seu relatório, o órgão declara que o uso de informações privilegiadas era contrário à "boa ética empresarial" e que qualquer pessoa que ocupasse uma posição de confiança em uma empresa não deveria usar informações confidenciais. Segundo esta opinião, a boa ética empresarial precisava ser respaldada por sanções legais.

A segunda teoria, a da vantagem indevida (ou *unfair advantage theory*), é a que entende haver uma vantagem injusta por parte do *insider* em face de sua contraparte no negócio. Nessa linha, para os seguidores desta teoria, as operações no mercado de capitais só poderiam ocorrer entre partes que possuem igualdade de acesso às mesmas informações. Desse modo, em caso de um deles estar operando com base em informação privilegiada, teria uma vantagem informacional sobre o outro e, portanto, não deveria poder negociar enquanto tal informação não fosse tornada pública.

⁶⁷PRENTICE, D.D., *Insider Trading*, **Current Legal Problems**. v. 28, n. 1, p 92, 1975.

⁶⁸BRITISH SECTION OF THE INTERNATIONAL COMMISSION OF JURISTS. *Insider Trading*. Cambridge: E & E Plumridge, 1972.

Esta teoria traduz a ideia de que a lei deve tentar garantir que todos os indivíduos no mercado sejam colocados em pé de igualdade, na medida do possível. A crença aqui é que qualquer pessoa que fizer uma negociação com base em informações privilegiadas está, na verdade, "roubando" de outros participantes do mercado agindo perante todos os outros investidores.

Este argumento foi oferecido como a política subjacente racional pelo Segundo Circuito em o célebre caso de do *Securities and Exchange Commission v. Texas Gulf Sulphur*⁶⁹, em que restou estabelecido que todos os investidores devem ter igual acesso às recompensas da participação nas transações de títulos, bem como que era a intenção do Congresso que todos os membros do público investidor estejam sujeitos a informações idênticas acerca dos riscos em determinados investimentos.

Por fim, a terceira teoria (ou *market stability theory*), sustenta que o *insider trading* ocasionaria um efeito adverso no mercado em termos de transparência e eficiência.

Sobre esta teoria, Kripke afirma que a proteção dos mercados contra a injustiça seria, em última análise, a justificativa para a regulamentação do uso de informações privilegiadas, preocupação esta que superaria o ligeiro efeito adverso que poderia ter sobre a eficiência de mercados de valores mobiliários⁷⁰. Assim, da mesma forma que a justiça é uma das principais preocupações nos mercados financeiros - como já mencionado acima - entende-se que a perda de eficiência financeira causada pela vedação ao uso de informações privilegiadas é um preço que valeria a pena pagar para ter um mercado mais justo.

Desse modo, consoante esta teoria, pode-se afirmar que a verdadeira vítima do abuso de informação privilegiada é a sociedade. Isso porque a prática do *insider trading* correria o risco de destruir a confiança por parte dos investidores nos mercados de valores mobiliários. O fato é que a percepção, correta ou não, de que a injustiça existe, minaria a confiança do público nos mercados de capitais. Um mercado "justo" é crucial, caso contrário, o público não investiria nele.

Acerca do tema, Kripke fornece uma boa analogia, afirmando que pessoas informadas estariam dispostas a jogar em cassinos profissionais mesmo sabendo que

⁶⁹UNITED STATES OF AMERICA. US Court of Appeals for the Second Circuit. Appeal. **Exchange Commission. v. Texas Gulf Sulphur Co.** Decided August 13, 1968.

⁷⁰KRIPKE, Homer. Manne's Insider Trading Thesis and Other Failures of Conservative Economics, **Cato Journal**, v. 4, n. 3, p. 951, Winter 1985.

as probabilidades de ganho são manipuladas para fornecer uma porcentagem para a casa; porém, estas mesmas pessoas agiriam de forma diversa se suspeitassem que a casa estaria “manipulando a roleta” por meio de um pedal secreto.⁷¹

Nesse mesmo sentido, Luiz Felipe Spinelli e João Pedro Scalzilli⁷² afirmam que a assimetria informacional pode ter por consequência a seleção adversa⁷³. Desse modo, a má precificação das ações supostamente gerada pela seleção adversa tenderia a afastar as “boas companhias” do mercado de capitais, que procurariam por formas alternativas de se capitalizar. Com isso, o mercado ficaria enfraquecido, perdendo liquidez e aumentando o custo de capital, motivo pelo qual o *insider trading* - que potencializaria os efeitos da seleção adversa - deveria ser proibido.

Expostas as teorias pelas quais se entende que o *insider trading* deveria ser proibido, passa-se à análise de como ocorre essa proibição no direito brasileiro.

2.2 A REPRESSÃO AO *INSIDER TRADING* NO DIREITO BRASILEIRO

No Brasil, como mencionado, a corrente parece ser unívoca no sentido de coibir a prática do *insider trading*, de modo que a própria CVM, utilizando palavras de Nelson Eizirik, define que:

O bem juridicamente protegido pelas normas societárias e penais que sancionam o *insider trading* é o da estabilidade e eficiência do mercado de capitais, tutelando-se o princípio da transparência de informações, essencial ao regular desenvolvimento do mercado. Além disso, tutela-se também a proteção da confiança e do patrimônio dos investidores que aplicam os seus recursos no mercado de valores mobiliários⁷⁴.

Não obstante a opinião convergente acerca da necessária repressão a essa prática no Brasil, a identificação de qual o bem jurídico tutelado pela incriminação da prática de *insider trading* não encontra opinião uníssona na doutrina brasileira.

⁷¹KRIPKE, Homer. Manne's Insider Trading Thesis and Other Failures of Conservative Economics, **Cato Journal**, v. 4, n. 3, p. 954, Winter 1985.

⁷²SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe. A Racionalidade Econômica do Combate ao Insider Trading: Assimetria de Informação e Dano ao Mercado. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. São Paulo, n. 147, ano XLVI, p. 50, jul.-set. 2007.

⁷³A seleção adversa é o nome que se dá ao fenômeno de informação assimétrica que ocorre quando os compradores “selecionam” de maneira incorreta determinados bens e serviços no mercado. Ou seja, devido a falha de mercado causada pela diferença de informações entre comprador e vendedor, o mercado induz os agentes a fazerem escolhas que não são ótimas.

⁷⁴EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariadna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de capitais – regime jurídico. In COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Top - Direito do Mercado de Valores Mobiliários**. 1. ed., 2017, pg.260.

Para parte da doutrina liderada por José Marcelo Proença, o bom funcionamento do mercado seria o bem jurídico tutelado⁷⁵; para outra parte, liderada por Castellar, a confiança dos investidores no mercado seria o bem jurídico tutelado⁷⁶.

Bitencourt e Breda, mesclando as doutrinas, assinalam que a regulação busca proteger “as relações de confiança, transparência e lealdade entre todos os participantes do mercado de capitais, espaço que deve se qualificar pela igualdade de oportunidades oferecida aos investidores⁷⁷”, afirmando ainda que o funcionamento correto do mercado de capitais pressuporia a comunhão de informações relevantes sobre determinada companhia com todos os seus participantes, daí por que dever-se-ia exigir de determinadas pessoas o máximo cuidado e diligência no tratamento desses dados, que poderiam ter potencial capacidade de influir sobre o processo de livre oferta e demanda de valores mobiliários.⁷⁸

Dessa forma, para o legislador brasileiro, a utilização de informações privilegiadas seria uma forma de desequilibrar o mercado, na medida em que os *insiders* tomariam clara vantagem frente àqueles que não possuem a informação. Ademais, segundo Proença, discordando dos argumentos de eficiência trazidos pelos defensores da ‘desregulação’ da informação privilegiada, o bom funcionamento do mercado também ficaria comprometido, na medida em que “o *insider* desestabiliza o mercado, comprometendo-lhe, por conseguinte, a eficiência.”⁷⁹ Assim, tem-se que no entendimento pátrio que o bom funcionamento do mercado pressupõe “a transparência dos mercados de valores, a correta formação dos preços e a proteção dos investidores, quer dizer, a chave do bem jurídico gira ao redor de três elementos: a transparência, os preços e os investidores”⁸⁰.

Eizirik enumera razões éticas e econômicas para justificar a repressão ao uso privilegiado de informações. Economicamente, a repressão se justificaria em razão conceito de eficiência na determinação de cotação dos valores mobiliários negociados no mercado de capitais. Desta forma, o autor considera que o mercado é eficiente

⁷⁵PROENÇA, José Marcelo Martins. **Insider Trading** – Regime Jurídico do Uso de Informações Privilegiadas No Mercado De Capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 224.

⁷⁶CASTELLAR, João Carlos. Insider Trading e os novos crimes corporativos. Apud EIZIRIK, Nelson. **"Insider Trading" e Responsabilidade**. Rio de Janeiro: Editora Lúmen Júris, 2008. p. 108.

⁷⁷BITENCOURT, Cezar Roberto; BREDÁ, Juliano. **Crimes contra o Sistema Financeiro Nacional e contra o Mercado de Capitais**. 2.ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2011, p. 382-382.

⁷⁸Ibidem, p. 383.

⁷⁹PROENÇA, José Marcelo Martins. **Insider Trading** – Regime Jurídico do Uso de Informações Privilegiadas No Mercado De Capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 224.

⁸⁰CASTELLAR, João Carlos. **Insider Trading e os Novos Crimes Corporativos**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2008, p. 104.

quando os preços das ações refletem todas as informações sobre as emissoras e os títulos negociados; do que decorre que, quanto mais rápida for a reação dos títulos às novas informações, em princípio, mais eficiente será o mercado. Assim, idealmente, a cotação dos títulos deveria refletir apenas todas as informações publicamente disponíveis, o que se buscaria alcançar mediante normas que estabeleçam a obrigação de divulgar todas as informações relevantes⁸¹. Do que decorre que o bem jurídico protegido englobaria a estabilidade e eficiência do mercado de capitais, por meio da transparência das informações, bem como a confiança do investidor, ao aplicar seus recursos no mercado de capitais.

Outros autores, como Castellar, por outro lado, entendem que o bem jurídico objeto de tutela no delito de uso indevido de informação privilegiada é a proteção da confiança necessária no mercado de valores mobiliários, pois seria este o bem capaz de estimular os investidores a aplicarem seus recursos neste mercado, e, de forma derivada, seria tutelado também o patrimônio dos investidores, pois estes correm o risco de sofrerem diminuição do seu patrimônio em virtude da desvantagem com que operam em relação aos *insiders*⁸².

Conforme se verá abaixo no arcabouço normativo vigente, esse foi o entendimento dominante e vencedor no âmbito da evolução normativa e doutrinária no Brasil, de modo que se entende - e este trabalho tomará este pressuposto para a análise de casos - que tanto (i) a confiança, quanto (ii) o bom funcionamento do mercado são os bens jurídicos que se visam defender pela repressão ao *insider trading* em nosso país.

2.3 EVOLUÇÃO E PANORAMA LEGISLATIVO

Para melhor se entender o regime jurídico do *insider trading* no Brasil, é importante mapear-se a história das disposições aplicáveis ao tema. Nesse sentido, a doutrina costuma entender que o Decreto-Lei nº 2.627, de 26 de setembro de 1940⁸³, foi o primeiro a prever o dever de prestar informações ao público, disposto em seu art.

⁸¹EIZIRIK, Nelson. **Questões de Direito Societário e Mercado de Capitais**. Rio de Janeiro. Forense, 1987, p. 63

⁸²CASTELLAR, João Carlos. **Insider Trading e os Novos Crimes Corporativos**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2008, p. 108.

⁸³BRASIL. **Decreto-Lei nº 2.627, de 26 de setembro de 1940**. Dispõe sobre as sociedades por ações. Brasília, DF: Presidência da República.

70, atuando, nesse sentido, de forma preventiva ao uso de informação privilegiada. No entanto, diversos doutrinadores sequer consideram tal dispositivo como o início da repressão ao *insider trading*, uma vez que esse era aplicável somente às companhias estrangeiras que começavam a instalar-se no país, representando principalmente uma preocupação com o registro e a autorização de funcionamento dessas⁸⁴.

Assim, Francisco Mussnich entende que o primeiro dispositivo normativo específico a tratar sobre o tema foi o artigo 3º, inciso X, da Lei n.º 4.728/65, que disciplinou o mercado de capitais no país⁸⁵. Mussnich destaca que este dispositivo é anterior à própria existência da CVM, criada para zelar pelo bom funcionamento do mercado brasileiro de valores mobiliários⁸⁶.

Conforme observado por Fábio Konder Comparato, tal dispositivo se revelou insuficiente à repressão do *insider trading*, uma vez que não estabelecia um regime de fiscalização e de sanções minimamente adequado⁸⁷.

Portanto, a maior evolução sobre o tema deu-se com o advento da Lei das S.A. (Lei.6.404/76), no qual o *insider trading* teve a sua devida ordenação, não como uma prática explicitada na referida lei, mas sim como uma decorrência dos deveres de diligência, de lealdade e de informação, os quais, segundo Proença, ao serem disciplinados, consubstanciaram a repressão ao referido delito, harmonizando os deveres dos administradores com “os fundamentos éticos do agir com probidade e justiça”⁸⁸, como se verifica da leitura do art. 155⁸⁹.

⁸⁴PROENÇA, José Marcelo Martins. **Insider Trading** – Regime Jurídico do Uso de Informações Privilegiadas No Mercado De Capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2005, pg. 274.

⁸⁵Art. 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*

⁸⁶MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. **O Insider Trading no Direito brasileiro**. São Paulo: Saraiva, 2017, p. 13.

⁸⁷COMPARATO, Fábio Konder. Insider Trading: Sugestões para uma moralização do nosso mercado de capitais. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. São Paulo, ano X, n. 2, p. 46, 1971.

⁸⁸PROENÇA, José Marcelo Martins. **Insider Trading** – Regime Jurídico do Uso de Informações Privilegiadas No Mercado De Capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2005, pg. 271.

⁸⁹ Art. 155. (...)

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

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

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

Dessa forma, ainda segundo Mussnich, a Lei das S.A. trouxe uma “densidade maior na abordagem, trazendo elementos capazes de permitir não só um melhor delineamento da figura do *insider trading*, como também a possibilidade de reparação pelos danos sofridos”⁹⁰. E, nas palavras de Eizirik e Mendonça Netto, até o advento desta lei não estaria estabelecido com clareza um sistema legal de repressão ao privilegiamento de informações⁹¹.

Ato contínuo, a partir de 2001 deu-se uma série de reformas que foram muito importantes para a legislação societária e para a legislação de mercado de capitais. Visando a conferir maior proteção dos investidores no mercado de capitais brasileiro, um dos tópicos para os quais se viraram os holofotes foi o tema do uso de informação privilegiada. A modificação mais significativa ocorreu com a criminalização do *insider trading* para as pessoas com obrigação de manter sigilo da informação ainda não divulgada ao mercado, com previsão de pena de reclusão e multa. A nova norma tomou a seguinte redação, inserida dentro da Lei no 6.385/1976:

*Art. 27-D. Utilizar informação relevante ainda não divulgada ao mercado, de que tenham conhecimento e da qual deva manter sigilo, capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida mediante negociação, em nome próprio ou de terceiro, com valores mobiliários.
Pena: 1 a 5 anos de reclusão e multa de até 3 vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime.*⁹²

A Lei nº 10.303/2001 também trouxe mais duas novas normas sobre uso de informação privilegiada fora do âmbito criminal. A primeira deu ênfase ao mandato legal da CVM de proteger os investidores contra o uso de informações privilegiadas, quando acrescentou a letra c, no item IV do artigo 4º da Lei nº 6.385/76, determinando expressamente que cabe à CVM:

BRASIL. **Lei 6,404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as sociedades por ações. Brasília, DF: Presidência da República.

⁹⁰Ibidem, pg. 14.

⁹¹EIZIRIK, Nelson Laks; e NETTO, Horácio de Mendonça. O Privilegiamento de Informações e o Caso Petrobrás. **Revista Brasileira de Mercado de Capitais**. Rio de Janeiro, v. 4, n. 10, p. 11, jan./abr. 1978.

⁹² BRASIL. **Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Brasília, DF: Presidência da República.

Art. 4.

[...]

IV. proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores de mercado contra:

[...]

c) uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários.⁹³

Houve também alteração da Lei de S.A., por meio da Lei no 10.303/2001, com o intuito de deixar claro que o ilícito de utilização de informação privilegiada seria aplicável a qualquer pessoa que a ela tivesse acesso e não apenas às pessoas internas, ligadas à companhia. Isso ocorreu com o acréscimo do parágrafo 4º ao artigo 155⁹⁴.

No ano seguinte, em 2002, a CVM aprovou nova regulamentação sobre atos e fatos relevantes, acrescentando disposições que estabeleceram a proibição de negociação para os *insiders* em período anterior e posterior à sua ocorrência, com a edição da Instrução CVM nº 358/2002⁹⁵.

Embora não diretamente relacionado com uso de informação privilegiada, e sim com o sistema informacional das companhias emissoras de valores mobiliários, pode-se dizer que a década iniciada em 2000 foi especialmente inovadora nesta matéria. Nesse sentido, cabe mencionar o aperfeiçoamento do conteúdo da informação gerada para o mercado pelas companhias, com a adoção de padrões internacionais, o que ocorreu por meio da Instrução CVM nº 400/2002, que trata do prospecto em oferta pública de valores mobiliários ao mercado e da Instrução CVM nº 480/2009, que adotou o denominado Formulário de Referência.

Em suma, a reforma de 2001 criminaliza a conduta do uso de informação privilegiada para as pessoas obrigadas a guardar sigilo da informação. Ficou, ainda, expresso que a CVM tinha competência e mandato legal para o ilícito de *insider* como forma de proteção do investidor. Adicionalmente, a reforma trouxe para o foro legal a amplitude do ilícito não só para os *insiders* primários, mas também para os secundários, o que já constava de norma administrativa e aparecia nas decisões de processos administrativos sancionadores da CVM.

⁹³ BRASIL. **Lei 10.303, de 31 de outubro de 2001**. Altera e acrescenta dispositivos na Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976 [...]. Brasília, DF: Presidência da República.

⁹⁴ Art. 155, parágrafo 4º: *É vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários.*

⁹⁵ Art. 13. *Antes da divulgação ao mercado de ato ou fato relevante ocorrido nos negócios da companhia, é vedada a negociação com valores mobiliários da sua emissão, ou a eles referenciados.*

Adentrando-se na parte administrativa, identifica-se como norma principal a Resolução nº 44, que 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, bem como a divulgação de informações sobre a negociação de valores mobiliários. A recente resolução da CVM revoga a Instrução CVM n.º 358/2002, a qual, por sua vez, havia revogado a antiga Instrução CVM n.º 31/1984, tendo essa assumido, à época, papel de destaque na regulamentação do *insider trading*, seguindo o movimento de unificação normativa proposto pela CVM.

Por fim, no que tange ao tratamento de informações privilegiadas em ofertas públicas, destaca-se a Instrução CVM nº 400/03. Esta tem como principal finalidade, conforme o art. 1º:

[...] assegurar a proteção dos interesses do público investidor e do mercado em geral, através do tratamento equitativo aos ofertados e de requisitos de ampla, transparente e adequada divulgação de informações sobre a oferta, os valores mobiliários ofertados, a companhia emissora, o ofertante e demais pessoas envolvidas. Outra regra diretamente relacionada ao combate ao *insider trading* encontra-se prevista no art. 48, inciso II, da Instrução CVM 400/03, com redação da Instrução CVM 533/13, que a editou. Nesta, a CVM deixa claro que a emissora, o ofertante e as instituições intermediárias devem abster-se de negociar com valores mobiliários até a publicação do Anúncio de Encerramento de Distribuição, salvo situações específicas descritas na norma.

Nesse ponto, cabe ressaltar que, devido ao caráter altamente reprovável da conduta que o legislador atribuiu à prática, o *insider trading* enseja responsabilização não somente nas esferas civil e administrativa, mas também, mais recentemente, na esfera penal. Nesse sentido, os ilícitos administrativos estão contidos na Lei nº 6.404/76⁹⁶ e em Instruções CVM, e os ilícitos penais foram introduzidos mediante reforma da Lei do Mercado de Capitais pela Lei nº 10.303/01, com a inclusão do artigo 27-D.

Vale ressaltar que, conforme a doutrina, não há uma distinção essencial entre o que se denomina ilícito penal e ilícito administrativo⁹⁷. Isso porque, em ambos, existe o mesmo fundamento ético, constituído pela infração a um dever preexistente e pela

⁹⁶BRASIL. **Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as sociedades por ações. Brasília, DF: Presidência da República.

⁹⁷EIZIRIK, Nelson Laks; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas.

Mercado de Capitais – Regime Jurídico. 2. ed. (revisada e atualizada). Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

imputação do resultado à consciência do agente. Assim, apesar de ser considerado apenas um ato ilícito, as consequências na esfera jurídica podem ser diversas.

Contudo, cabe ressaltar uma diferença importante entre a esfera penal e a administrativa: o sujeito ativo. Enquanto, na esfera penal, só podem ser incriminadas as pessoas obrigadas a guardar sigilo - como por exemplo, o acionista controlador, administradores, membros do conselho fiscal e prestadores de serviço, vide dispositivos da Lei nº 6.385/76 -, na esfera administrativa, qualquer pessoa pode ser punida em virtude do uso de informação privilegiada, uma vez preenchidos os requisitos definidos na Resolução 44. Uma análise mais detalhada deste sujeito ativo será realizada no capítulo 2.4.2.

2.4. REQUISITOS PARA A CONFIGURAÇÃO DA PRÁTICA DE *INSIDER TRADING*

Analisadas as normas aplicáveis referentes à prática de *insider trading*, faz-se necessária a devida delimitação do que exatamente constitui o ilícito de *insider trading*, seja no âmbito administrativo, penal ou civil, uma vez que nem toda negociação realizada por investidor na posse de informação privilegiada constitui necessariamente um ato ilícito.

Assim, conforme mencionado, a prática de *insider trading* pode ser definida como a negociação de compra e venda de valores mobiliários realizada por alguém que detinha conhecimento de informações relevantes, no período em que tais informações ainda estavam pendentes de divulgação ao mercado.

No entendimento consolidado da Comissão de Valores Mobiliários⁹⁸, a configuração da prática *insider trading* exige a presença de quatro elementos fundamentais (i) existência de informação relevante ainda não divulgada ao mercado; (ii) acesso privilegiado a tal informação; (iii) utilização dessa informação na negociação de valores mobiliários; e (iv) intenção de auferir vantagem indevida, para si ou para outrem⁹⁹.

⁹⁸COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Uso Indevido de Informação Privilegiada (Insider Trading)/ Cadernos CVM**. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2016.

⁹⁹Estes requisitos podem ser encontrados em diversos julgados da CVM, vide, por exemplo,, PAS CVM nº RJ2015/9443, j. 04.06.2019; PAS CVM nº 26/2010, j. 27.11.2018; PAS CVM nº RJ2015/13651, j. 20.02.2018; PAS CVM nº RJ2014/3401, j. 05.12.2017; PAS CVM nº RJ2016/5039, j. 26.09.2017; PAS CVM nº RJ2014/3225, j. 13.09.2016; PAS CVM nº RJ2011/3823, j. 09.12.2015; PAS CVM nº RJ2013/2714, j. 07.10.2014; PAS CVM nº 13/09, j. 13.12.2011; PAS CVM nº 15/04, j. 07.07.2009; PAS CVM nº 24/05, j. 07.10.2008; PAS CVM nº 04/2004, j. 28.06.2006; e PAS CVM nº 17/2002, j. 25.10.2005.

Dessa maneira, cumpre analisar cada um dos referidos requisitos:

2.4.1 A Existência de Informação Relevante Ainda não Divulgada ao Mercado

Somente será possível cogitar-se a existência de *insider trading* quando se estiver diante de uma informação relevante, também conhecida como privilegiada. A Lei das S.A., no artigo 155, §1^o¹⁰⁰, define como relevante a informação “*capaz de influir, de modo ponderável, na cotação dos valores mobiliários, causando a sua alta ou queda*”.

Ainda, o §4^o do art. 157 da mesma Lei dispõe que:

§ 4^o Os administradores da companhia aberta são obrigados a comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembleia-geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou fato relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia.¹⁰¹

Nessa linha, a recentíssima Resolução 44 ampliou esse conceito em seu Artigo 2^o, afirmando que informação relevante seria

(...) qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembleia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável:
I – na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados;
II – na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários; ou
III – na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados

¹⁰⁰Art. 155: (...) “§ 1^o 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.”

¹⁰¹BRASIL. **Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as sociedades por ações. Brasília, DF: Presidência da República.

Veja-se que essa nova resolução traz um rol exemplificativo no parágrafo único do referido artigo, ampliando o rol em comparação com o trazido pela antiga Instrução CVM n.º 358/02¹⁰².

Ou seja, consoante a legislação brasileira, informação relevante ou privilegiada é aquela capaz de produzir efeitos significativos sobre as negociações de títulos, quando avaliadas por um investidor médio¹⁰³, sendo capaz de atrair ou afastar investidores de determinado papel, na medida em que esta poderia influenciar sensivelmente a cotação do ativo.

Diante da possível subjetividade de tal classificação, foram desenvolvidos pela jurisprudência critérios para caracterização de informação relevante, cujo objetivo é o de auferir de forma mais objetiva a relevância da informação ainda não divulgada no mercado. Sobre tais critérios, Nelson Eizirik argumenta que, a partir de decisões dos tribunais norte-americanos, teria sido estabelecido um “teste de relevância”, com base em juízo de probabilidade e magnitude, que considera os seguintes fatores: (i) a probabilidade de um acordo final; (ii) se já existem decisões dos órgãos de administração aprovando a operação ou relatórios e pareceres elaborados por consultores; e (iii) o possível impacto da operação sobre os negócios da companhia e a cotação de suas ações. Assim, se é provável que a operação será concluída e ela

¹⁰²Parágrafo único. Observada a definição do caput, são exemplos de ato ou fato potencialmente relevante, dentre outros, os seguintes: I – assinatura de acordo ou contrato de transferência do controle acionário da companhia, ainda que sob condição suspensiva ou resolutiva; II – mudança no controle da companhia, inclusive por meio de celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas; III – celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas em que a companhia seja parte ou interveniente, ou que tenha sido averbado no livro próprio da companhia; IV – ingresso ou saída de sócio que mantenha, com a companhia, contrato ou colaboração operacional, financeira, tecnológica ou administrativa; V – autorização para negociação dos valores mobiliários de emissão da companhia em qualquer mercado, nacional ou estrangeiro; VI – decisão de promover o cancelamento de registro da companhia aberta; VII – incorporação, fusão ou cisão envolvendo a companhia ou empresas ligadas; VIII – transformação ou dissolução da companhia; IX – mudança na composição do patrimônio da companhia; X – mudança de critérios contábeis; XI – renegociação de dívidas; XII – aprovação de plano de outorga de opção de compra de ações; XIII – alteração nos direitos e vantagens dos valores mobiliários emitidos pela companhia; XIV – desdobramento ou agrupamento de ações ou atribuição de bonificação; XV – aquisição de valores mobiliários de emissão da companhia para permanência em tesouraria ou cancelamento, e alienação de valores mobiliários assim adquiridos; XVI – lucro ou prejuízo da companhia e a atribuição de proventos em dinheiro; XVII – celebração ou extinção de contrato, ou o insucesso na sua realização, quando a expectativa de concretização for de conhecimento público; XVIII – aprovação, alteração ou desistência de projeto ou atraso em sua implantação; XIX – início, retomada ou paralisação da fabricação ou comercialização de produto ou da prestação de serviço; XX – descoberta, mudança ou desenvolvimento de tecnologia ou de recursos da companhia; XXI – modificação de projeções divulgadas pela companhia; e XXII – pedido de recuperação judicial ou extrajudicial, requerimento de falência ou propositura de ação judicial, de procedimento administrativo ou arbitral que possa vir a afetar a situação econômico-financeira da companhia

¹⁰³ EIZIRIK, Nelson. **Lei das S/A comentada**. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 373. v.2.

trará impacto significativo sobre os negócios da companhia, afetando a cotação de seus títulos no mercado, já existe uma informação relevante¹⁰⁴.

A fim de caracterizar uma informação como relevante, deve-se também atentar para o seu efeito no mercado de valores mobiliários. Mesmo que se trate de informação relevante ainda não divulgada, caso o efeito na cotação do valor das ações não seja significativo, a CVM entende que não configura prática de *insider trading*. Nesse sentido, a CVM, ao analisar um caso de acusação de prática de *insider trading*, entendeu que:

Quanto à venda de ações da CCP Investimentos, parece-me que o mercado já havia antecipado seus efeitos a partir de 14 de março de 2007, quando a Cyrela informou, por meio de fato relevante, que efetuará uma cisão para segregar suas atividades de incorporação comercial e industrial. Faltou informar que, além da cisão, a segregação de atividades envolvia a venda de ações representando 28,86% do capital da CCP Investimentos. Essa não era uma informação desprezível; sua divulgação certamente teria contribuído por uma melhor compreensão da operação. Contudo, o principal efeito do negócio, a segregação operacional almejada pela administração, já havia sido assimilado pelo mercado. A meu ver, essa informação reduziu bastante o impacto sobre o mercado da venda de ações, descaracterizando-a como fato relevante¹⁰⁵.

No que diz respeito ao sigilo da informação, esse se refere ao sigilo necessário à realização de negócios societários durante o período que antecede a formalização do negócio e a ampla divulgação da informação para o mercado (eis que não é permitido aos administradores manter sigilo de informações relevantes por tempo superior ao estritamente necessário à formalização do negócio)¹⁰⁶.

Portanto, a informação que pode ser objeto da prática de *insider trading* deve ser (i) capaz de influenciar significativamente o valor da cotação das ações, (ii) seus efeitos no mercado devem ser relevantes; e (iii) a informação deve ser sigilosa, referente a período anterior à prática de relevantes atos societários. Estando presentes estes requisitos, está-se diante de uma informação relevante/privilegiada.

2.4.2 O Acesso Privilegiado à Informação Relevante

¹⁰⁴EIZIRIK, Nelson. **Lei das S/A comentada**. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 374, v. 2.

¹⁰⁵BRASIL Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2008/9022**. Diretor-Relator: Eli Loria. Julgado em: 9 de fev. de 2010.

¹⁰⁶CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. 6. ed. São Paulo: Saraiva, 2014. p. 441, v. 3.

Para que esteja configurada a prática do ilícito *insider trading*, não basta a existência de informação relevante ainda não divulgada: deve haver um sujeito com acesso a essa informação (o *insider*).

O sujeito ativo no *insider trading* é de difícil definição. Pela redação original da Lei das S/A, só eram tratados como sujeitos ativos da prática de *insider trading* os administradores de companhias abertas, seus subordinados e pessoas de sua confiança (respondendo esses inclusive pelo vazamento da informação privilegiada).

A Lei 10.303/01 incluiu o §4º ao artigo 155 da Lei das S.A, que afirma ser 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”¹⁰⁷. A partir desta redação, entende-se que o sujeito ativo pode ser qualquer pessoa que possua a informação privilegiada e dela se utilize para obter vantagem, para si ou para outrem¹⁰⁸. Assim, o *insider* pode ser qualquer um que esteja em situação privilegiada perante outras pessoas de interesses econômicos, em razão do acesso a informação relevante não divulgada ao mercado.

Nos Estados Unidos, a abrangência da repressão é reduzida em comparação ao Brasil, existindo o entendimento consolidado no sentido de que para a responsabilização pela prática de *insider trading* é necessário que o acusado possua dever fiduciário para com relação à companhia – mesmo que tal dever tenha sido adquirido de terceiro, pois é elemento essencial para a configuração do ilícito a existência do dever fiduciário do agente perante a companhia emissora de valores mobiliários¹⁰⁹.

No Brasil, independentemente de relacionamento direto ou não com a companhia e da existência ou não de dever fiduciário perante ela, o *insider* pode ser qualquer pessoa que obteve acesso à informação relevante ainda não divulgada ao mercado¹¹⁰. Por essa razão, a doutrina e a CVM adotam uma divisão entre os *insiders*,

¹⁰⁷BRASIL. **Lei 10.303, de 31 de outubro de 2001**. Altera e acrescenta dispositivos na Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976 [..]. Brasília, DF: Presidência da República.

¹⁰⁸FILHO, Alfredo Lamy; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **Direito das Companhias**. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 1153.

¹⁰⁹BARBOSA, Marcelo. Algumas notas sobre insider trading. In: VENANCIO FILHO, Alberto; LOBO, Carlos Augusto Silveira; ROSMAN, Luiza Alberto Colonna. **Lei das S.A. em seus 40 anos**. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 287

¹¹⁰Resolução CVM n.º 44/2021. Art. 13. É vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, **por qualquer pessoa** que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, mediante negociação de valores mobiliários.

especialmente em razão da produção de provas, que será melhor analisada mais adiante, dividindo-os em primários e secundários.

Assim, em suma existe (i) o *insider* primário, que é o que está dentro da companhia e acompanha a operação, podendo ser um acionista controlador, um administrador da companhia ou qualquer funcionário que detenha acesso direto a informações relevantes ainda não divulgadas, incluindo também pessoas que não trabalham diretamente na empresa, mas que possuem acesso a essas informações, como consultores e advogados, e (ii) o *insider* secundário, que é aquele que recebe informação privilegiada, direta ou indiretamente, a partir de um *insider* primário. Esse ato de vazar informações de dentro da empresa é conhecido como *tipping*.

No conceito de Eizirik, os '*insiders* primários' ou 'institucionais' seriam aqueles que detêm acesso a informação privilegiada em razão de sua condição de acionistas controladores, pelo fato de ocuparem cargo de administração, ou ainda no exercício de uma função, mesmo pública, de uma profissão ou de um ofício, ainda que temporário, que lhes permita o acesso direto a uma informação privilegiada. Seriam as pessoas que recebem, diretamente, a informação privilegiada de sua fonte e têm o conhecimento especializado suficiente para saber que tal informação é relevante. Já os '*insiders* secundários' (*tippees*) seriam aqueles que recebem a informação privilegiada, direta ou indiretamente dos '*insiders* primários' e não estariam obrigados ao dever de sigilo e nem necessariamente sabem que se trata de uma informação privilegiada.¹¹¹

Nessa linha, o *insider* secundário pode ser também um *insider* accidental, nos casos em que a informação não foi passada intencionalmente por quem a detinha - por exemplo, em caso de alguém ouvir uma conversa de terceiros em um espaço público que contenha informações privilegiadas do mercado e utilizar-se destas informações para compra e venda de ações¹¹².

Outrossim, verifica-se que essa distinção entre *insider* primário e secundário não é capaz, muitas vezes, de abarcar todos os cenários nos quais se verifica a existência de um *insider*. Por essa razão, concebeu-se também a figura de um *insider* temporário, o qual abarca a categoria de profissionais que não são empregados ou

¹¹¹EIZIRIK, Nelson Laks; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais – Regime Jurídico**. 2. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 545.

¹¹²COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Uso Indevido de Informação Privilegiada (Insider Trading)/ Cadernos CVM**. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2016, p. 22.

administradores da empresa - tampouco parentes ou amigos destes - mas que possuem uma relação temporária com a companhia em função do exercício de uma atividade que lhes confira acesso privilegiado a informações, como um advogado, um consultor ou um contador da companhia. A própria CVM já se manifestou nesse sentido:

Em sentido semelhante ao da opinião dos eminentes juristas citados, o Relatório da IOSCO (Organização Mundial das Comissões de Valores) divulgado em março de 2003 sobre a regulação internacional do Insider Trading esclarece que a definição de insider tem mesmo sido expandida para incluir na categoria de insider primário, isto é, aquele que tem acesso à informação privilegiada, os terceiros que prestam serviços à empresa, como os advogados¹¹³.

Desse modo, o sujeito ativo do *insider trading* pode ser qualquer um - seja alguém de dentro da empresa ou de fora da empresa. Os requisitos, todavia, para verificação do ato ilícito praticado por cada um dos sujeitos são diferentes, a depender do seu grau (primário ou secundário), requisitos estes que serão analisados detalhadamente no capítulo 3.

2.4.3 Utilização de informação privilegiada na negociação de ações com a intenção de obter vantagem indevida

Além da existência de informação privilegiada e do acesso de alguém a esta informação, para existir o *insider trading* faz-se necessária a prática da negociação de ações no mercado com base nessas informações, com o intuito de auferir vantagem indevida para si ou para outrem. Tal requisito nada mais é do que a negociação com intenção de tirar proveito da informação privilegiada.

Antes de tudo, insta esclarecer que a efetiva obtenção de vantagem é dispensável, eis que basta estar presente a *intenção* da obtenção de vantagem indevida. A inexistência do dano em si, portanto, não afasta as consequências da prática mal-intencionada. A própria CVM já se manifestou nesse sentido:

Mesmo que os acusados não tivessem apurado lucro nas respectivas operações, como efetivamente ocorreu, já é consolidado o entendimento do

¹¹³BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ - 4/2004**. Trecho do voto do Relator Presidente Marcelo Fernandez Trindade: Caso Eletropaulo. Julgado em 28 de jun. de 2006.

Colegiado da CVM de que o lucro não é requisito necessário para a caracterização do ilícito de uso indevido de informações privilegiadas. A efetiva consecução da vantagem não integra a caracterização do insider, basta, simplesmente, negociação por qualquer pessoa que detenha informação privilegiada. Afasto, portanto, também essa linha de defesa¹¹⁴.

O dano, todavia, é imprescindível para condenação na esfera cível, caso se tenha intenção de obter indenização por eventual negociação com base em informação privilegiada, nos termos do §3º do art. 155 da Lei das S.A.¹¹⁵. Segundo afirma Campos, embora a ausência de resultado afastaria a incidência do §3º do artigo 155 da LSA, à medida que, no plano civil, não haveria perdas ou danos a serem reparados, pode, todavia, ter consequências nos planos administrativo e criminal, esta última hipótese observado o tipo penal previsto no artigo 27 D da Lei nº 6.385/1.976¹¹⁶.

Assim, estando presente o nexo causal entre a ciência da informação privilegiada por parte do sujeito ativo, e o uso dessa informação em negociações, pressupõe-se estar presente a intenção do agente de obter vantagem indevida.

Quanto ao ponto, é bastante discutida a contraposição entre a LSA e a regulamentação da matéria nas Instruções da CVM. Isso porque o art. 155 da LSA prevê expressamente o elemento subjetivo como pressuposto do *insider trading*, porém o art. 13 da Instrução CVM nº 358/2002, ao abordar essa matéria, não menciona a intenção do agente. Todavia, mesmo que não conste expressamente no art. 13 da Instrução CVM nº 358/2002 a necessidade de a negociação ser acompanhada da intenção, a interpretação correta é a de que a intenção se encontra implícita no dispositivo, uma vez que, caso assim não o fosse, a norma da CVM seria contrária à normativa legal da Lei das S.A, o que não seria admitido.

Isso já era destacado em 2002, meses após a edição da Instrução CVM nº 358/2002, pelos diretores da CVM, dos quais destaca-se o seguinte trecho de julgamento realizado pelo então Diretor Wladimir Castelo Branco:

¹¹⁴BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2011/3665**, trecho do voto da Relatora Diretora Luciana Dias: Caso Aços Villares, julgado em 3 de abril de 2012.

¹¹⁵Art. 155: (...) § 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.
BRASIL. **Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as sociedades por ações. Brasília, DF: Presidência da República.

¹¹⁶CAMPOS, Coaduna Luiz Antônio de Sampaio. **Direito das Companhias**. Rio de Janeiro: Forense. 2009. v.1., p. 1.153

47. Observo que a finalidade de tais dispositivos regulamentares era, de fato, proibir a negociação de valores mobiliários por aquelas pessoas que tivessem acesso a informações relevantes acerca da empresa emissora, antes que essas informações se tornassem públicas. Tal finalidade inspirou de igual modo a Instrução CVM nº 358, de janeiro de 2002, que a substituiu. A vantagem patrimonial a que se refere o art. 10 soa redundante, já que a natureza econômica das operações com valores mobiliários a pressupõe. Tanto é assim que o subsequente art. 11 sequer a menciona, assim como o art. 13 da Instrução CVM nº 358, atualmente em vigor¹¹⁷.

Portanto, verifica-se que a CVM já se manifestou quanto ao ponto, admitindo ser necessária a presença do elemento intencional para configuração do *insider trading*, presunção esta, no entanto, que é relativa e que admite prova em contrário. Diante do princípio da inocência que vige no ordenamento jurídico brasileiro¹¹⁸, não seria possível, no âmbito do direito sancionador, a imposição de sanção pela ocorrência do evento típico sem a análise do elemento subjetivo de quem teria praticado a conduta ilícita¹¹⁹. Assim, se o agente não agiu com dolo ou culpa, a Administração Pública não poderia sancionar sua conduta.

Em relação a quais os elementos que poderiam ser utilizados para verificação da intenção do agente ao negociar com base em informações privilegiadas, a CVM entende que elementos habitualmente considerados são (i) o momento e (ii) habitualidade da operação¹²⁰, afirmando ser possível construir um perfil de investimento do suspeito com base nesses dois elementos.

Em um caso conhecido como caso “Eletropaulo”¹²¹, o qual tem por objeto a apuração do uso de informação privilegiada relacionada ao processo de reestruturação das dívidas do Grupo AES¹²² junto ao Banco Nacional de Desenvolvimento de Econômico e Social (BNDES), ocorrido quando da privatização da Eletropaulo Metropolitana Eletricidade de São Paulo S.A., a CVM entendeu que,

¹¹⁷BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 33/2000**. Caso Elevadores Atlas. Julgado em 20 de dezembro de 2002.

¹¹⁸“A presunção de inocência é garantia constitucional e direito fundamental dos acusados no processo penal, devendo incidir, também aos processos administrativos de natureza sancionadora. É um direito fundamental “implícito nos processos administrativos” (BACELAR FILHO, Romeu Felipe. **Processo Administrativo Disciplinar**. 2 ed. São Paulo: Max Limonad, 2003. p. 306)

¹¹⁹OSÓRIO, Fábio Medina. **Direito Administrativo Sancionador**. 2 ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2005, p. 425 - 426.

¹²⁰BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo CVM nº RJ 2010/1666**. Caso Lojas Renner. Julgado em 03 de abril de 2012.

¹²¹BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo CVM nº RJ 04/2004**. Caso Eletropaulo, julgado em 28 de junho de 2006.

¹²²Aqui entendido como o conjunto de companhias abertas controladas pela AES Corporation composto pelas seguintes empresas: Eletropaulo Metropolitana Eletricidade de São Paulo S.A. (“Eletropaulo”), AES Elpa S.A. (“AES Elpa”), AES Sul Distribuidora Gaúcha de Energia S.A. (“AES Sul”), AES Tietê S.A. (“AES Tietê”) e Energia Paulista Participações S.A. (“Energia Paulista”).

apesar da consequência de lucro não ser requisito do ilícito, a efetiva obtenção de lucro expressivo com a operação poderia ser sopesada para que se presumisse a intenção de auferir vantagem. Em sentido contrário, a CVM também já afirmou que o envolvimento de valores relativamente baixos nas operações e da possibilidade de individualizar uma finalidade específica afastariam a presunção da intenção de obter vantagem indevida¹²³.

Assim, de forma geral, pode-se afirmar que a “construção de um perfil suspeito” que alie os três requisitos mencionados (informação privilegiada sigilosa, acesso a essa informação e uso da informação para negociação com intenção de obter vantagem) seria, em um primeiro momento, satisfatório para caracterização do ilícito *insider trading*.

Ocorre, todavia, que se verifica uma série de polêmicas no que tange à questão probatória relativa a cada um dos três requisitos, uma vez que averiguação de cada um deles se dá de forma muito tênue e, majoritariamente, através de prova indiciária. Essa questão probatória relacionada aos requisitos mencionados será minuciosamente analisada a seguir, nos capítulos 3 e 4.

3 A PROVA INDICIÁRIA: INDÍCIOS, PRESUNÇÕES E ANÁLISE DA JURISPRUDÊNCIA

O Estado é o titular do poder punitivo quando determinado indivíduo pratica uma conduta tipificada, seja penal ou administrativamente, capaz de impor a devida sanção legitimamente. Mesmo tendo isso em conta, é certo que o poder punitivo do Estado deverá ser exercido de forma limitada, assegurando o respeito às garantias individuais constantes da Constituição Federal. Em razão disso, verifica-se que o processo penal, bem como o Processo Sancionador, é marcado pelo conflito entre o direito de punir do Estado e as garantias individuais do cidadão.

¹²³ Comissão de Valores Mobiliários, Processo Administrativo CVM nº RJ 25/2004, Caso TCO.

Nesse sentido, em um Estado Democrático como o que vivemos, os sujeitos de direito só poderão ser punidos quando respeitado o devido processo legal, contemplado pelo artigo 5º, inciso LIV, da Constituição Federal de 1988¹²⁴.

Do que decorre a necessidade de que, no âmbito de procedimento legalmente regulamentado, seja comprovada a prática da conduta ilícita, com todos seus elementos, bem como a autoria e culpabilidade do agente.

Da mesma forma, respeitada a presunção da inocência, prevista no artigo 5º, inciso LVII, da Constituição Federal de 1988¹²⁵, será necessária que a comprovação da autoria e materialidade da conduta ilícita supere a dúvida razoável, para que a condenação e imposição de penalidade sejam legítimas. Finalmente, em conformidade com o princípio da presunção de inocência, sendo a lógica diferente para o processo civil e as demais áreas do direito, em princípio, o ônus da prova recai sobre a acusação, que deve apresentar provas robustas capazes de demonstrar os elementos necessários para configuração da conduta de modo que a condenação esteja justificada.

Assim, a prova, que deverá ser o meio para comprovar os fatos alegados no processo, tem por objetivo principal, tanto para a acusação como para a defesa, de formar o convencimento do julgador.

Além disso, pelo princípio do livre convencimento motivado, disposto no artigo 155 do Decreto-Lei nº 3.689, de 3 de outubro de 1941 (Código de Processo Penal)¹²⁶, bem como pelo artigo 93, inciso IX, da Constituição Federal de 1988¹²⁷, não há hierarquia pré-determinada do valor de cada prova, cabendo ao juiz valorar as provas apresentadas no âmbito do processo para motivar sua decisão.

¹²⁴ Art. 5º Todos são iguais perante a lei, sem distinção de qualquer natureza, garantindo-se aos brasileiros e aos estrangeiros residentes no País a inviolabilidade do direito à vida, à liberdade, à igualdade, à segurança e à propriedade, nos termos seguintes:
[...]

LIV - ninguém será privado da liberdade ou de seus bens sem o devido processo legal;
BRASIL. **Constituição da República Federativa do Brasil de 1988**. Brasília, DF.

¹²⁵ Art. 5º Todos são iguais perante a lei, sem distinção de qualquer natureza, garantindo-se aos brasileiros e aos estrangeiros residentes no País a inviolabilidade do direito à vida, à liberdade, à igualdade, à segurança e à propriedade, nos termos seguintes:
[...]

LVII - ninguém será considerado culpado até o trânsito em julgado de sentença penal condenatória;
BRASIL. **Constituição da República Federativa do Brasil de 1988**. Brasília, DF.

¹²⁶ BRASIL. **Decreto-Lei nº 3.689, de 3 de outubro de 1941**. Código de Processo Penal. Brasília, DF: Presidência da República.

¹²⁷ BRASIL. **Constituição da República Federativa do Brasil de 1988**. Brasília, DF.

De acordo com esse princípio, que rege o sistema de persuasão racional positivado no ordenamento atual, cabe ao julgador formar o seu convencimento de maneira livre e racional, com base no conjunto de provas constantes dos autos. Feita essa introdução sobre o funcionamento do Processo Penal e, conseqüentemente, do Processo Sancionador, no presente Capítulo far-se-á uma análise da prova indiciária no âmbito de processos envolvendo *insider trading*, apresentando o conceito dessa espécie de prova, bem como considerações a ela relacionadas presentes em julgamentos, principalmente, no âmbito da Comissão de Valores Mobiliários.

3.1 PROVA INDIRETA

A palavra “prova” tem sentido amplo, destinando-se a fornecer ao julgador o conhecimento dos fatos necessários para formar sua convicção acerca do julgamento a ser proferido. Em outras palavras, são as provas que permitem a formação do juízo de convencimento acerca da pretensão das partes (e, no caso de um processo administrativo sancionador, acerca das imputações aos acusados).

Segundo Francisco Mussnich¹²⁸, a prova pode ser classificada, quanto ao seu objeto, como direta ou indireta. A prova direta, para o autor, seria atua diretamente no convencimento do juiz a respeito do fato controverso. Já a prova indireta seria aquela que se apresenta para persuadir indiretamente o julgador, por meio de um raciocínio lógico e de indícios a respeito do fato discutido. Ainda segundo Mussnich, quando o objeto demonstrado é o próprio fato discutido, a prova é direta, e quando o objeto demonstrado é outro fato, do qual se infere ou deduz o que se quer provar, a prova é indireta. Disso pode-se aferir que a prova indireta é a prova de indícios.¹²⁹

Nesse sentido, a prova indiciária é o clássico exemplo de prova indireta. Ou seja, de prova que não tem relação imediata com a conduta, o fato que se quer provar, mas pela qual é possível chegar ao fato, ou pelo menos, a parte dele, através de uma construção lógica, conforme será explicado a seguir.

¹²⁸MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. **O Insider Trading no Direito Brasileiro**. São Paulo: Saraiva, 2017, p. 79.

¹²⁹MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. **O Insider Trading no Direito Brasileiro**. São Paulo: Saraiva, 2017, p. 79.

3.1.1 Prova Indiciária

O artigo 239 do Código de Processo Penal estabelece que indício é “a circunstância conhecida e provada, que, tendo relação com o fato, autorize, por indução, concluir-se a existência de outra ou outras circunstâncias¹³⁰”.

Nas palavras de Assis de Moura, indício deve ser entendido como todo e qualquer “rastros, vestígio, sinal e, em geral, todo fato conhecido, devidamente provado”, que permite “conduzir ao conhecimento de outro fato desconhecido, a ele relacionado por meio de um raciocínio indutivo dedutivo”¹³¹. Ou seja, o indício revela algum elemento do fato, sem, no entanto, comprová-lo por inteiro.

Já consoante Francisco Carrara, os indícios seriam “aquelas circunstâncias que, embora não constituam em si o delito, e sejam materialmente diversas da ação criminosa, sem embargo a revelam, por uma certa relação que pode existir entre tais circunstâncias e o fato criminoso que se investiga.”¹³²

Nessa linha, no entendimento da professora Norma Parente, o indício é um fato conhecido, que se destinaria a revelar “outro fato dolosamente camuflado, escondido e disfarçado, sendo que a presunção é o raciocínio que se faz a partir do fato certo e provado para comprovar fato incerto e provável¹³³”.

Assim, pode-se concluir que o indício é um instrumento para a comprovação do fato, porém que não se confunde com ele mesmo, tratando-se de fatos (certos e provados) diversos desse, ainda que ligados a este. Portanto, o indício é o ponto de partida para a construção da prova indiciária. A prova indiciária, por sua vez, é o resultado de uma construção lógica a partir do raciocínio indutivo, que estabelece a conexão entre diversos fatos conhecidos e provados (indícios) e o fato que se pretende provar¹³⁴.

¹³⁰BRASIL. Decreto-Lei nº 3.689, de 3 de outubro de 1941. **Código de Processo Penal**. Brasília, DF: Presidência da República.

¹³¹MOURA, Maria Thereza Rocha de Assis. **A Prova por indícios no Processo Penal**. São Paulo: Saraiva, 1994, p. 38.

¹³²CARRARA, Francesco. **Programa do Curso de Direito Criminal**. Campinas: LZN, 2002. v. 1. p. 344.

¹³³PARENTE, Norma Jonssen. **Tratado de Direito Empresarial - Mercado de Capitais**. 2. ed. São Paulo: Thomson Reuters Revista dos Tribunais, 2018. v. 7, p. 23.

¹³⁴FIGUEIREDO, Bianca Napoli, **Prova Indiciária na Responsabilização de Insider Trading nos precedentes da Comissão de Valores Mobiliários**. Rio de Janeiro, 2017, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, p. 45.

Não há dúvidas sobre a validade da prova indiciária no Processo Penal e no Processo Sancionador, primeiro, em razão de sua previsão expressa no artigo 239 do Código de Processo Penal¹³⁵, mas também é possível se extrair do artigo 5º, inciso LVI, da Constituição Federal de 1988¹³⁶, que todos “os meios de provas tidos como lícitos pelo ordenamento jurídico, ou seja: provas documentais; testemunhas; confissão; indícios; e diligências realizadas por funcionários do órgão administrativo”.

No PAS CVM nº 25/2010, o Diretor Henrique Balduino assevera a relevância da prova indiciária nos casos nos quais não é possível obter prova direta:

Como se vê, a utilização da prova indiciária é de especial importância em contextos de infrações nas quais nem sempre é possível obter uma prova direta dos envolvidos no momento exato do cometimento do ilícito, que, no presente caso, poderia advir de uma gravação telefônica dos Acusados discutindo o teor da relevância e do sigilo da informação ainda não divulgada ao mercado¹³⁷.

Além disso, no Código de Processo Civil, a validade da prova indiciária é atestada nos seguintes dispositivos (i) permissão para as partes da utilização de todos os meios legais, bem como os moralmente aceitos, para comprovação da verdade dos fatos, previsto artigo 369 do Código de Processo Civil¹³⁸, (ii) princípio do livre convencimento do juiz, constante do artigo 371 Código de Processo Civil¹³⁹.

Desse modo, verifica-se que a prova indiciária é um meio de prova que pode ser utilizado tanto para justificar uma condenação de acusado em um procedimento penal, quanto para justificar uma condenação administrativa, no âmbito de um procedimento sancionador, como em caso de prática de *insider trading*.

¹³⁵ BRASIL. **Decreto-Lei nº 3.689, de 3 de outubro de 1941**. Código de Processo Penal. Brasília, DF: Presidência da República.

¹³⁶Artigo 5º. (...) LVI: “são inadmissíveis, no processo, as provas obtidas por meios ilícitos”
BRASIL. **Constituição da República Federativa do Brasil de 1988**. Brasília, DF

¹³⁷BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Extrato da Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 25/2010**. Diretor-Relator: Henrique Balduino Machado Moreira. Presidente da sessão de julgamento: Leonardo P. Gomes Pereira. Julgado em 4 de julho de 2017.

¹³⁸Artigo 369: “As partes têm o direito de empregar todos os meios legais, bem como os moralmente legítimos, ainda que não especificados neste Código, para provar a verdade dos fatos em que se funda o pedido ou a defesa e influir eficazmente na convicção do juiz”.
BRASIL. **Lei 13.105 de 16 de março de 2015**. Código de Processo Civil. Brasília, DF: Presidência da República.

¹³⁹ BRASIL. **Lei 13.105 de 16 de março de 2015**. Código de Processo Civil. Brasília, DF: Presidência da República.

3.1.2 Meros Indícios

Há uma diferença, todavia, entre a prova indiciária capaz de condenar um acusado pelo uso de informações privilegiadas na negociação de valores mobiliários, e a existência de meros indícios dessa prática, incapazes de embasar eventual condenação.

Isso porque, para a condenação de investidor pela utilização de informações privilegiadas na negociação de valores mobiliários, e por outras condutas ilícitas analisadas no âmbito da Comissão de Valores Mobiliários com fundamento em prova indiciária, não bastam a existência apenas de meros indícios; faz-se necessária a apresentação pela acusação de indício múltiplos, veementes, convergentes e graves, conforme trecho constante do PAS CVM nº 24/05:

A existência de qualquer indício não é suficiente para ensejar a condenação. Há que se diferenciar o indício da prova indiciária, eis que, de fato, o mero indício não autoriza a condenação, mas tão somente a prova indiciária, quando representada por indícios múltiplos, veementes, convergentes e graves, que autoriza uma conclusão robusta e fundada acerca do fato que se quer provado¹⁴⁰.

Desse modo, para embasar devidamente a condenação do acusado com base em prova indiciária, é necessário que os indícios constantes no caso sejam (ii) múltiplos, veementes, convergentes e graves - ou seja, que constituam mais do que uma mera conjectura - e que (ii) não sejam apresentados contra indícios capazes de fragilizar a acusação. Além disso, é importante comprovar a conduta ilícita de modo que (iii) supere a dúvida razoável, considerando a necessidade de prezar pelo princípio da presunção de inocência.

Acerca do tema, assim já se manifestou a CVM quando do julgamento do PAS CVM nº RJ 2002/2405, nas palavras do Diretor Luiz Antônio Campos:

Portanto, **sempre que a questão não seja estreme de dúvidas e que dos fatos possam decorrer mais de uma explicação ou interpretação, não se pode, sob pena de afronta a regras legais e constitucionais, adotar aquela que é mais prejudicial ao acusado, afastando-se as hipóteses que lhe seriam mais benéficas, notadamente quando se trata de processo baseado exclusivamente em indícios.** (...) Em função destes fatos, tanto a doutrina quanto a jurisprudência já apontaram que **os indícios devem ser examinados com redobrada cautela, porque, muitas vezes,**

¹⁴⁰BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Extrato da sessão de julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM 24/05.** Diretor Relator: Sergio Weguelin. Presidente da sessão de julgamento: Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana. Julgado em 7 de outubro de 2009.

sob o pretexto de haver indícios, há apenas conjecturas, suspeitas, suposições, juízos preconcebidos, preconceitos, mas que não encontram respaldo nas provas dos autos¹⁴¹.

Nessa linha, no julgamento do PAS CVM nº RJ2013/1730, o Diretor Gustavo Borba concluiu que o acusado deveria ser absolvido diante da inexistência de indícios suficientes para sua condenação:

Em relação ao acusado, contudo, por ser um eventual insider secundário, haveria necessidade de que fossem apuradas outras evidências ou indícios coincidentes que, no seu conjunto, conduzissem à conclusão de que ele teria ciência desse fato relevante (na linha defendida pela Ex-Diretora Norma Parente no Inquérito Administrativo CVM 13/2000 e hoje adotada pelo Colegiado da CVM). O processo, contudo, **não foi conduzido de forma a que se obtivessem outros indícios complementares sobre o acesso à informação privilegiada, o que impede a aplicação de punição ao acusado**¹⁴².

Por todo o visto no capítulo anterior, é inegável a importância da prova indiciária na responsabilização pela prática de *insider trading*. Todavia, ainda que a prova indiciária seja um meio lícito e regulado para embasar eventual condenação por *insider trading*, tendo em vista ainda a dificuldade de produção de provas diretas, faz-se necessário ponderar acerca dos limites da utilização da prova indiciária e esclarecer quando os indícios serão suficientes para a condenação pelo ilícito de *insider trading*.

Assim, conforme se verá abaixo, verifica-se que a utilização de indícios - e isso ocorre mais claramente na análise dos casos que envolvam *insiders* secundários - vem crescendo ao longo do tempo, com a CVM flexibilizando os critérios de condenação dos acusados, os quais num primeiro momento exigiam, por exemplo, a comprovação acerca da fonte da informação - o qual foi desconsiderado num segundo momento (vide caso Bahema abaixo) e, ainda num terceiro momento, parece a CVM ter estendido a própria presunção de negociação com base em informação privilegiada para os *insiders* secundários (conforme voto divergente no caso 3 abaixo

¹⁴¹BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Extrato da Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº TA RJ2002/2405**. Diretora-Relatora: Norma Jonssen Parente. Relator do Voto Vencedor: Luiz Antonio De Sampaio Campos. Presidente da sessão de julgamento: Wladimir Castelo Branco Castro. Julgado em 9 de outubro de 2003.

¹⁴²BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Extrato da Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2013/1730**. Diretora-Relatora: Luciana Dias. Declaração de Voto: Gustavo Tavares Borba Presidente da sessão de julgamento: Leonardo P. Gomes Pereira. Data de Julgamento 18 de agosto de 2015.

e, ainda, de forma positivada na Resolução CVM n.º 44/2021, conforme se verá no Capítulo 4 abaixo).

Importante notar que, conforme visto acima, a sanção administrativa sempre exige o elemento subjetivo. Assim, a inclusão de diversas presunções, somada à dificuldade de se criar prova negativa acerca da negociação com informação privilegiada, acaba por criar uma ‘quase responsabilidade objetiva’ ao ilícito. Contudo, e eis aqui um ponto de atenção bem destacado por Mussnich: “não é possível, no âmbito do direito sancionador, a imposição de sanção pela ocorrência do evento típico sem a análise do elemento subjetivo de quem praticou a conduta proibida, tendo em vista, fundamentalmente, o princípio da presunção da inocência”¹⁴³.

3.2 ANÁLISE DE CASOS EMBLEMÁTICOS

3.2.1 Caso MTC do Brasil

O Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2004/0852¹⁴⁴ foi instaurado pela Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediárias (SMI) contra a MTC do Brasil Participações LTDA e Cláudio Antônio Gaêta. Esses foram acusados de utilizar informação privilegiada, em violação ao art. 13, §1º, da Instrução CVM nº 358/02.

Segundo o relatório do caso, a indiciada MTC do Brasil Participações teria adquirido ações preferenciais da Geral de Concreto SA a partir de dezembro de 2001, o que teria feito com que essas ações tivessem uma alta de 231,6% durante o ano de 2002.

Após, entre dezembro de 2001 e agosto de 2002, a MTC do Brasil teria sido responsável pela compra de 8.700.000 ações preferenciais e 110.000 ações ordinárias (a aquisição destas últimas teria ocorrido nos dias 14, 18, 19 e 26 de junho de 2002), ocasião em que o valor das ações ordinárias teria passado de R\$ 160,00 para R\$ 182,50.

¹⁴³MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. **O Insider Trading no Direito Brasileiro**. São Paulo: Saraiva, 2017, p. 38.

¹⁴⁴BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2004/0852**. Diretor-Relator: Sergio Weguelin. Presidente da sessão de julgamento Wladimir Castelo Branco Castro. Julgado em 30 de maio de 2006.

Em 3 de setembro de 2002, o acionista controlador teria comunicado a intenção de realizar oferta pública de aquisição para cancelamento do registro junto à CVM. Este leilão de compra teria sido realizado no dia 23 de dezembro de 2002, tendo sido pago R\$ 285,00 por lote de mil ações.

Afirmou-se, ainda, que a indiciada MTC do Brasil teria longa relação comercial com a Geral de Concreto SA, e que Cláudio Antônio Gaêta, procurador da indiciada, teria afirmado que (i) ele quem tomou a decisão de adquirir as ações, (ii) teve ciência por meio de jornais que a controladora pretendia fechar o capital da Companhia; (iii) é fato notório que o Grupo Votorantim (controlador da Geral de Concreto), quando adquire o controle de uma companhia, tende a adquirir as demais ações; e (iv) não teria se preocupado em calcular o preço das ações, uma vez que saberia que haveria um ganho na oferta pública.

Ao final, o ganho total nas operações envolvidas teria sido de R\$ 914 mil. Por fim, relatou-se que, ao contrário do que teria afirmado Cláudio Gaêta, não teria ocorrido divulgação de fato relevante pela Geral de Concreto ou pelo Grupo Votorantim, bem como não se veiculou qualquer das informações na mídia, conforme alegado.

Por meio de defesa conjunta, os acusados argumentaram que (i) não teriam tido acesso à informação privilegiada; (ii) não haveria qualquer relacionamento pessoal ou profissional entre os acusados e pessoas ligadas à Geral de Concreto; (iii) não haveria provas nos autos que demonstrariam que os indiciados teriam conhecimento da decisão de realizar oferta pública, ou de relacionamento com os sócios das duas sociedades à época dos fatos narrados.

No voto do Diretor-relator Wladimir Castelo Branco Castro, todavia, apesar da existência, à primeira vista, de indícios de prática de *insider trading*, este afirmou que “a acusação não foi capaz de identificar a fonte da informação, limitando-se apenas a afirmar que os indiciados se relacionavam comercialmente com a Companhia. Não há comprovação, explicação ou descrição de como a informação teria sido obtida ou mesmo quando teria sido obtida”.

Destaca-se o seguinte trecho do voto do Diretor-relator:

Por esses motivos, creio que a acusação não se desincumbiu de seu ônus probatório, razão pela qual nenhuma condenação pode ocorrer. Esse ônus probatório é justificado e não se trata de mero preciosismo, pois, do contrário, pode-se confundir operações com base em expectativas de condutas de outros atores do mercado, boatos ou mesmo operações ocasionais e

aleatórias, que são consideradas legítimas (isto é, conforme o ordenamento vigente), com operações realizadas a partir de informações privilegiadas, o que, segundo o ordenamento jurídico em vigor, é inclusive crime (art. 27-D da Lei 6.385/76, conforme alterada pela Lei 10.303/01).
Voto, portanto, pela absolvição dos dois indiciados.

Ou seja, considerou-se essencial a identificação da fonte de informação privilegiada no presente caso. Em não estando ela presente, os Diretores decidiram, unanimemente, pela absolvição em razão da ausência de prova capaz de identificar a fonte da informação.

3.2.2 Caso Bahema: PAS CVM nº 24/2005

Outro caso de bastante destaque na doutrina é o caso Bahema¹⁴⁵, que foi instaurado para apurar potencial uso de informação privilegiada por pessoas direta ou indiretamente relacionadas a aquisição de ações de emissão da Bahema Equipamentos S.A. durante o curso de negociações da referida aquisição, não divulgadas ao público em geral, envolvendo o controle da Companhia.

Conforme o relatório do caso, os acusados teriam adquirido (ou, em alguns casos, colaborado para outros adquirirem) ações de emissão de Bahema Equipamentos S.A., “sabendo antecipadamente que estava em curso a negociação do controle da companhia e o fechamento de seu capital”.

Neste caso, que envolveu diversos acusados, foram indiciados ex-diretores da Bahema Equipamentos, ex-acionistas da Bahema Equipamentos, ex-membros do Conselho de Administração da Bahema Equipamentos, um antigo procurador da Bahema Equipamentos, o diretor-presidente da Bahema Participações; o ex-diretor da Agenda Corretora de Títulos e Valores Ltda. e um ex-diretor da Gradual CCVM Ltda. Por fim, a CVM absolveu dois dos acusados e condenou os demais acusados com aplicação de advertências e multas

Neste caso, discutiu-se a interpretação do artigo 13 da Instrução CVM nº 358/02 e o poder regulamentar da CVM. Além disso, tendo sido usada ainda fundamentação baseada na comparação com a legislação e doutrina americanas no que diz respeito à utilização de indícios e presunções.

¹⁴⁵BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador CVM 24/2005**. Diretor-Relator: Sergio Weguelin. Presidente da sessão de julgamento: Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana. Julgado em 7 de outubro de 2008.

Desta maneira, a CVM entendeu que a existência de indícios fortes e convergentes que, somados às demais circunstâncias do caso, seriam capazes de demonstrar o acesso à informação por *insiders* secundários, por mais que a dinâmica (ou de forma mais específica, a fonte da informação) para que isso ocorresse não fosse completamente demonstrada, conforme voto do relator¹⁴⁶:

Quanto a esse ponto, destaco que o voto não contém a interpretação mencionada pelo defendente. Não se sustenta que o "insider" de mercado possa ser responsabilizado sem o conhecimento da informação privilegiada; a única inovação do voto é quanto aos elementos suficientes para fazer prova de que o acusado detinha esta informação.

Neste sentido, afirmou-se que, embora não houvesse prova da transmissão propriamente dita da informação ao acusado, o conhecimento destas informações poderia ser presumido pelas diversas circunstâncias que marcavam a operação, notadamente o uso de uma sociedade com propósito de esconder o beneficiário final dos negócios realizados.

Assim, o Colegiado da CVM adotou, por maioria, o entendimento no sentido de que apesar da necessidade de prova de acesso à informação para se condenar um *insider* secundário pela utilização de informação privilegiada, não haveria a necessidade de se demonstrar a forma por meio da qual se obteve a informação relevante e sigilosa, nem tampouco identificar a fonte da referida informação privilegiada¹⁴⁷.

De forma concreta, a pessoa natural acusada neste caso não exercia qualquer cargo na administração da Bahema, razão pela qual enquadrava-se como um *insider* secundário, sendo portanto necessária, pelo menos de acordo com o próprio entendimento consolidado da CVM, a comprovação de seu acesso à informação privilegiada.

Ou seja, o Relator, respaldado pelos demais Diretores, modificou o entendimento da CVM para permitir a configuração de uso indevido de informação privilegiada sem que se demonstre de que modo a informação foi acessada, criando, no entendimento deste trabalho, um perigoso precedente, eis que estende aos *insiders* secundários - pessoas não ligadas de qualquer forma à companhia - uma

¹⁴⁶BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador CVM 24/2005**. Diretor-Relator: Sergio Weguelin. Presidente da sessão de julgamento: Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana. Julgado em 7 de outubro de 2008.

¹⁴⁷CORDEIRO, Luiz Felipe Gonçalves. **Insider Trading e o Mercado de Capitais: tratamento legal, casos concretos e a ineficiência econômica no seu combate**. Rio de Janeiro: Departamento de Direito da PUC – RJ, 2013, p. 124.

espécie de presunção de acesso à informação privilegiada, aproximando-os, no que tange a distribuição do ônus da prova, aos *insiders* primários.

3.2.3 Caso Brahma/Ambev: PAS CVM n.º 13/2000

Por fim, interessante observar também o precedente do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 13/2000¹⁴⁸, no famoso caso que envolvia a cervejaria Brahma e a Companhia Antártica Paulista. Nesse caso, a proposta de abertura do inquérito decorreu do relatório de análise nº 02/99, o qual examinou negociações de ações de Brahma e Antártica no período que antecedeu a divulgação ao mercado da associação entre as duas companhias, para criação da Companhia de Bebidas das Américas – AMBEV.

A comissão de inquérito imputou diversas responsabilidades aos membros gestores – terceiros contratados - da empresa pela suposta utilização de informação privilegiada na negociação de valores mobiliários através da Braco S/A, pela quebra de sigilo da informação privilegiada que possuíam, repassando-a à Pró-Financia.

Neste caso, o relator, Marcelo Trindade, ressaltou “a existência da divergência doutrinária sobre questões de provas no ‘insider trading’, tendo quem admita a imputação de crime apenas em indícios, conforme entendimento da Diretora Norma Parente, e outros que admitem apenas provas concretas”, porém, em seu voto vencedor, destacou a impossibilidade da imputação de presunções contra acusados que não sejam administradores da companhia, cabendo à CVM provar o acesso à informação por parte do acusado, conforme abaixo:

Realmente, quando se trata da atuação de administradores da companhia, comprando ou vendendo ações no mercado ao tempo em que podem, por sua posição, ter conhecimento de fatos não divulgados ao público, passíveis de influenciar cotações, poder-se-ia presumir — presunção *juris tantum* — que a atuação seria irregular, bastando verificar-se a condição de administrador que tivesse conhecimento da informação aliada ao fato de ter negociado ações da empresa que administra em período em que houvesse fato não divulgado que pudesse influenciar as cotações dos papéis.

Entretanto, quando se trata de não administradores, tal presunção não pode merecer acolhida, no meu entendimento. Como se vê da decisão do Colegiado no IA 02/85, de que foi Relator o então Diretor Nelson Eizirik, na qual se estabeleceu que “tratando-se de um ‘insider de mercado’, ou

¹⁴⁸BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador CVM 13/2000**. Relator: Marcelo F. Trindade. Presidente da sessão de julgamento: Norma Jonssen Parente. Julgado em 17 de abril de 2002.

'tippee', não ocorre tal presunção, cabendo à CVM provar seu acesso à informação".

No entanto, impõe ressaltar que o posicionamento acima, ainda que amplamente utilizado pela CVM em diversos casos¹⁴⁹ não é unívoco, vide o posicionamento adotado pela Diretora Norma Jonssen Parente ao divergir do Relator no presente caso e admitindo, dessa forma, a utilização de presunções mesmo para *insiders* secundários:

Concordo com o voto do Diretor-Relator Marcelo Trindade, ressalvado no que tange à declaração de que as presunções, no caso de "insider trading", só podem ser acolhidas quando se tratar de administradores.

Embora seja verdade que a presunção em se tratando de administrador é "iuris tantum", **nada impede que se presuma a culpa do "tippee" ou do "insider de mercado"**, havendo indícios que façam supor que o mesmo comprou ou vendeu ações no mercado com informação privilegiada. A presunção decorre do convencimento do julgador a partir de indícios fortes e concorrentes.

Destaca-se novamente a preocupação com referido entendimento, já que, conforme visto anteriormente, a norma, quando trata de *insiders* secundários, determina que a presunção deve ser de que não houve o acesso à informação privilegiada, que é um dos requisitos para a configuração do *insider*. Assim, caberá à CVM comprovar que o acusado de fato teve acesso às informações relevantes que supostamente determinaram suas negociações, sob pena de se imputar um ônus extremamente pesado a investidores não ligados a companhias emissoras de valores mobiliários negociados em mercado organizado.

3.3 PROBLEMÁTICA DO USO DA PROVA INDICIÁRIA ANALISADA NOS CASOS TRAZIDOS

Conforme observado nos casos trazidos acima, percebe-se que há uma certa dificuldade na produção probatória direta para a comprovação do ilícito *insider trading*, considerando que os requisitos necessários são subjetivos e de difícil constatação.

¹⁴⁹ (i) PAS CVM nº 18/01, j. 04.11.2004;
(ii) PAS CVM nº 06/2003, j. 14.09.2005;
(iii) PAS CVM nº RJ2009/13459, j. 30.11.2010.

Por essa razão, tem-se observado que, na prática, os órgãos administrativos utilizam provas indiretas para a configuração e imputação do *insider trading*.

Disso resulta, conseqüentemente, que a prova indiciária apresenta-se como essencial para resolução de casos em que a produção probatória direta se mostra praticamente impossível. O problema que se extrai daí, todavia, é que a CVM vem aumentando o escopo da análise subjetiva por parte do Colegiado, com a retirada da necessidade da acusação ter de provar a fonte da informação para *insiders* secundários, por exemplo, valendo-se muitas vezes de presunções e de meros indícios, os quais carecem de limites claros para a sua utilização, sendo muito tênue a linha que separa indícios de prova indiciária e da noção de quando estes indícios serão suficientes para a condenação pelo ilícito de *insider trading*.

Com efeito, o Código de Processo Penal (aplicável por analogia aos procedimentos administrativos sancionadores), em seu art. 239¹⁵⁰, determina que os indícios são “circunstâncias conhecidas e provadas que, tendo relação com o fato, autorize, por indução, concluir-se a existência de outra ou outras circunstâncias”. Já a presunção, não. Trata-se de um raciocínio lógico realizado pelo próprio intérprete que, partindo do indício, aduz poder afirmar o fato questionado - ou seja, o indício é o fato que dá ensejo à presunção, enquanto a presunção é o raciocínio lógico que afirma o fato questionado. Percebe-se, assim, que embora ambos estejam inter-relacionados, são questões bastante distintas.

Sobre o tema, já a própria CVM¹⁵¹ havia se manifestado no sentido de que o indício distingue-se da presunção, que não é meio de prova, mas mero exercício de abstração lógico-dedutiva, prescindindo de qualquer elemento específico sem amparo concreto e probatório. “Já o indício subordina-se à prova, não subsistindo sem uma premissa, que é a circunstância indiciante provada”.

Assim, verifica-se que indícios e presunções não são equivalentes, não podendo, portanto, a presunção ser utilizada como pressuposto para embasar a condenação pela prática de *insider trading*. Com efeito, para a condenação com fundamento em prova indiciária, conforme visto, é necessária a presença de indícios

¹⁵⁰BRASIL. **Decreto-Lei nº 3.689, de 3 de outubro de 1941**. Código de Processo Penal. Brasília, DF: Presidência da República.

¹⁵¹BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador CVM 24/00**. Diretor Relator: Wladimir Castelo Branco Castro. Presidente da sessão de julgamento: Marcelo Fernandez Trindade. Julgado em 18 de agosto de 2005.

múltiplos, veementes, convergentes e graves, sendo suficientes para configurar mais do que uma mera conjectura, e capazes de formar o convencimento do juiz de forma a superar a dúvida razoável (não podendo existir contra indícios que enfraqueçam a tese acusatória), não sendo possível, teoricamente, uma condenação que tem como base apenas presunções.

Essa questão probatória é divergente em relação ao *insider* primário em comparação com o secundário. Isso porque, como já explicado, em relação ao *insider* primário existem presunções, que acabam por “facilitar” o papel da acusação na comprovação dos elementos que configuram a negociação de valores mobiliários com a utilização de informação privilegiada. É evidente que a prova indiciária também será utilizada na comprovação de elementos para configuração da utilização de informação privilegiada em casos de *insiders* primários; porém, como nesses casos, de acordo com o entendimento da Comissão de Valores Mobiliários, existem presunções de alguns elementos do tipo, a utilização de indícios não é tão necessária para fundamentar a acusação e posterior condenação do acusado. Já em relação ao *insider* secundário, exceto pelos casos em que a acusação logra obter gravações telefônicas ou evidências claras de que houve vazamento de uma informação privilegiada, a prova de acesso a este tipo de informação costuma vir carregada de uma alta dose de subjetivismo, estando normalmente baseada, por exemplo, em simples relações de amizade ou parentesco entre a pessoa que supostamente se utiliza da informação e aquela que tem acesso direto a ela.

Além disso, em relação aos *insiders* primários, o que fez a Instrução CVM nº 358/02 foi tão somente estabelecer duas presunções relativas, quais sejam, a de que o *insider* primário, ao negociar com valores mobiliários de uma determinada companhia em relação à qual pode ser considerado um *insider*, utiliza-se da informação privilegiada com a finalidade de auferir vantagem. Desse modo, a divisão doutrinária e aceita pela CVM gera ao *insider* mais próximo à companhia uma presunção de culpa caso utilize da informação privilegiada para negociar em bolsa, enquanto, para o *insider* secundário, seria necessária a comprovação probatória. Destaca-se, todavia, conforme será analisado no capítulo a seguir, que a presunção em relação ao *insider* primário foi estendida também em relação ao *insider* secundário, consoante a nova Resolução CVM nº 44/21.

Em todo caso, cada vez mais se verifica - e isso fica mais claro com a alteração da normativa aplicável, conforme se verá no próximo capítulo - que essa presunção

relativa foi recentemente positivada e ampliada na nova Resolução 44, que está estabelecendo um cenário de condenações pela prática de *insider trading* que tem como base um destaque ao uso de presunções, em detrimento da produção probatória concisa e robusta por parte da acusação.

4 A RESOLUÇÃO CVM Nº 44 E A PROBLEMÁTICA DO NOVO REGIME DE PRESUNÇÕES

Em 23 de agosto de 2021, foi publicada a Resolução CVM nº 44/21, tendo entrado em vigor no dia 1º de setembro de 2021. A Resolução revogou a Instrução Normativa CVM nº 358/2002, modificando as disposições referentes à divulgação de informações sobre ato ou fato relevante, negociação de valores mobiliários na pendência de ato ou fato relevante não divulgado, bem como divulgação de informações sobre a negociação de valores mobiliários.

De acordo com a manifestação da CVM no âmbito da audiência pública nº 06/20¹⁵², a nova norma, criada no contexto de unificação das normas da CVM em decorrência do Decreto Normativo nº 10.139/2019, da Presidência da República - o qual determinou a revisão e a consolidação dos atos normativos inferiores a decreto editados por órgãos e entidades da administração pública federal direta, autárquica e fundacional¹⁵³ - visa a alinhar a regulamentação normativa à jurisprudência atual da Comissão de Valores Mobiliários no que envolve as acusações pelo uso indevido de informações privilegiadas durante a negociação de valores mobiliários¹⁵⁴.

A seguir, serão analisadas as principais mudanças advindas da nova Resolução, bem como será realizada uma análise crítica do novo regime de presunções instaurado pela CVM, tendo em vista todo o contexto probatório no âmbito das acusações por práticas de *insider trading* já exposto até então.

4.1 CONTEXTO E PRINCIPAIS MUDANÇAS ADVINDAS COM A RESOLUÇÃO CVM Nº 44, DE AGOSTO DE 2021

¹⁵²BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Audiência Pública SDM 06/20 – Processo CVM SEI nº 19957.007901/2016-27**. Relatório de Análise.

¹⁵³BRASIL. **Decreto nº 10.139, de 28 de novembro de 2019**. Dispõe sobre a revisão e a consolidação dos atos normativos inferiores a decreto.

¹⁵⁴ Manifestação da CVM quanto ao ponto: “de todo modo, considerando que alguns dos exemplos hipotéticos apresentados sinalizam preocupação com o alcance das presunções, é oportuno novamente registrar que a CVM não busca ampliar nem reduzir as possibilidades de aplicação dessas presunções, mas sim refletir mais adequadamente em norma a jurisprudência já construída sobre o tema. Isto se aplica não só aos exemplos específicos citados, como também à reforma normativa em geral.”

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Audiência Pública SDM 06/20 – Processo CVM SEI nº 19957.007901/2016-27**. Relatório de análise, p. 10.

A Instrução CVM nº 358/2002, que foi revogada pela nova Resolução 44, dispunha, em suma, sobre questões relativas à divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas, divulgação de informações na negociação de valores mobiliários e na aquisição de lote significativo de ações de companhia aberta, bem como vedações e condições para a negociação de ações na pendência de fato relevante ainda não divulgado no mercado.

Nessa linha, importante consignar que a Resolução 44 não alterou: (i) o conceito de ato ou fato relevante (artigo 2º¹⁵⁵), incluindo a lista exemplificativa de hipóteses que acompanha o conceito, constante do parágrafo único do referido dispositivo; (ii) a responsabilidade do diretor de relações com investidores pela divulgação de aviso de fato relevante, exceção feita à regra de imediata divulgação e o dever de guardar sigilo imposto aos *insiders* (artigo 3º a 8º); (iii) a obrigatoriedade de divulgação de fato relevante previamente à realização de oferta pública de aquisição de ações e alienação de controle (artigo 9º e 10º); e (iv) as obrigações de divulgação de participação acionária de *insiders* e detentores de participações superiores a 5% de cada espécie ou classe de ação da companhia.

Em suma, a estrutura da disciplina segue intocada, porém a abordagem muda quando se trata da análise de casos de supostos *insider traders* e matérias correlatas. Isso porque as principais alterações promovidas pela Resolução 44 dizem respeito à *"utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, mediante negociação de valores mobiliários"*, ou, em termos mais diretos, *insider trading*.

O novo regime trazido pelo artigo 13 da Resolução 44, em linha com os precedentes do Colegiado da CVM sobre o tema, positiva a sistemática das presunções como meios possíveis para embasar a condenação pela prática de *insider trading*, e não de premissas ou provas absolutas.

¹⁵⁵Art. 2º: Considera-se relevante, para os efeitos desta Instrução, qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembléia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável: I - na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados; II - na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários; III - na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados.

Nesse contexto, dentre as principais alterações promovidas pela norma, podem ser citadas: (i) presunção relativa das situações que caracterizariam a utilização de informações privilegiadas; (ii) proibição da negociação de valores mobiliários por pessoas e prazos pré-determinados; (iii) regulação de planos individuais de investimento; e (iv) flexibilização do critério que estabelece a sujeição de empresas à política de divulgação delineada na Resolução.

No que tange ao ponto “(i)”, este será minuciosamente explicitado nos tópicos abaixo, que tratarão sobre o novo regime de presunções instaurado pela Resolução nº 44.

Em relação ao ponto “(ii)”, a nova norma institui um período de vedação absoluta à negociação de valores mobiliários por acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração e do conselho fiscal no período de 15 dias que antecede a divulgação das informações financeiras trimestrais ou anuais, independentemente do conhecimento, por tais pessoas, do conteúdo dessas informações¹⁵⁶.

Já quanto ao ponto “(iii)”, destaca-se que a resolução flexibilizou os requisitos aplicáveis aos planos de investimento e desinvestimento¹⁵⁷. As modificações apresentadas abrangeram principalmente o rol de pessoas que podem instituir os planos e o prazo mínimo para que os próprios planos, suas modificações e cancelamentos produzam efeitos. Em relação ao prazo, a Resolução reduziu dos atuais seis para três meses.

Da mesma forma, passa a ser possível, ao formalizar plano individual de investimento ou desinvestimento, afastar a aplicabilidade das presunções e vedações à negociação de valores mobiliários acima referidos, desde que o plano observe determinadas exigências e limitações previstas na nova norma, como estabelecer as

¹⁵⁶A referida proibição não se aplica a: (i) negociações envolvendo valores mobiliários de renda fixa, quando realizadas mediante operações com compromissos conjugados de recompra pelo vendedor e de revenda pelo comprador, para liquidação em data preestabelecida, anterior ou igual à do vencimento dos títulos objeto da operação, realizadas com rentabilidade ou parâmetros de remuneração predefinidos; (ii) operações destinadas a cumprir obrigações assumidas antes do início do período de vedação decorrentes de empréstimos de valores mobiliários, exercício de opções de compra ou venda por terceiros e contratos de compra e venda a termo; nem (iii) negociações realizadas por instituições financeiras e pessoas jurídicas integrantes de seu grupo econômico, desde que efetuadas no curso normal de seus negócios e dentro de parâmetros preestabelecidos na política de negociação da companhia

¹⁵⁷Os planos de investimento e desinvestimento podem permitir a negociação de valores mobiliários nos períodos imediatamente anteriores à divulgação de formulários ITR e DFP, desde que, dentre outros requisitos, a companhia tenha aprovado cronograma com datas específicas para divulgação de tais formulários.

datas ou eventos e os valores ou quantidades dos negócios a serem realizados pelos participantes e prever prazo mínimo de três meses para que o próprio plano e suas eventuais modificações produzam efeitos.

Em que pese acredite-se que todas as mudanças são relevantes para a sistemática do mercado de capitais, a seguir serão tratadas com maior especificidade as questões relativas às mudanças referentes ao novo regime de presunções instituído pela Resolução, bem como será realizada uma análise crítica acerca da institucionalização da presunção como meio possível de condenação por *insider trading*.

4.2 REGIME DE PRESUNÇÕES INSTITUÍDO PELA RESOLUÇÃO

4.2.1 Comentários Gerais sobre o Regime de Presunções

No que tange ao novo regime de presunções, um ponto que reclamou boa parte das atenções e da manifestação dos participantes de mercado foi a alteração promovida pela CVM no Artigo 13 da referida Resolução, a qual, de forma comparada, passou a ter a seguinte redação:

<p>COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS INSTRUÇÃO CVM Nº 358/02</p>	<p>COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS MINUTA DE RESOLUÇÃO CVM Nº 44/21</p>
<p>Art. 13. Antes da divulgação ao mercado de ato ou fato relevante ocorrido nos negócios da companhia, é vedada a negociação com valores mobiliários de sua emissão, ou a eles referenciados, pela própria companhia aberta, pelos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do</p>	<p>Art. 13. É vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, mediante negociação de valores mobiliários.</p> <p>§ 1º Para fins da caracterização do ilícito de que trata o caput, presume-</p>

conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, ou por quem quer que, em virtude de seu cargo, função ou posição na companhia aberta, sua controladora, suas controladas ou coligadas, tenha conhecimento da informação relativa ao ato ou fato relevante.

§1º A mesma vedação aplica-se a quem quer que tenha conhecimento de informação referente a ato ou fato relevante, sabendo que se trata de informação ainda não divulgada ao mercado, em especial àqueles que tenham relação comercial, profissional ou de confiança com a companhia, tais como auditores independentes, analistas de valores mobiliários, consultores e instituições integrantes do sistema de distribuição, aos quais compete verificar a respeito da divulgação da informação antes de negociar com valores mobiliários de emissão da companhia ou a eles referenciados.

§2º Sem prejuízo do disposto no parágrafo anterior, a vedação do caput se aplica também aos administradores que se afastem da administração da companhia antes da divulgação pública de negócio ou fato iniciado durante seu período de gestão, e se estenderá pelo prazo de seis meses após o seu

se que:

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

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

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

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

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

<p>afastamento.</p> <p>§3º A vedação do caput também prevalecerá:</p> <p>I – se existir a intenção de promover</p> <p>incorporação, cisão total ou parcial, fusão,</p> <p>transformação ou reorganização societária; e</p> <p>II – em relação aos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores e membros do conselho de administração, sempre que estiver em curso a aquisição ou a alienação de ações de emissão da companhia pela própria companhia, suas controladas, coligadas ou outra sociedade sob controle comum, ou se houver sido outorgada opção ou mandato para o mesmo fim.</p> <p>§ 4º Também é vedada a negociação pelas pessoas mencionadas no caput no período de 15 (quinze) dias que anteceder a divulgação das informações trimestrais (ITR) e anuais (DFP) da companhia, ressalvado o disposto no § 2º do art. 15- A.</p> <p>§5º As vedações previstas no caput e nos §§ 1º,</p> <p>2º, e 3º, inciso I, deixarão de vigorar tão logo a companhia divulgue o fato relevante ao mercado, salvo se a negociação com as ações puder interferir</p>	<p>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</p> <p>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.</p> <p>§ 2º As presunções previstas no § 1º:</p> <p>I – são relativas e devem ser analisadas em conjunto com outros elementos que indiquem se o ilícito previsto no caput foi ou não, de fato, praticado; e</p> <p>II – podem, se for o caso, ser utilizadas de forma combinada.</p> <p>§ 3º As presunções previstas no § 1º não se aplicam:</p> <p>I – aos casos de aquisição, por meio de negociação privada, de ações que se encontrem em tesouraria, decorrente do exercício de opção de compra de acordo com plano de outorga de opção de compra de ações aprovado em assembleia geral, ou quando se tratar</p>
--	--

<p>nas condições dos referidos negócios, em prejuízo dos acionistas da companhia ou dela própria.</p> <p>§ 6º A vedação prevista no caput não se aplica à aquisição de ações que se encontrem em tesouraria, através de negociação privada, decorrente do exercício de opção de compra de acordo com plano de outorga de opção de compra de ações aprovado em assembleia geral, ou quando se tratar de outorga de ações a administradores, empregados ou</p> <p>prestadores de serviços como parte de remuneração previamente aprovada em assembleia geral.</p> <p>§ 7º As vedações previstas no caput e nos §§ 1º a 3º não se aplicam às negociações realizadas pela própria companhia aberta, pelos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, de acordo com os procedimentos previstos no art. 15-A.</p>	<p>de outorga de ações a administradores, empregados ou prestadores de serviços como parte de remuneração previamente aprovada em assembleia geral; e</p> <p>II – às negociações envolvendo valores mobiliários de renda fixa, quando realizadas mediante operações com compromissos conjugados de recompra pelo vendedor e de revenda pelo comprador, para liquidação em data preestabelecida, anterior ou igual à do vencimento dos títulos objeto da operação, realizadas com rentabilidade ou parâmetros de remuneração predefinidos.</p> <p>§ 4º A proibição de que trata o caput não se aplica a subscrições de novos valores mobiliários emitidos pela companhia, sem prejuízo da incidência das regras que dispõem sobre a divulgação de informações no contexto da emissão e oferta desses valores mobiliários.</p>
---	--

Conforme já mencionado, da primeira leitura, chama a atenção a inclusão pela CVM de diversas presunções para a apuração do ilícito de *insider trading*. Com efeito, a Resolução dispõe, em síntese, que se parta da vedação genérica contida no §4º do art.155 da LSA, cuja redação é reproduzida como caput do novo art. 13 da Resolução

CVM n.º 44/21, e que, em seguida, enumeram-se, no §1º, várias presunções quanto a informações relevantes ainda não divulgadas: 1) de uso, nos incisos I e IV, 2) de acesso, no inciso II, 3) de ciência, no inciso III; 4) de relevância, nos incisos V e VI. Na sequência, no §2º, enuncia-se que as presunções são relativas, devendo ser analisadas em conjunto com outros elementos, e que podem ser combinadas. O §3º contém exceção ao rol de presunções, para uma hipótese de aquisição de ações que estejam em tesouraria por meio de exercício de opção de compra ou outorga de ações a administradores, empregados e prestadores de serviço.

Segundo a própria autarquia em sua manifestação sobre as alterações promovidas, as alterações promovidas não visam a ampliar nem a reduzir as possibilidades de aplicação dessas presunções, mas sim “refletir mais adequadamente em norma a jurisprudência já construída sobre o tema”¹⁵⁸. Ainda, segundo a CVM, isso se aplica não só para a positivação das presunções - as quais, ressalte-se, não estavam presentes na normativa anterior (i.e. não havia qualquer menção à palavra ‘presunção’ naquela) -, como também à reforma normativa em geral.

Assim, na tentativa de vedar a utilização de informação relevante ainda não divulgada com a finalidade de auferir vantagens mediante a negociação de valores mobiliários, tais presunções foram normatizadas e trazidas de forma expressa pela Resolução.

Com isso, a nova redação trouxe (i) a presunção de que qualquer pessoa que tenha negociado valores mobiliários dispondo de informação relevante não divulgada utilizou-se, de fato, dessas informações; (ii) que acionistas controladores diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração e fiscal, bem como a própria companhia têm acesso a toda informação relevante não divulgada acerca de valores mobiliários de sua emissão; (iii) que acionistas controladores diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração e fiscal, 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; e (iv) o administrador que se afasta da companhia dispondo de informação relevante e ainda não divulgada se vale de tal

¹⁵⁸BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Relatório de Audiência Pública SDM 06/20 – Processo CVM SEI nº 19957.007901/2016-27. 23/08/2021**, p. 10.

informação caso negocie valores mobiliários emitidos pela companhia no período de três meses contados do seu desligamento.

Além disso, no mesmo artigo, foram definidas exceções às presunções (consoante já mencionado em relação aos planos de investimento e desinvestimento), bem como houve a definição de que as referidas presunções são relativas e deverão ser analisadas sempre em conjunto com outros elementos que indiquem se o *insider trading* foi, ou não, de fato praticado.

Dessa maneira, ainda que supostamente justificadas pela necessidade de trazer à norma o entendimento jurisprudencial da autarquia, o que se verifica é que a nova redação do art. 13 da Resolução criou um verdadeiro novo regime de presunções, que poderiam, na prática, fazer com que, utilizando-se como base um único fato, ocorram as seguintes presunções por parte da autarquia julgadora: (i) a presunção de acesso à informação privilegiada; (ii) a presunção de relevância, em razão da existência de informação relevante; e (iii) a presunção de uso da informação privilegiada em negociações¹⁵⁹. Discorrer-se-á melhor acerca de cada um dos três pontos a seguir.

4.2.2 Presunção de Acesso à Informação Relevante ainda não Divulgada (Art. 13, § 1º, II e III)

A presunção de acesso à informação relevante diz respeito ao entendimento pelo julgador de que determinadas informações relevantes ainda não divulgadas estariam na posse de determinadas pessoas, as quais foram elencadas nos incisos II e III do §1º, do artigo 13 da Resolução 44.

Quanto a esta primeira presunção positivada na nova Resolução, verifica-se inicialmente que, apesar de não constar expressamente na normativa anterior, já era amplamente reconhecida na jurisprudência da CVM¹⁶⁰, havendo, em relação aos *insiders* primários, uma presunção de que efetivamente detinham as informações

¹⁵⁹BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Manifestação de Barbosa Mussnich e Aragão Advogados na Audiência Pública SDM 06/20 – Processo CVM SEI nº 19957.007901/2016-27**. 13 de nov. de 2020.

¹⁶⁰Há, portanto, na Instrução 358/02, uma presunção de que o insider, e o terceiro a ele equiparado pelo conhecimento da informação, atuam com a finalidade de obter lucro com a utilização da informação. Tal presunção legítima se, e somente se legítima, diante da presença de indícios e pode ser afastada por prova no sentido de que a obtenção do lucro foi a finalidade da ação. CVM, PAS n. 04/2004, rel. Marcelo Fernandez Trindade, jul. 28/06/2006.

privilegiadas, pelo fato de terem uma relação fiduciária, ainda que temporária, com a companhia e de possuírem acesso direto à informação.

Assim, quanto aos *insiders* primários, a Resolução 44 não trouxe grandes novidades, além de positivar o entendimento da autarquia de incumbir para estas pessoas que, em razão de algum relacionamento mantido com a companhia, têm acesso a informações privilegiadas e sigilosas o ônus de provar que (i) não tiveram acesso à informação privilegiada; (ii) apesar do acesso, a negociação não foi influenciada pela informação, ou seja, a não utilização da informação; e (iii) a inexistência de finalidade de auferir vantagem¹⁶¹.

Ainda que se critique referido entendimento, o qual presume que acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração e do conselho fiscal, e a própria companhia tenham acesso à totalidade das informações relevantes ainda não divulgadas, uma vez que, na prática, nas companhias, o acesso à informação variará muito em função do tipo e natureza da informação relevante, do momento específico, e das competências dos órgãos¹⁶², tal presunção segundo a CVM, é relativa e “portanto, pode ser afastada em vista das particularidades de cada caso”¹⁶³, reforçando o conceito de que a presunção é aquela *iuris tantum*.

Contudo, e aqui uma inovação da nova normativa, o inciso III, por fazer remissão ao inciso II, veio a alcançar os mesmos agentes listados naquela, incluindo agora aqueles que tenham relação comercial, profissional ou de confiança com a companhia. Nesse caso, a presunção foi a de que, ao possuírem informação relevante ainda não divulgada, eles saberiam que se trata de informação privilegiada.

No entanto, tratando-se de supostos *insiders* secundários, na medida em que não necessariamente eles têm condições de avaliar se a informação é relevante ou não, dado que podem não conhecer a informação completa e menos ainda os efeitos que tem sobre a companhia - mais ainda, muitos destes sequer acompanham o desenvolvimento e os desdobramentos do fato a que a informação relevante se refere

¹⁶¹Vide jurisprudência da CVM em diversos casos, como PAS CVM nº 2/85, relator Nelson Eizirik, jul. 11/11/1986; PAS CVM nº 2004/0852, rel. Sérgio Weguelin, jul. 30/05/2006; PAS CVM nº 04/04, rel. Marcelo Trindade, jul. 28/06/2006 e PAS CVM nº 2003/5669, rel. Sérgio Weguelin, jul. 11/07/2006.

¹⁶²BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Manifestação de Barbosa Mussnich e Aragão Advogados na Audiência Pública SDM 06/20 – Processo CVM SEI nº 19957.007901/2016-27**. 13 de nov. de 2020, p. 11.

¹⁶³BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Relatório de Audiência Pública SDM 06/20 – Processo CVM SEI nº 19957.007901/2016-27**. 23 de ago. de 2021, p. 12.

- entende-se que a referida presunção pode ensejar a condenação sem a presença de prova indiciária robusta, conforme visto anteriormente neste trabalho, incumbindo a terceiros alheios à companhia um ônus probatório demasiadamente pesado.

Ainda, importante notar que, conforme visto no capítulo 3 acima, no caso Bahema, o entendimento jurisprudencial considera que não há a necessidade de identificar a fonte da informação (e, como consequência lógica, se houve acesso) mesmo quando se tratar de *insiders* secundários, o que, somado à presunção de acesso à informação incluída pelo inciso III, poderia ensejar, por exemplo, para determinado advogado de companhia aberta, a presunção de que, diante de alguma negociação por este realizada, havia a ciência de que se tratava de informação privilegiada sem a necessidade de prova pela acusação do acesso à informação e da respectiva fonte na companhia.

Assim, a nova resolução acaba por criar uma presunção de conhecimento da relevância da informação e de uso para pessoas alheias à companhia sem que estejam presentes outros elementos ou indícios, como está no inciso III do referido artigo, o que representa uma inovação legislativa que contraria a própria jurisprudência da CVM e que, somada à possibilidade de cumulação de presunções, mostra-se excessivamente polêmica, e já foi bastante criticada por parte da doutrina nacional¹⁶⁴.

4.2.3 Presunção de Relevância da Informação (Art. 13, § 1º, IV e V)

Consoante os incisos IV e V do §1º do art. 13 da Resolução nº 44/21, conforme redação transcrita no tópico acima, a Resolução trouxe a presunção de relevância de determinadas operações societárias, notadamente quando envolvem combinação de negócios, mudança de controle, cancelamento de registro ou mudança do ambiente ou segmento de negociação. De modo similar, a Resolução também presume relevantes as informações acerca do pedido de recuperação judicial ou extrajudicial e de falência efetuados pela própria companhia. Em ambas as situações, a relevância é presumida desde o momento em que são iniciados os estudos sobre a operação societária a ser realizada.

¹⁶⁴BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Audiência Pública SDM 06/20 – Processo CVM SEI nº 19957.007901/2016-27**, p. 11. 13 de nov. 2020.

A inovação trazida pela Resolução 44 é significativamente divergente do antigo entendimento acerca da relevância da informação ainda não divulgada. Consoante o art. 13 da Instrução Normativa nº 358/02, não havia qualquer presunção de relevância da informação: antes de tudo, a acusação deveria comprovar a relevância da informação ainda não divulgada (e supostamente utilizada em negociação com intuito de obter vantagem), para que só então se iniciasse as investigações relativas aos demais requisitos (acesso e uso da informação). Com a nova Resolução, passou a ser permitida a presunção de relevância da informação; basta que se trate de uma das operações listadas na norma.

Nessa linha, observa-se que o antigo caput do artigo 13 da Instrução CVM nº 358/02, como ressaltou o Diretor Gustavo Gonzalez em seu voto no PAS CVM n.º RJ2015/13651, “não permite presumir a existência da informação relevante. Ao contrário, as presunções nele contidas somente se colocam se a acusação demonstrar que havia informação privilegiada – isto é, relevante e ainda não divulgada ao público”. Daí, tal demonstração deveria ser feita pela acusação, para, só então, aplicar as presunções contidas no caput do artigo 13.

Na já mencionada audiência pública nº 06/20, alguns escritórios e doutrinadores da área manifestaram-se favoráveis a essa alteração, com pequenos ajustes de redação apenas.

Outros, todavia, manifestaram-se contrários, afirmando, em suma, que não seria adequado presumir relevância nas operações de incorporação, cisão total ou parcial, fusão, transformação, ou qualquer forma de reorganização societária ou combinação de negócios. Nessa linha, muitas destas operações não teriam, necessariamente, nenhuma relevância, de que são exemplos algumas operações de reorganização internas, como a incorporação de uma subsidiária integral, etc¹⁶⁵. Criar esta presunção seria contrário, inclusive, ao sistema da antiga Instrução CVM nº 358/02, uma vez que o parágrafo único do art. 2º, ao exemplificar o rol de possíveis fatos relevantes, deixa claro que os exemplos são de potenciais, na medida em que somente serão ou não fato relevante se atingirem a definição do caput do art. 2º.

Com efeito, à época da elaboração da ICVM 358, em substituição à antiga Instrução CVM nº 31/1984, houve a preocupação de retirar-se o rol de hipóteses de

¹⁶⁵BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Manifestação de Barbosa Mussnich e Aragão Advogados na Audiência Pública SDM 06/20 – Processo CVM SEI nº 19957.007901/2016-27.** Prazo 13 de nov. 2020.

fatos ou atos relevantes. Para a elaboração da ICVM 358, o regulador entendeu por bem excluir da nova regulamentação a previsão do parágrafo único do art. 1º da Instrução CVM nº 31/1984, que especificava modalidades de fato ou ato relevante, permanecendo apenas alguns exemplos a serem avaliados caso a caso pela companhia¹⁶⁶. Tal preocupação seria de suma importância para a adequada análise do que deve ser considerado fato ou ato relevante, a partir da realidade de cada empresa. Ao inserir as hipóteses nas quais atos ou fatos seriam presumidamente relevantes, nos incisos V e VI do proposto novo art. 13, alguns entendem que a Resolução teria ignorado a legítima preocupação trazida quando da edição da ICVM 358¹⁶⁷. Assim, ao regressar ao antigo regime da Instrução CVM nº 31/1984, a Resolução desconsideraria os casos em que uma situação elencada como presunção pode ser relevante para uma empresa é completamente irrelevante para outra, o que acaba gerando enorme insegurança às companhias (inclusive em vista de possível implicação criminal envolvida).

Ademais, o atual art. 13, ao mencionar estas operações no § 3º, I, esclarece que a vedação deixa de existir com a divulgação do fato relevante, conforme referido no § 5º da ICVM nº 358. Como só haveria divulgação de fato relevante, se a operação, efetivamente, fosse relevante, restaria claro que a previsão do atual inciso I somente se aplicaria se a operação de reorganização imaginada configurasse hipótese de fato relevante - que, como mencionado, não é, necessariamente, em razão do tipo de operação, mas sim em razão das consequências potenciais na decisão do investidor, conforme a definição do art. 2º, caput.

Dessa forma, em que pese a maioria das sugestões trazidas em sede de audiência pública não tenham sido acatadas pela CVM, entende-se que a redação da Resolução acabou por criar uma presunção bastante vaga em relação à suposta relevância da informação, em prejuízo da segurança jurídica dos administrados e daqueles com quem a empresa inicia qualquer estudo acerca de uma das operações societárias elencadas.

¹⁶⁶BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Manifestação de Chediak, Lopes da Costa, Cristofaro, Simões – Advogados na Audiência Pública SDM 06/20 – Processo CVM SEI nº 19957.007901/2016-27**. 13 de nov. 2020.

¹⁶⁷BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Manifestação de Chediak, Lopes da Costa, Cristofaro, Simões – Advogados na Audiência Pública SDM 06/20 – Processo CVM SEI nº 19957.007901/2016-27**. 13 de nov. 2020.

4.2.4 A presunção de uso com intuito de obter vantagem indevida e a inversão do ônus probatório (Art. 13, § 1º, I)

Até então, restou explicitado que a nova Resolução instituiu um regime de presunções que contempla presunções quanto (i) à relevância de informação relevante privilegiada; e (ii) ao acesso a essas informações, que estariam na posse de determinadas pessoas elencadas na primeira parte do art. 13.

Passa-se, agora, à análise relativa à presunção do uso da informação privilegiada com a finalidade de obter vantagem indevida para si ou para outrem, e a consequente inversão do ônus probatório que esse novo regime de presunções acaba por instituir (art. 13, §1º, I¹⁶⁸).

O inciso I do §1º do art. 13 estabelece, em linhas gerais, que, estando-se diante de caso em que 1) há informação relevante ainda não divulgada no mercado e 2) o acusado obteve acesso a essa informação, presume-se que se utilizou dessa informação em negociações com o intuito de obter vantagem indevida.

Quanto ao ponto, importante esclarecer que essa presunção, quando aliada com os demais requisitos (devidamente comprovados) não se mostra indevida, uma vez que o real intuito do agente, ao negociar com base em informação privilegiada, é praticamente impossível de ser provado (trata-se de uma questão eminentemente subjetiva) e a CVM já vinha utilizando, em alguns casos, a presunção de que o *insider* que possui informação privilegiada e com ela negocia, negocia com o intuito de obter vantagem indevida (ou seja, estando presentes os demais requisitos, presumia-se que o intuito de obtenção de vantagem também estaria presente, mesmo ausente prova cabal nesse sentido¹⁶⁹).

No §1º do artigo 13 da Instrução CVM nº 358/02, estendia-se a presunção de uso para “quem quer que tenha conhecimento de informação referente a ato ou fato relevante, sabendo que se trata de informação ainda não divulgada ao mercado”. Contudo, faz-se indispensável esclarecer que, quanto a esse item, vinha sendo

¹⁶⁸Art. 13. (...) I – a pessoa que negociou valores mobiliários dispondo de informação relevante ainda não divulgada fez uso de tal informação na referida negociação;

¹⁶⁹Isso se depreende, por exemplo, do entendimento do ex presidente Marcelo Fernandez Trindade, em seu voto “Há, portanto, na Instrução 358/02, uma presunção de que o insider, e o terceiro a ele equiparado pelo conhecimento da informação, atuam com a finalidade de obter lucro com a utilização da informação. Tal presunção legitima se, e somente se legitima, diante da presença de indícios e pode ser afastada por prova no sentido de que a obtenção do lucro foi a finalidade da operação”. CVM, PAS n. 04/2004, rel. Marcelo Fernandez Trindade, jul. 28/06/2006.

entendido que somente seria possível presumir o intuito de obtenção de vantagem nos casos em que estariam presentes os demais requisitos devidamente comprovados. Assim, a acusação somente poderia se valer da presunção de uso caso demonstrasse que o agente teve acesso à informação privilegiada e tinha ciência do seu caráter reservado. Daí, tal demonstração deve ser feita pela acusação, para, então, aplicarem-se as presunções contidas no caput do artigo 13¹⁷⁰.

Com a nova Resolução, todavia, passa a ser admitida a presunção também quanto aos demais requisitos da condenação pela prática de *insider trading* (presunção de relevância da informação e presunção de acesso à informação), conforme detalhado acima, as quais podem inclusive ser cumuladas, de forma que todos os requisitos estejam embasados em presunções, e não mais apenas o uso por parte do agente com intuito de obter vantagem.

Com efeito, ao admitir a cumulação de presunções, a CVM estaria criando uma situação em que não seria necessária a produção de provas robustas (mesmo que indiciárias) por parte da acusação. A presunção relativa configura um julgamento prévio da questão, que obriga, portanto, a inversão do ônus da prova. Desse modo, não obstante a nobre intenção da Comissão de Valores Mobiliários em positivar o histórico de aplicação da norma, ao discriminar as presunções relativas, pode-se afirmar que a CVM estaria criando uma inversão do ônus da prova para quase todos os casos.

Isso porque, conforme já mencionado no capítulo 3.3 acima, há uma diferença existente entre indício e presunção. Para o direito penal, as presunções indiciárias não são consideradas provas e, portanto, não podem ser utilizadas como fundamento para uma acusação, muito menos como base para uma condenação.

Nesse sentido, a jurisprudência da CVM, em síntese, vinha se orientando no sentido de que os casos de *insider trading* poderiam ser decididos com base em provas indiciárias, desde que a acusação estivesse apoiada em uma pluralidade de indícios sólidos e convergentes, que não sejam contraditados por contra indícios¹⁷¹. A

¹⁷⁰Nesse sentido, PAS CVM nº 06/2003, j. 14.09.2005, Dir. Rel. Norma Jonssen Parente; PAS CVM nº 11/2008, Dir. Rel. Luciana Dias, j. 21.08.2012; PAS CVM nº RJ2013/8609, Dir. Rel. Henrique Machado, j. 09.05.2017, PAS CVM Nº RJ2014/0577, Dir. Rel. Gustavo Machado Gonzalez, j. 11.12.2017.

¹⁷¹(i) PAS CVM nº RJ2013/10579, j. em 10.03.2015, Dir. Rel. Roberto Tadeu Antunes Fernandes; (ii) PAS CVM nº RJ2014/3225, j. em 13.09.2016, Dir. Rel. Roberto Tadeu Antunes Fernandes; (iii) PAS CVM nº 25/2010, j. em 04.07.2017, Dir. Rel. Henrique Balduino Machado Moreira; e (iv) PAS CVM nº RJ2016/5039, j. em 26.09.2017, Dir. Rel. Gustavo Machado Gonzalez.

presunção, por outro lado, é mero juízo de dedução, com base nos fatos provados, não podendo ser considerado equivalente a uma prova.

Desse modo, não se poderia considerar a “presunção” como um meio ou como fonte de prova. Trata-se, como já visto, de um mecanismo de inteligência do julgador para examinar as provas já constantes no autos de cada caso - diz respeito, portanto, ao raciocínio do julgador, a uma etapa do processo de valoração das provas, e não da prova em si¹⁷².

E nas palavras de Cândido Rangel Dinamarco, a presunção “é um processo racional do intelecto, pelo qual do conhecimento de um fato infere-se com razoável probabilidade a existência de outro ou o estado de uma pessoa ou coisa”¹⁷³. Dinamarco entende também que as presunções (legais ou judiciais) “constituem processos de raciocínio dedutivo que levam a concluir que um fato aconteceu, quando se sabe que outro haja acontecido”¹⁷⁴.

Dessa forma, em que pese ser possível a condenação com base em um conjunto de indícios, tais indícios devem ser convergentes, graves, plurais e concludentes, a fim de verdadeiramente consistirem em uma prova indiciária, e não apenas em “meros indícios”. O mesmo não ocorre com as presunções. Desse modo, abrindo-se a possibilidade da acusação embasar-se apenas em presunções, o ônus da produção probatória no caso recai, conseqüentemente, ao acusado.

Isso pode se mostrar bastante problemático, uma vez que, conforme já estabelecido pela jurisprudência da CVM¹⁷⁵ e consoante o ordenamento jurídico brasileiro¹⁷⁶, o ônus de demonstrar a autoria e materialidade da conduta é de quem acusa.

Além disso, a inversão do ônus probatório poderia acarretar a obrigação do acusado à elaboração de prova de fato negativo (conhecida como prova diabólica), uma vez que o ordenamento jurídico brasileiro não admite que a parte seja obrigada a fazer prova de algo que aduz *não ter ocorrido*. Com efeito, a inversão do ônus da prova sem a presença de critérios justificadores e sem a devida racionalização através

¹⁷²MOREIRA, José C. B., As presunções e a prova, In MOREIRA, José C. B. **Temas de direito processual** – primeira série. São Paulo: Saraiva, 1977, p. 59

¹⁷³DINAMARCO, Cândido Rangel, **Instituições de direito processual civil**. 10. ed. Salvador: JusPODIVM, 2020, p. 113.

¹⁷⁴ Ibidem, p. 124.

¹⁷⁵BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador n. 04/2004**. Relator: Marcelo Fernandez Trindade. Julgado em 28 de jun. de 2006.

¹⁷⁶Art. 373, CPC: (...) § 2º A decisão prevista no § 1º deste artigo não pode gerar situação em que a desincumbência do encargo pela parte seja impossível ou excessivamente difícil.

da motivação viola o direito de defesa, pois faz pesar sobre o réu um ônus que não lhe pertence¹⁷⁷. Em outras palavras, não está ao alcance do acusado comprovar que algo que o acusador alegou genericamente ter ocorrido *não* aconteceu¹⁷⁸.

Desse modo, pode-se afirmar, em linhas gerais, que a Resolução 44 conferiu uma abrangência maior à questão probatória nos casos de acusação por prática de *insider trading* àquela que vinha sendo conferida à norma anteriormente vigente, ampliando o leque de presunções - inclusive permitindo sua cumulação - de modo a promover, na prática, uma espécie de inculpação objetiva¹⁷⁹.

¹⁷⁷MARINONI, Luiz Guilherme. **Curso de Processo Civil**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2006, v. 1., p. 333.

¹⁷⁸“(…) 2. Não se admite no direito processual civil a chamada prova diabólica, qual seja, aquela em que a parte fica impossibilitada de produzir” TJBA, Classe: Apelação, Número do Processo: 0514514-29.2013.8.05.0001, Relator(a): PILAR CELIA TOBIO DE CLARO, Publicado em: 21 de abr. de 2016

¹⁷⁹BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Manifestação de ABRASCA Advogados na Audiência Pública SDM 06/20 – Processo CVM SEI nº 19957.007901/2016-27**. 13 de nov. de 2020.

CONCLUSÃO

Através desta pesquisa buscou-se examinar de maneira crítica a conduta da utilização indevida de informação privilegiada, trazendo-se a evolução legislativa do tema (e que culminou na Resolução CVM n.º 44/2021, bem como seus requisitos, pressupostos e dilemas, até a análise prática do tema, com a análise dos julgados da CVM e da discussão que envolveu a atualização da matéria no âmbito normativo).

Como bem visto e destacado pela doutrina, o *insider trading* trata-se de ilícito capaz de gerar grandes danos ao mercado como um todo, uma vez que ataca um de seus pilares: a confiança de seus participantes. Assim, compreensíveis os esforços empreendidos pela CVM e pela doutrina ao tratamento do assunto nos diversos âmbitos, sejam eles civil, administrativo ou, ainda, penal.

No entanto, como bem destacado por Mussnich, apesar da relevância destacada, nota-se, com preocupação, que a tentativa de repressão à prática não pode olvidar-se da necessidade de a acusação pautar-se sempre em conjunto de provas (ainda que apenas indiciário) robusto¹⁸⁰. A análise de casos, bem como a recente normativa emanada, trazem uma preocupação sobre o tema.

Conforme observado ao longo da pesquisa, e tendo como base a análise jurisprudencial sobre o tema, a CVM já vinha ampliando cada vez mais o escopo de aplicação de presunções na análise de casos sobre o tema. A redação do art. 13 da Resolução 44 acabou por institucionalizar, todavia, a possibilidade de condenação administrativa pela prática de *insider trading* com base em presunções de forma muito mais ampla e cumulada, o que se verificou acarretará a consequente inversão do ônus probatório em praticamente todos os casos e a possível coação do acusado a realizar prova de fato negativo, o que é vedado pelo ordenamento jurídico brasileiro¹⁸¹.

Com efeito, no processo administrativo sancionador, assim como no processo penal, a questão deve ser analisada com muita atenção, uma vez que uma decisão desfavorável ao acusado pode lhe impor graves consequências, com repercussão penal, inclusive, sendo necessário muito cuidado para não se criar um cenário de condenações com base em presunções ou meros indícios, ainda mais no atual

¹⁸⁰MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. **O Insider Trading no Direito brasileiro**. São Paulo: Saraiva, 2017. p. 103.

¹⁸¹Art. 373, CPC: (...) § 2º A decisão prevista no § 1º deste artigo não pode gerar situação em que a descumprimento do encargo pela parte seja impossível ou excessivamente difícil

contexto, com um mercado cada vez mais complexo e sofisticado, inserido no cenário mundial em que a troca de informações se tornou frequente e veloz.

Em que pese a CVM tenha afirmado, em sede de audiência pública nº 06/20, que será cautelosa em relação às condenações e que apenas buscou positivar o regime de condenações que já vinha acontecendo, o que se observa, com a nova redação do art. 13, é uma ampliação da possibilidade de condenações sem embasamentos robustos, mormente quando se considera que a CVM é uma autarquia federal cujos diretores são alterados ao longo dos anos - podendo ter diferentes visões sobre a norma vigente -, ainda que a lei permaneça a mesma, abrindo margem para entendimentos ainda mais abrangentes.

O que se verificou é que, mesmo em um contexto normativo em que a norma vigente pressupunha e exigia a existência de provas concretas do ilícito por parte da acusação, a análise dos julgados de processos administrativos sancionadores já indicavam uma tendência de flexibilização dos critérios utilizados pela CVM para a condenação por *insider trading*, com a utilização cada vez mais frequente de presunções. Agora, com um contexto normativo que permite condenações com base em presunções cumulativas, as condenações pela prática podem ser ainda mais problemáticas e abrangentes, o que poderá ferir os princípios do contraditório, do devido processo legal e do *in dubio pro reo*.

REFERÊNCIAS

AKERLOF, George A. The market for lemons: quality, uncertainty and the market mechanism. **The Quarterly Journal of Economics**. Oxford, v. 84, n. 3, p. 489, 1970.

AUSUBEL, Lawrence M. Insider trading in a rational expectations economy, **American Economic Review**. v. 80, n. 5, p. 1022-1041, December 1990.

BACELAR FILHO, Romeu Felipe. **Processo Administrativo Disciplinar**. 2 ed. São Paulo: Max Limonad, 2003.

BAINBRIDGE, Stephen M. The Insider Trading Prohibition: A Legal and Economic Enigma. **Florida Law Review**, v. 38. p. 12, 1986. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=303880>. Acesso em: 11 nov. 2021.

BATTACHARYA, Utpal; HAZEM, Daouk. The world price of insider trading, **Journal of Finance**, v. 57, n. 1, February, p. 75-108, 2002.

BERLE Jr., Adolf A.; MEANS, Gardiner C. **The Modern Corporation and Private Property**. New York: The Macmillan Company, 1932.

BITENCOURT, Cezar Roberto; BRENDA, Juliano. **Crimes contra o Sistema Financeiro Nacional e contra o Mercado de Capitais**. 2.ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2011.

BOTTINO, Thiago. O crime de uso indevido de informação privilegiada (insider trading): a persistente dificuldade probatória do delito após a edição da Lei 13.506, de 2017. **Revista da Procuradoria-Geral do Banco Central**. v. 13., n. 1, 2019. Disponível em: <https://revistapgbc.bcb.gov.br/revista/article/view/1008>. Acesso em: 5 ago. 2021

BRASIL Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2008/9022**. Diretor-Relator: Eli Loria. Julgado em: 9 de fev. 2010.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Audiência Pública SDM 06/20 – Processo CVM SEI nº 19957.007901/2016-27**. Relatório de Análise. Disponível em http://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2020/sdm0620.html. Acesso em: 27 de outubro 2021

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Extrato da sessão de julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM 24/05**. Diretor Relator: Sergio Weguelin. Presidente da sessão de julgamento: Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana. Julgado em 7 de outubro de 2009.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador CVM 24/00**. Diretor Relator: Wladimir Castelo Branco Castro. Presidente da sessão de julgamento: Marcelo Fernandez Trindade. Julgado em 18 de agosto de 2005.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Extrato da Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº TA RJ2002/2405**. Diretora-Relatora: Norma Jonssen Parente. Relator do Voto Vencedor: Luiz Antonio De Sampaio Campos. Presidente da sessão de julgamento: Wladimir Castelo Branco Castro. Julgado em 9 de outubro de 2003.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Extrato da Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2013/1730**. Diretora-Relatora: Luciana Dias. Declaração de Voto: Gustavo Tavares Borba Presidente da sessão de julgamento: Leonardo P. Gomes Pereira. Julgado em 18 de agosto de 2015.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Extrato da Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 25/2010**. Diretor-Relator: Henrique Balduino Machado Moreira. Presidente da sessão de julgamento: Leonardo P. Gomes Pereira. Julgado em 4 de julho de 2017.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Manifestação de ABRASCA Advogados na Audiência Pública SDM 06/20 – Processo CVM SEI nº 19957.007901/2016-27**. 13 de novembro de 2020. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2020/sdm0620.html. Acesso em: 29 out. 2021.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ -4/2004**. Trecho do voto do Relator Presidente Marcelo Fernandez Trindade: Caso Eletropaulo, julgado em 28 de junho de 2006.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2004/0852**. Caso MTC. Julgado em 30 de maio de 2006.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2011/3665**, trecho do voto da Relatora Diretora Luciana Dias: Caso Aços Villares, julgado em 3 de abril de 2012.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 33/2000**, caso Elevadores Atlas, julgado em 20 de dezembro de 2002.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo CVM nº RJ 2010/1666**. Caso Lojas Renner. Julgado em 03 de abril de 2012.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador CVM 24/2005**. Diretor-Relator: Sergio Weguelin. Presidente da sessão de julgamento: Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana. Julgado em 7 de outubro de 2008. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2008/20081007_PAS_2405.pdf. Acesso em: 29 out. 2021.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador CVM 13/2000**. Relator: Marcelo F. Trindade. Presidente da sessão de julgamento: Norma Jonssen Parente. Julgado em 17 de abril de 2002. Disponível em:

http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2002/20020417_PAS_1300.pdf. Acesso em: 29 out. 2021.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador n. 04/2004**. Relator: Marcelo Fernandez Trindade. Julgado em 28 de junho de 2006.

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

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Relatório de Audiência Pública SDM 06/20 – Processo CVM SEI nº 19957.007901/2016-27. 23/08/2021**. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2020/sdm0620.html. Acesso em: 29 out. 2021.

BRASIL. **Constituição da República Federativa do Brasil de 1988**. Brasília, DF. Disponível em http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm. Acesso em: 15 nov. 2021.

BRASIL. **Decreto nº 10.139, de 28 de novembro de 2019**. Dispõe sobre a revisão e a consolidação dos atos normativos inferiores a decreto. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2019/decreto/D10139.htm. Acesso em 29.10.2021.

BRASIL. **Decreto-Lei nº 2.627, de 26 de setembro de 1940**. Dispõe sobre as sociedades por ações. Brasília, DF: Presidência da República. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/del2627.htm. Acesso em: 15. nov. 2021.

BRASIL. Decreto-Lei nº 3.689, de 3 de outubro de 1941. **Código de Processo Penal**. Brasília, DF: Presidência da República. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/Del3689.htm Acesso em 26 out. 2021.

BRASIL. **Lei nº 13.105 de 16 de março de 2015**. Código de Processo Civil. Brasília, DF: Presidência da República. Disponível em http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2015/lei/l13105.htm. Acesso em: 15 nov. 2021.

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

BRASIL. **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as sociedades por ações. Brasília, DF: Presidência da República. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404compilada.htm. Acesso em: 15. nov. 2021.

BRASIL. **Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001**. Altera e acrescenta dispositivos na Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976 [..]. Brasília, DF: Presidência da República. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcis_2001/l10303.htm. Acesso em: 15. nov. 2021.

BRITISH SECTION OF THE INTERNATIONAL COMMISSION OF JURISTS. **Insider Trading**. Cambridge: E & E Plumridge, 1972.

CAMPOS, Coaduna Luiz Antônio de Sampaio. **Direito das Companhias**. Rio de Janeiro: Forense. 2009. v.1.

CARLTON, Dennis W.; FISCHER, Daniel R., 1983, The regulation of insider trading. **Stanford Law Review**. v. 35, n. 857, p. 857-899, May 1983.

CARRARA, Francesco. **Programa do Curso de Direito Criminal**. Campinas: LZN, 2002. v. 1.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. 6. ed. São Paulo: Saraiva, 2014. p.443. v.3.

CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK Nelson. **Estudos de Direito Empresarial**. 1. ed. São Paulo: Saraiva, 2010.

CASTELLAR, João Carlos. **Insider Trading e os Novos Crimes Corporativos**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2008.

CITI CORRETORA. **Qual a Diferença entre Mercado Primário e Mercado Secundário?**. São Paulo: Citi Corretora, [s.d.]. Disponível em: https://www.citicorretora.com.br/lermais_materias.php?cd_materias=58. Acesso em: 11 nov. 2021.

COMISSÃO DE VALORES IMOBILIÁRIOS. **Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro**. 4. ed., Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2018 . Disponível em: https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/livro_TOP_mercado_de_valores_mobiliarios_brasileiro_4ed.pdf. Acesso em: 11 nov. 2021.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Uso Indevido de Informação Privilegiada (Insider Trading)/ Cadernos CVM**. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2016

COMPARATO, Fábio Konder. Insider Trading: Sugestões para uma moralização do nosso mercado de capitais. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. São Paulo, ano X, n. 2, 1971.

CORDEIRO, Luiz Felipe Gonçalves. **Insider Trading e o Mercado de Capitais: tratamento legal, casos concretos e a ineficiência econômica no seu combate**. Rio de Janeiro: Departamento de Direito da PUC – RJ, 2013, p. 48. Disponível em: <https://www.maxwell.vrac.puc-rio.br/22476/22476.PDF>. Acesso em: 29 ago. 2021.

DINAMARCO, Candido Rangel, **Instituições de direito processual civil**. 10. ed., 2020.

DOLGOPOLOV, Stanislav. Insider Trading. **The Concise Encyclopedia of Economics**. Carmel: Liberty Fund, Inc., c. 1999 - 2019, p. 6. Disponível em: <http://www.econlib.org/library/Enc/insidertrading.html>. Acesso em: 11 nov. 2021.

EIZIRIK, Nelson Laks. O Liberalismo Econômico e a Criação das Disciplinas de Direito Comercial e Economia Política. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. São Paulo: n° 35, ano XVIII, jul.-set. 1979.

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

EIZIRIK, Nelson Laks; e NETTO, Horácio de Mendonça. O Privilegiamento de Informações e o Caso Petrobrás. **Revista Brasileira de Mercado de Capitais**. Rio de Janeiro, v. 4, n. 10, p. 11, jan./abr. 1978.

EIZIRIK, Nelson Laks; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais – Regime Jurídico**. 2. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

EIZIRIK, Nelson. **"Insider Trading" e Responsabilidade**. Rio de Janeiro: Editora Lúmen Júris, 2008.

FIGUEIREDO, Bianca Napoli, **Prova Indiciária na Responsabilização de Insider Trading nos precedentes da Comissão de Valores Mobiliários**. Rio de Janeiro, 2017, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro

INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITY AND COMMISSIONS. **Objectives and Principles of Securities Regulation**. [S.l.]: International Organization of Security and Commissions, p. 12. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD323.pdf>. Acesso em: 11 nov. 2021.

INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITY AND COMMISSIONS. **Objectives and Principles of Securities Regulation**. [S.l.]: International Organization of Security and Commissions.
JR. William A. Kelly; NARDINELLI, Clark; WALLACE, Myles S. Regulation of Insider Trading: Rethinking SEC Policy Rules. **The Cato Journal**, v. 7, n. 2, p. 441-448, Fall 1987.

KRIPKE, Homer. Manne's Insider Trading Thesis and Other Failures of Conservative Economics, **Cato Journal**, v. 4, n. 3, p. 948, Winter 1985.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. **O Mercado de Capitais & Insider Trading**. 1ª ed. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 1978.

LUCENA, José Waldecy. **Das sociedades anônimas: comentários à lei**. Rio de Janeiro: Renovar, 2009, v. 2.

MANNE, Henry G. Insider trading and property rights in new information. **Cato Journal**, v. 4, n. 3, p. 938, 1985.

MANNE, Henry G. Insider Trading and the Law Professors. **Vanderbilt Law Review**, v. 23, n. 3, April 1970.

MANNE, Henry G. **Insider trading and the stock market**. New York: Free Press, 1996.

MANNE, Henry. In Defence of Insider Trading. **Harvard Business Review**. v. 44, n. 6, p. 84, 1966.

MARINONI, Luiz Guilherme. **Curso de Processo Civil**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2006, v. 1., p. 333.

MOREIRA, José C. B. **Temas de direito processual** – primeira série. São Paulo: Saraiva, 1977.

MOURA, Maria Thereza Rocha de Assis. **A Prova por indícios no Processo Penal**. São Paulo: Saraiva, 1994.

MUSSNICH, Francisco Antunes Maciel. A Utilização Desleal de Informações Privilegiadas – “Insider Trading” – no Brasil e nos Estados Unidos. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. São Paulo: n° 34, ano XVIII, abr.-jun. 1979, p. 32.

MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. **O Insider Trading no Direito brasileiro**. São Paulo: Saraiva, 2017.

OSÓRIO, Fábio Medina. **Direito Administrativo Sancionador**. 2 ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2005, p. 425/426.

PARENTE, Norma Jonssen. **Tratado de Direito Empresarial - Mercado de Capitais**. 2. ed. São Paulo: Thomson Reuters Revista dos Tribunais, 2018. v. 7.

PRENTICE, D.D., Insider Trading, **Current Legal Problems**. v. 28, n. 1 , p 92, 1975.

PROENÇA, José Marcelo Martins. **Insider Trading** – Regime Jurídico do Uso de Informações Privilegiadas No Mercado De Capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe. A Racionalidade Econômica do Combate ao Insider Trading: Assimetria de Informação e Dano ao Mercado. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. São Paulo, n. 147, ano XLVI, p. 50, jul.-set. 2007.

SCHOTLAND, Roy A., Unsafe at Any Price: A Reply to Manne, Insider Trading and the Stock Market. **Virginia Law Review**, v. 53, n. 7, p. 1438, November 1967.

SHENG, Andrew. Disclosure regulation: The Role of Intermediaries. In: ASIA PACIFIC IN-HOUSE COUNSEL SUMMIT, 2004, Hong Kong. **Speeches** [...].

SZTAJN, Rachel. Conceito de liquidez na disciplina no mercado de valores mobiliários. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, nº 126, ano XLI, abr-jun 2002.

TIGHE, Carla; MICHENER, Ron, 1994. The political economy of insider-trading laws, **American Economic Review**, v. 84, n. 2, p. 164-168, may 1994.

UNITED STATES OF AMERICA. US Court of Appeals for the Second Circuit. Appeal. **Exchange Commission. v. Texas Gulf Sulphur Co.** Decided in August 13, 1968. Disponível em: <https://law.justia.com/cases/federal/appellate-courts/F2/401/833/324140/>. Acesso em: 03 out. 2021.

VENANCIO FILHO, Alberto; LOBO, Carlos Augusto Silveira; ROSMAN, Luiza Alberto Colonna. **Lei das S.A. em seus 40 anos**. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

YEO, Victor Chuan Seng. **A Comparative Analysis of Insider Trading Regulation – Who is Liable and What are the Sanctions?**. Singapore: SSRN, 2001. p. 3. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=260884>. Acesso em: 11 nov. 2021.