

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS E ECONÔMICAS
FACULDADE NACIONAL DE DIREITO

**ANÁLISE DO REGIME DE PRESUNÇÕES EM CASOS DE USO INDEVIDO DE
INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA (*INSIDER TRADING*) À LUZ DA RESOLUÇÃO CVM
Nº 44, DE 23 DE AGOSTO DE 2021**

VITOR DE SOUZA FELIPPE

RIO DE JANEIRO
2022

VITOR DE SOUZA FELIPPE

ANÁLISE DO REGIME DE PRESUNÇÕES EM CASOS DE USO INDEVIDO DE
INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA (*INSIDER TRADING*) À LUZ DA RESOLUÇÃO CVM
Nº 44, DE 23 DE AGOSTO DE 2021

Monografia de final de curso, elaborada no âmbito da graduação em Direito da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como pré-requisito para obtenção do grau de bacharel em Direito, sob a orientação do **Professor Dr. João Marcelo de Lima Assafim**.

RIO DE JANEIRO
2022

CIP - Catalogação na Publicação

F315a Felipe, Vitor de Souza
ANÁLISE DO REGIME DE PRESUNÇÕES EM CASOS DE USO
INDEVIDO DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA (INSIDER
TRADING) À LUZ DA RESOLUÇÃO CVM N° 44, DE 23 DE
AGOSTO DE 2021 / Vitor de Souza Felipe. -- Rio de
Janeiro, 2023.
97 f.

Orientador: João Marcelo de Lima Assafim.
Trabalho de conclusão de curso (graduação) -
Universidade Federal do Rio de Janeiro, Faculdade
Nacional de Direito, Bacharel em Direito, 2023.

1. Direito Econômico. 2. Mercado de Capitais. 3.
Insider Trading. 4. Resolução CVM n° 44/21. 5.
Presunções. I. Marcelo de Lima Assafim, João,
orient. II. Título.

VITOR DE SOUZA FELIPPE

**ANÁLISE DO REGIME DE PRESUNÇÕES EM CASOS DE USO INDEVIDO DE
INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA (INSIDER TRADING) À LUZ DA RESOLUÇÃO CVM
Nº 44, DE 23 DE AGOSTO DE 2021**

Monografia de final de curso, elaborada no âmbito da graduação em Direito da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como pré-requisito para obtenção do grau de bacharel em Direito, sob a orientação do **Professor Dr. João Marcelo de Lima Assafim.**

Data da Aprovação: __/__/____.

Banca Examinadora:

Orientador

Membro da Banca

Membro da Banca

RIO DE JANEIRO
2022

AGRADECIMENTOS

Quem caminha sozinho pode até chegar mais rápido, mas aquele que vai acompanhado, com certeza vai mais longe.

Após essa belíssima trajetória, iniciada há 5 anos, hoje eu entendo perfeitamente o poder dessa frase. Foi graças a toda essa companhia, parceria, ensinamentos e puxões de orelha de todos vocês, que foi possível para eu alcançar essa etapa tão significativa e importante na minha vida, a conclusão da graduação no curso de Direito na maior faculdade do país.

Inicialmente, quero agradecer aos meus pais, Maria Janete e Newmar, sem vocês isso jamais seria possível. Muito obrigado por todo apoio nessa jornada e por sempre me ensinarem que o errado é o errado, mesmo que todos estejam fazendo. E que o certo é o certo mesmo que ninguém esteja fazendo.

Ao meu irmão Caio, por sempre ter me dado bons exemplos e por ter me ensinado que o conhecimento é a riqueza que jamais levarão de você. Nesse sentido, é com muito orgulho que eu sigo carregando o lema comigo: ESTUDA QUE PASSA!

Aos meus outros irmãos de vida, aqueles que eu pude escolher e que, hoje em dia, já considero como família, deixo aqui meus mais sinceros e preciosos agradecimentos. Vinicius, Sobrinho, Corrêa, Toró, Jorge, De Jesus e Morelli, vocês foram essenciais para que eu me mantivesse firme e determinado em busca de todos os meus objetivos.

Por fim, um muito obrigado à equipe do Jurídico da Eneva S.A., em especial, à Mônica, Aline, Marcella, Conrado e Isabelle, pelo companheirismo e pelos ensinamentos diários que, com certeza, contribuíram para minha formação profissional.

ΕΠÍΓΡΑΦΕ

“Loyalty is a two-way street. If I’m asking for it from you, then you’re getting it from me.”

Harvey Specter

RESUMO

A presente monografia tem como objetivo reunir elementos com vistas a contribuir para se delimitar o padrão de prova utilizado pela Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) nos processos de *insider trading*. Para tanto, o método indutivo foi o utilizado para se discorrer sobre os principais elementos que possuem relação com tal padrão de prova, sendo esses baseados na legislação nacional, estrangeira, jurisprudência e doutrina. Nesse contexto, verificou-se que o *insider trading* se trata de um dos ilícitos com maior potencial danoso ao mercado de capitais, vez que abala a higidez do mercado. Além disso, constatou-se que as provas indiciárias e as presunções de acesso, relevância e uso, são os meios de prova utilizados pelos diretores da CVM para embasar as suas decisões proferidas nos processos que versam sobre o *insider trading*.

Palavras-Chave: direito econômico; mercado de capitais; *insider trading*; uso indevido de informação privilegiada; Resolução CVM nº 44/21; presunções; indícios.

ABSTRACT

This monograph aims to gather elements in order to contribute to delimit the means of proof used by the Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) in insider trading processes. Therefore, the inductive method was used to discuss the main elements that are related to this means of proof, which are based on national and foreign legislation, jurisprudence and doctrine. In this context, it was verified that insider trading is one of the illicit acts with the greatest potential damage to the capital market, since it undermines the health of the market. In addition, it was found that the circumstantial evidence and the presumptions of access, relevance and use are the means of proof used by CVM directors to base their decisions rendered in the processes that deal with insider trading.

Key words: economic law; capital market; insider trading; Resolution CVM No. 44/21; presumptions; evidences.

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

Art.	Artigo
BCB	Banco Central do Brasil
CMN	Conselho Monetário Nacional
COB	<i>Commission des Operations de Bourse</i>
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
IOSCO-OICV	<i>International Organization of Securities Commissions</i>
Lei das S.A	Lei nº 6.404/76
OSX	OSX Brasil S.A
PAS	Processo Administrativo Sancionador
Resolução	Resolução CVM nº 44/21
SEC	<i>Securities Exchange Commission</i>
SEP	Superintendência de Relações com Empresas
SFN	Sistema Financeiro Nacional
STF	Supremo Tribunal Federal

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	12
CAPÍTULO I – PRECEDENTES	15
1.1 O Caso Brahma/Ambev	15
1.2 O Caso da OSX Brasil S.A.	17
CAPÍTULO II - O MERCADO DE CAPITAIS E O DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL	21
2.1 O sistema nacional financeiro	21
2.2 O mercado de capitais e sua relevância na economia	23
2.3 Os direitos essenciais dos acionistas no mercado de capitais	28
CAPÍTULO III – O MODELO REGULATÓRIO DE OUTROS SISTEMAS NACIONAIS	30
3.1 Estados Unidos	30
3.2 França	34
3.3 União Europeia	36
3.4 Reino Unido	38
CAPÍTULO IV – O USO INDEVIDO DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA (INSIDER TRADING) NO DIREITO BRASILEIRO	40
4.1 Os objetivos e princípios da regulação do mercado de capitais brasileiro	40
4.2 O conceito de insider trading	43
4.3 O tratamento legal do <i>insider trading</i> no direito brasileiro	47
4.4 Requisitos para a caracterização do <i>insider trading</i>	53
4.4.1 A existência de Informação Privilegiada ainda não divulgada a mercado	53
4.4.2 O sujeito ativo que tem acesso à Informação Privilegiada	55
4.4.3 Negociar com base em Informação Privilegiada visando obtenção de vantagem	56
4.5 As consequências do <i>insider trading</i>	58
4.5.1 Responsabilidade Civil	58

4.5.2	Responsabilidade Administrativa	60
4.5.3	Responsabilidade Penal	62
CAPÍTULO V – O REGIME DE INDÍCIOS E PRESUNÇÕES À LUZ DA JURISPRUDÊNCIA DA CVM		66
5.1	A prova nos casos de <i>insider trading</i>	66
5.1.1	A prova indiciária	67
5.2	O regime de presunções da Resolução CVM nº 44/21	74
5.2.1	A presunção de acesso	75
5.2.2	A presunção de relevância	77
5.2.3	A presunção de uso	79
CONSIDERAÇÕES FINAIS		82
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS		84

INTRODUÇÃO

A presente monografia possuirá como tema geral o direito econômico, ramo do direito que visa assegurar a defesa e a harmonia dos interesses individuais e coletivos, por meio da intervenção do Estado na atividade econômica.

O recorte epistemológico dado pela obra será o de investigar a regulação do ilícito de uso indevido de informação privilegiada (“*insider trading*”) no mercado de capitais brasileiro. Nessa linha, o presente trabalho dará mais enfoque no padrão de prova utilizado nos processos que versam sobre o ilícito.

Após uma breve análise de processos julgados pela Comissão de Valores Mobiliários que tratam sobre o uso indevido de informação privilegiada, percebe-se que os parâmetros utilizados como padrão de prova para a condenação dos acusados não são muito claros, visto que, são fundamentados em indícios e presunções, ou seja, juízos de probabilidade, os quais muitas das vezes atribuem ao acusado a inversão do ônus probatório, e que tornam a sua defesa bastante complexa, dado a dificuldade em se apresentar contraprovas para tal conduta. Assim, em razão da grande subjetividade desses fundamentos e da falta de clareza, cria-se a situação problemática de se entender qual é o padrão de prova e como ele é utilizado pela Comissão de Valores Mobiliários para se alcançar uma condenação ou absolvição nos casos de *insider trading*.

A justificativa de se escrever sobre essa temática reside, do ponto de vista social e econômico, na relevância que o mercado de capitais tem para economia nacional, no que tange a ser um canal fundamental para captação da poupança popular¹. Dito isso,

¹ Para dimensionar tal relevância, o mercado de capitais, em 2021, encerrou com R\$596,00 bilhões de reais em captações. E, até novembro de 2022, já alcançou a marca de R\$444,00 bilhões de reais.

ANBIMA, **Mercado de capitais encerra 2021 com R\$ 596 bilhões em captações**. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais/mercado-de-capitais-encerra-2021-com-r-596-bilhoes-em-captacoes.htm. Acesso em: 30 nov. 2022.

ANBIMA, **Emissões no mercado de capitais alcançam R\$ 444 bilhões em 2022 s**. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais/emissoes-no-mercado-de-capitais-alcancam-r-444-0-bi-em-2022.htm. Acesso em: 30 nov. 2022.

é uma demanda social, de suma importância, que as sanções aplicadas pela CVM, especialmente nos processos que versam sobre o *insider trading*, sejam realizadas com base em parâmetros claros, a fim de que não ocorram arbitrariedades e a confiança dos investidores na segurança e estabilidade do mercado possam ser mantidas.

O objetivo do presente trabalho monográfico consiste em reunir elementos com vistas a contribuir para se delimitar o padrão de prova utilizado pela Comissão de Valores Mobiliários nos processos de uso indevido de informação privilegiada.

Para tanto, será utilizado o método indutivo como metodologia de pesquisa para se discorrer sobre os principais aspectos que possuem relação com o padrão de prova utilizado nos processos do ilícito de *insider trading*, sendo esses baseados na legislação nacional, estrangeira, jurisprudência e doutrina.

No primeiro capítulo será realizada uma breve análise dos casos da Brahma/Ambev e o da OSX Brasil S.A, a fim de se expor precedentes com base nos argumentos utilizados pelo Colegiado da CVM nas decisões proferidas no âmbito de cada caso.

No segundo capítulo será abordado a justificativa socioeconômica, serão tratadas noções de mercado, com foco no funcionamento do mercado de capitais, ambiente no qual a prática de *insider trading* está inserida, e a sua relevância para o desenvolvimento econômico do país. Por fim, serão demonstrados os direitos essenciais dos investidores e sua relação com a inibição de condutas impróprias no mercado.

No terceiro capítulo trará as experiências internacionais que refletiram diretamente no modelo regulatório brasileiro. Para isso, será analisado o panorama legal referente a repressão da prática do *insider trading* dos Estados Unidos, França, União Europeia e Reino Unido.

No quarto capítulo, por sua vez, será apresentado o modelo regulatório brasileiro, expondo inicialmente os objetivos e princípios dessa regulação, além do conceito do

insider trading e os critérios necessários para a sua configuração na legislação pátria. Por último, passar-se-á a análise de suas consequências e formas de responsabilização na esfera civil, penal e administrativa.

No quinto capítulo será feita uma exposição e análise do regime de indícios e presunções à luz da Resolução CVM nº 44/21, verificando sua aplicação pela CVM e a sua adequação com as garantias constitucionais.

CAPÍTULO I – PRECEDENTES

1.1 O Caso Brahma/Ambev

Em abril de 2002, o Processo Administrativo Sancionador CVM nº 13/2000 foi instaurado pelo Colegiado da CVM contra André Roberto Jakurski, Ciro Carneiro Hasslocher, Otávio Ângelo da Veiga Neto e Pró-Finância Participações Ltda. Nesse caso, a propositura de abertura do inquérito decorreu do Relatório de Análise nº 02/99, o qual examinou as negociações das ações das cervejarias Brahma e Antártica no período que antecedeu a divulgação de fato relevante ao mercado, datado de 02 de julho de 1999, da associação entre as duas companhias, para criação da Companhia de Bebidas das Américas – AMBEV².

Segundo o relatório do caso, apurou-se “a eventual ocorrência de irregularidades nas negociações realizadas no ano de 1999, com título e valores mobiliários de emissão da Companhia Cervejaria Brahma e da Companhia Antártica Paulista”³.

Com efeito, de acordo com o relatório da comissão de inquérito, foram imputadas diversas responsabilidades aos acusados como, por exemplo, “por supostamente haverem se utilizado de informação privilegiada ao negociarem valores mobiliários, em infração ao parágrafo único do art. 11 da Instrução CVM 31/84; por supostamente ter se valido de informação privilegiada ao negociar valores mobiliários de emissão da Antártica, em violação aos arts. 10 e 11⁴ da Instrução CVM 31/84”⁵.

No presente caso, destacam-se os argumentos utilizados na acusação do Sr. André Roberto Jakurski, visto que, presumiu-se que a utilização de informação privilegiada ter-se-ia dado por meio de negócios realizados pela JGP Nextar Fund, a qual era gestor na época. Tais negociações, segundo o relatório, foram “(i) a compra de ações ON de emissão da Antártica,

² BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo administrativo Sancionador CVM 13/2000** – Rio de Janeiro. Relatora: Marcelo F. Trindade. Julgado em 17 de abril de 2002. Rio de Janeiro: CVM, 2002. p. 2.

³ Ibid. p. 2

⁴ Instrução CVM 31/84 “Art. 10 - É vedado aos administradores e acionistas controladores de companhia aberta valerem-se de informação à qual tenham acesso privilegiado, relativa a ato ou fato relevante ainda não divulgado ao mercado, nos termos dos artigos 2º e 7º desta Instrução, para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante negociação com valores mobiliários.” “Art. 11 - É vedada, como prática não equitativa, a negociação com valores mobiliários realizada por quem quer que, em virtude de seu cargo, função ou posição, tenha conhecimento de informação relativa a ato ou fato relevante antes de sua comunicação e divulgação ao mercado. Parágrafo único - 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 privilegiada ainda não divulgada ao mercado.”.

⁵ Ibid. p. 3

no pregão da Bovespa do dia 30/06/99 — dois dias antes da divulgação do fato relevante da criação da AMBEV — no valor de R\$ 2.184.000,00, pelo preço unitário de R\$ 40,00, cerca de 8,11% superior ao do dia anterior, tendo sido contraparte de tal operação, em grande medida, a Fundação CESP; e (ii) a suposta compra de 150.000 ADRs de Brahma PN (equivalentes a cerca de 3.000.000 de ações) na Bolsa de Nova York, na mesma data⁶. Ressalta-se, ainda, que não foi possível identificar a fonte da informação privilegiada de que teria se valido o investidor, dado que existia um grande número de pessoas que possuíam conhecimento da intenção da operação de associação entre as duas companhias⁷.

O Diretor-relator do caso, Marcelo Trindade, no que se refere ao padrão de provas nos crimes de *insider trading*, pontuou “A questão da prova nos inquéritos que tratam de insider trading é das mais controvertidas. Há quem defenda, com robustos argumentos, que devam ser aceitos indícios, em casos tais, como fonte de conclusões, como é a opinião da Diretora Norma Parente”⁸.

Marcelo Trindade destacou, ainda, em seu voto vencedor, a impossibilidade da imputação de presunções contra os *insiders* de mercado – aqueles que não são administradores da companhia - imputando o ônus de provar o acesso à informação a própria autarquia, conforme demonstrado 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 ‘tippee’, não ocorre tal presunção, cabendo à CVM provar seu acesso à informação”.⁹

Por outro lado, cumpre mencionar que, conforme exposto pelo Diretor, a questão das provas no “*insider trading*” não é matéria unânime entre a doutrina, assim, de

⁶ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo administrativo Sancionador CVM 13/2000** – Rio de Janeiro. Relatora: Marcelo F. Trindade. Julgado em 17 de abril de 2002. Rio de Janeiro: CVM, 2002. p. 3

⁷ Ibid. p.3

⁸ Ibid. p. 5.

⁹ Ibid. p. 7.

acordo com o voto divergente da Diretora Norma Parente, as presunções poderiam ser utilizadas mesmo para *insiders* de mercado, a saber:

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.**¹⁰ (grifos nossos)

Com isso, o Colegiado da CVM decidiu pela absolvição do acusado pela falta de indícios fortes e concorrentes e pacificou o entendimento de que nos casos que envolvessem os ditos *tippees* caberia ao autor da ação o ônus da prova.

1.2 O Caso da OSX Brasil S.A.

Outro caso de bastante relevância na doutrina é o caso da OSX Brasil S.A. ("OSX"), o qual se materializou sob a forma do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2013/13172¹¹ que foi instaurado pela Superintendência de Relações com Empresas ("SEP") para apurar a suposta utilização de informações privilegiadas por parte de Eike Fuhrken Batista, na qualidade de acionista controlador e presidente do conselho de administração da OSX, na negociação de ações de emissão da OSX, em infração ao Art. 155, §1º, da Lei nº 6.404/76¹² ao Art. 13 da Instrução CVM nº 358/2002¹³.

¹⁰ Ibid. p. 8.

¹¹BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo administrativo Sancionador CVM Nº RJ2013/13172**. Diretor-Relator Henrique Balduino Machado Moreira. Julgado em 25 de abril de 2017. Rio de Janeiro: CVM, 2017.

¹² "Art. 155. O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios, sendo-lhe vedado: §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."

¹³ "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 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."

Segundo o relatório do caso, em 19 de abril de 2013, a OSX divulgou um comunicado ao mercado, informando que a Companhia havia atingido o patamar mínimo de 25% de ações em circulação estabelecido pelo Regulamento do Novo Mercado da BM&FBOVESPA S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros¹⁴.

Para isso, Eike Fuhrken Batista alienou na referida data 9.911.900 (nove milhões, novecentas e onze mil, novecentas) ações de emissão da OSX ao preço de R\$ 3,40 (três reais e quarenta centavos), em volume total de R\$ 33.700.460,00 (trinta e três milhões, setecentos mil, quatrocentos e sessenta reais)¹⁵.

Ato contínuo, em 17 de maio de 2013, a OSX divulgou um fato relevante informando a aprovação da alteração de seu Plano de Negócios, que contemplava, entre outras medidas, significativa redução de investimento, monetização de ativos e reorganizações societários¹⁶, as quais contribuíram fortemente para a queda das ações de emissão da OSX, logo após a divulgação.

Nesse contexto, a SEP, considerando que a atualização do Plano de Negócios foi iniciada em reunião realizada pela Diretoria em 15 de abril de 2013 com a presença do acusado, declarou não restar dúvida de que o acionista controlador da OSX teria negociado ações de emissão da OSX com o conhecimento da atualização do referido plano. Argumentou-se, ainda, que “é sabido que um investidor que tomasse conhecimento do Plano antes de sua divulgação ao mercado saberia, antes de todos os outros investidores, da grande probabilidade de queda nas ações de emissão da OSX quando essas informações fossem divulgadas”¹⁷.

Dessa forma, segundo a SEP, Eike Fuhrken Batista ao alienar ações de emissão da OSX antes da divulgação do fato relevante e já com a posse de informação privilegiada, teria evitado um prejuízo de R\$ 10.506.614,00 (dez milhões, quinhentos e seis mil, seiscentos e quatorze reais)¹⁸.

¹⁴BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo administrativo Sancionador CVM Nº RJ2013/13172**. Diretor-Relator Henrique Balduino Machado Moreira. Julgado em 25 de abril de 2017. Rio de Janeiro: CVM, 2017. p. 1.

¹⁵ Ibid. p. 1.

¹⁶ Ibid. p. 5.

¹⁷ Ibid. p. 5.

¹⁸ Ibid. p. 5.

Por meio de sua defesa, o acusado argumentou que: (i) inexistia fato relevante pendente de divulgação quando da venda das ações; houve motivação diversa daquela apontada pela acusação para a realização da negociação com os papéis; e inexistiu qualquer vantagem auferida pelo acusado, ou intenção de obter vantagem¹⁹; e (ii) as informações por ele detidas na data em que alienou suas ações não possuíam os elementos necessários para que pudessem influenciar de modo ponderável, outros investidores, em sua decisão de comprar e vender de ações de emissão da OSX²⁰.

Apesar dos argumentos trazidos pelo acusado, o Diretor-relator Henrique Balduino Machado Moreira, em seu voto, afirmou que “Em que pesem os argumentos apresentados por Eike Batista, eles não são capazes de eximir sua responsabilidade no presente caso. Como se sabe, a proibição ao uso indevido de informação privilegiada pelo administrador de companhia aberta está estabelecida no art. 155, §1º, da Lei nº 6.404/76, e regulamentada no art. 13, caput, da Instrução CVM nº 358/2002”.

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

Em linha com precedentes desta Comissão, o art. 13 da Instrução CVM nº 358/2002, estabelece regras relativas à valoração das provas que instruem os processos sancionadores nos quais são formuladas acusações de insider trading. Assim, em relação à companhia e seus acionistas controladores, diretos ou indiretos, os diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, que negociaram na pendência de fato relevante, a norma reconhece ser legítimo inferir que tiveram acesso à informação privilegiada e, ainda, que negociaram com o intuito de obter vantagem.

(...)

Como bem consignado em precedente da CVM, “*nos casos contemplados no art. 13 da Instrução nº 358/2002, a CVM considera determinado fato provado (e.g., o fato de o investigado ser administrador da companhia aberta) como indício hábil a autorizar, por indução, a conclusão quanto à ocorrência de fatos que configuram a prática do insider trading (o conhecimento da informação relativa ao fato relevante pendente de divulgação e o intuito de obter de vantagem). Ou seja, esses elementos da infração são reputados provados pela CVM, até que o investigado ou acusado demonstre o contrário.*”²¹

¹⁹ Ibid. p. 9.

²⁰ Ibid. p. 16.

²¹ Ibid. p. 17.

Ou seja, observou-se que em caso de *insiders* primários – aqueles que administram a companhia – seria legítimo presumir que o acusado teve acesso à informação privilegiada e, ainda, que negociou com o intuito de obter vantagem, cabendo ao acusado o ônus probatório de se demonstrar o contrário.

Assim, a CVM condenou o Sr. Eike Fuhrken Batista à penalidade de multa pecuniária no valor de R\$ 21.013.228,00 (vinte e um milhões, treze mil e duzentos e vinte e oito reais), correspondente a duas vezes o montante da perda evitada, e à penalidade de inabilitação temporária pelo prazo de 5 (cinco) anos para o exercício do cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários, por infração ao art. 155, §1º, da Lei nº 6.404/76 e ao art. 13 da Instrução CVM nº 358/2002²².

²² Ibid. p. 24.

CAPÍTULO II - O MERCADO DE CAPITAIS E O DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL

2.1 O sistema nacional financeiro

Preliminarmente, para entender o significado da expressão *insider trading*, bem como conceituá-la, é imprescindível identificar e definir os aspectos e conceitos do Sistema Financeiro Nacional (“SFN”), uma vez que é nesse universo que a prática ocorre e se desenvolve.

Nelson Eizirik prescreve que na economia de mercado moderna, temos uma diversidade de agentes econômicos - governo, empresas, unidades familiares, indivíduos etc.- os quais possuem intenções diversas de investimento e poupança, subdividindo-se em agentes deficitários, que são os que têm como objetivo realizar um investimento maior do que sua renda efetiva, e os agentes superavitários, cuja capacidade de poupança supera as suas necessidades de investimento²³.

A interação entre estes agentes acontece quando os superavitários financiam os gastos excedentes das unidades deficitárias, tendo estes a obrigação de trocar parte de seus ganhos futuros pela canalização imediata de recursos. (CARVALHO, SOUZA, SICSÚ, PAULA e STUDART, 2007).

Neste contexto, expõe Andre F. Andrezo e Iran S. Lima (CVM, 2017):

O Sistema Financeiro Nacional pode ser entendido como o conjunto de instituições que integram o mercado financeiro, quer regulamentando e fiscalizando seus participantes (agentes normativos), quer facilitando a transferência de recursos financeiros entre poupadores e tomadores (instituições financeiras).

Nesta linha, temos que essa interação entre poupadores e tomadores é intermediada por diversas instituições financeiras²⁴, as quais compõem o Sistema

²³ EIZIRIK, 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. 2.

²⁴ Nos termos do art. 1º da Lei 7.942/86 é considerada instituição financeira “*pessoa jurídica de direito público ou privado, que tenha como atividade principal ou acessória, cumulativamente ou não, a captação, intermediação ou aplicação de recursos financeiros (Vetado) de terceiros, em moeda nacional*”

Financeiro Nacional. Além disso, o sistema provê os canais adequados para conexão entre as duas partes. De um lado estão os agentes econômicos deficitários, que os utilizam para acessar os recursos que necessitam para o desenvolvimento de seus projetos e, no outro lado, os agentes superavitários que aplicam as suas poupanças, com o objetivo de auferir ganhos futuros²⁵.

Ao olhar para o Art. 192 da Constituição da República Federativa do Brasil de 1988, depreende-se que o Sistema Financeiro Nacional é tratado e conceituado da seguinte forma:

Art. 192. O sistema financeiro nacional, estruturado de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do País e a servir aos interesses da coletividade, em todas as partes que o compõem, abrangendo as cooperativas de crédito, será regulado por leis complementares que disporem, inclusive, sobre a participação do capital estrangeiro nas instituições que o integram.²⁶

Depreende-se que o Sistema Financeiro Nacional é o sistema jurídico que estrutura e regula as instituições financeiras de crédito. No ordenamento jurídico brasileiro, o aparato legal que regula o SFN está instituído na Lei nº 4.595/1964, que também disciplina as políticas e as instituições monetárias, bancárias e creditícias do país.

Dessa forma, o SFN se divide em três principais tipos de instituições: as normativas, as supervisoras e as operadoras. Como principal expoente das instituições normativas, temos o Conselho Monetário Nacional (“CMN”), que é o órgão deliberativo máximo do SFN, o qual é responsável por estabelecer as regras gerais para o adequado funcionamento do SFN. Em contrapartida, nas instituições supervisoras se destacam o Banco Central do Brasil (“BCB”) e a Comissão de Valores Mobiliários, os quais são responsáveis pelo monitoramento dos agentes que participam do SFN, a fim de assegurar que os participantes do mercado estão seguindo corretamente as regras

ou estrangeira, ou a custódia, emissão, distribuição, negociação, intermediação ou administração de valores mobiliários”. Já o parágrafo único do mesmo artigo equipara à instituição financeira: “I - a pessoa jurídica que capte ou administre seguros, câmbio, consórcio, capitalização ou qualquer tipo de poupança, ou recursos de terceiros; II - a pessoa natural que exerça quaisquer das atividades referidas neste artigo, ainda que de forma eventual.”

²⁵ EIZIRIK, Nelson Laks; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas, op. cit., p. 2.

²⁶ BRASIL. **Constituição da República Federativa do Brasil de 1988**. Brasília, DF

estabelecidas pelos órgãos normativos. Por fim, no âmbito das operadoras, as quais lidam diretamente com o público, e desempenham a função de intermediário financeiro, destacam-se as bolsas de valores, bolsa de mercadorias e futuros - ambas fiscalizadas pelas CVM – bancos, caixas econômicas, administradoras de consórcios, corretoras e distribuidoras, cooperativas de crédito, instituições de pagamento e demais instituições não bancárias – fiscalizadas pelo BCB²⁷.

Adicionalmente, cumpre pontuar que o SFN é segmentado nos seguintes subsistemas: o mercado de crédito, o mercado monetário, o mercado cambial e o mercado de capitais (ou mercado de valores mobiliários)²⁸.

Conforme disposto pelo Banco Central do Brasil, o mercado de crédito é o mercado que fornece recursos para o consumo das pessoas em geral e para o funcionamento das empresas, o mercado monetário é o mercado que fornece à economia papel-moeda e moeda escritural, aquela depositada em conta corrente, o mercado de câmbio é o mercado de compra e venda de moeda estrangeira e o mercado de capitais, por sua vez, é o mercado que permite às empresas em geral captar recursos de terceiros e, portanto, compartilhar os ganhos e os riscos²⁹.

Dito isso, o presente trabalho dará enfoque apenas na análise do mercado de capitais ou de valores mobiliários, ambiente em que ocorrem as transações com uso indevido de informações privilegiadas – *insider trading*.

2.2 O mercado de capitais e sua relevância na economia

O mercado de capitais desempenha uma função econômica essencial, pois, possibilita que seja estabelecida uma ligação entre as companhias que visam captar recursos, mediante a emissão pública de seus títulos e valores mobiliários³⁰, e os

²⁷ **Composição e segmentos do Sistema Financeiro Nacional**. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/pre/composicao/composicao.asp?frame=1>. Acesso em 05 nov. 2022.

²⁸ EIZRIK, Nelson. **Reforma das S.A. e do Mercado de Capitais**. 2ª ed. Rio de Janeiro, Renovar, 1998, p. 161.

²⁹ **Composição e segmentos do Sistema Financeiro Nacional**. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/pre/composicao/composicao.asp?frame=1>. Acesso em 05 nov. 2022.

³⁰ Nos termos do art. 2º da Lei 6.385/76 são considerados valores mobiliários "I - as ações, debêntures e bônus de subscrição; II - os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento

investidores que desejam se tornar acionistas dessas companhias, com o objetivo de receber lucros pelos seus investimentos.

Ao conectar os agentes poupadores com os tomadores, o mercado de capitais permite que a reserva de capital ociosa dos poupadores financie a economia produtiva, solucionando as necessidades de capitalização das empresas emissoras de títulos e valores mobiliários para o desenvolvimento de novos projetos, expansão de suas atividades e desenvolvimento de novos produtos.

Nas lições de Assaf Neto, “o mercado de capitais exerce fundamental importância no desenvolvimento econômico de um País, atuando como grande canalizador de recursos ociosos para a economia produtiva”³¹.

Cumprir pontuar, também, que o mercado de capitais se distingue do mercado de crédito, pois, viabiliza que os investidores se conectem diretamente com os tomadores de recursos, sem a necessidade de uma intermediação bancária, tendo em vista que as instituições financeiras atuam somente como parte interveniente da relação entre investidor e tomador.

Nos ensinamentos de Chediak:

No mercado de crédito a transferência dos recursos financeiros é realizada de forma indireta. Os ativos financeiros são objetos de intermediação. As entidades especializadas autorizadas a funcionar em tais mercados (as instituições financeiras), captam os ativos e os repassam, agindo, porém em nome próprio. Quando uma instituição financeira recebe recursos provenientes de depósito ou aplicação e os empresta a um terceiro, age em nome próprio. Tanto o aplicador como o tomador matem relação direta com o banco, sendo irrelevante para o tomador de onde veio o dinheiro, e irrelevante para o aplicador o destino que ele tomou. **Não há relação direta entre aplicador e tomador.** (grifos nossos);

relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II; III - os certificados de depósito de valores mobiliários; IV - as cédulas de debêntures; V - as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos; VI - as notas comerciais; VII - os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários; VIII - outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.

³¹ ASSAF, Alexandre. **Mercado Financeiro**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2006, p.75

No mercado de valores mobiliários a transferência dos recursos financeiros é realizada de forma direta. Não existe intermediação efetiva (existe, quase sempre, a participação de um intermediário financeiro, mas tal intermediário não age em nome próprio). Quando uma companhia emite publicamente uma ação, apesar de ser obrigatória a participação de uma instituição financeira na operação, do ponto de vista jurídico, o subscritor adquire a ação diretamente da companhia. **A relação jurídica entre aplicador e tomador é direta.**³² (grifos nossos)

Nas lições de Nelson Eizirik:

Diversamente do que ocorre no mercado de crédito, no mercado de capitais, a mobilização da poupança é realizada diretamente entre a unidade econômica deficitária – a entidade emissora – e a unidade econômica superavitária – o investidor. **Inexiste, no caso, intermediação financeira,** pois os recursos fluem diretamente dos adquirentes de valores mobiliários para as empresas que os emitem.³³ (grifos nossos)

No que tange ao seu funcionamento, o mercado de capitais pode ser distinguido em duas classificações, o mercado primário e o mercado secundário. Cumpre esclarecer que a compreensão de ambos os conceitos se faz muito importante, tendo em vista que, nos próximos capítulos, as implicações do *insider trading* serão observadas em ambos os segmentos de mercado.

No mercado primário é onde ocorrem as operações de subscrição e de emissões públicas de novos valores mobiliários. É nesse mercado que as unidades deficitárias conseguem captar recursos, tendo em vista que estes são canalizados diretamente para o emissor dos títulos.

Já no mercado secundário, não temos a canalização dos recursos direcionados para a companhia emissora, pois, não ocorrem a emissão de novos títulos. Na realidade, no mercado secundário, as operações de compra e venda dos títulos ocorrem diretamente entre os investidores, tanto por intermédio da bolsa de valores,

³² CHEDIAK., Julian Fonseca Peña. **A Reforma do Mercado de Valores Mobiliários.** In: LOBO, Jorge (org.). **A Reforma da lei de Sociedades Anônimas: inovações e questões controvertidas da Lei nº 10.303, de 31.10.2001.** Rio de Janeiro: Forense, 2002. p. 531.

³³ EIZIRIK, Nelson Laks; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. op. cit., p. 9.

futuros e mercadorias, como pelo mercado de balcão³⁴, o que proporciona uma maior liquidez aos valores mobiliários.

Nesse sentido, ao ampliar as fontes de captação de recursos, alternativas ao mercado de crédito, o mercado de capitais promove uma maior competitividade entre os financiadores o que, conseqüentemente, gera uma redução do custo pelo capital adquirido e estimula o fortalecimento da economia do país.

Assim, viabiliza-se a criação de novos postos de trabalho e proporciona maior emprego dos fatores de produção, o que impulsiona a diminuição da concentração de renda e permite a ampliação da geração de riqueza disponível. Contata-se, pela experiência mundial e diversos estudos, que os países nos quais o mercado de capitais tem maior participação na economia, em geral, possuem as taxas mais altas de crescimento econômico³⁵.

Aduz-se, ainda, que Nelson Eizirik relata outras funções econômicas relevantes desempenhadas pelo mercado de valores mobiliários, podendo assim ser resumidas³⁶:

- 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; e

³⁴ Nelson Eizirik explica que “O mercado de balcão constitui o conjunto das operações de mercado secundário realizadas fora das bolsas de valores, porém com a intermediação de instituições financeiras. A Lei nº 6.385/1976, em seu artigo 2º, §3º, inciso IV, distingue o mercado de balcão “organizado” do “não organizado”; o primeiro é institucionalizado, isto é, existe uma entidade onde são centralizadas as operações, enquanto que no segundo, tal não ocorre, não havendo, assim, maior transparência dos negócios realizados com a intermediação de instituições financeiras” EIZIRIK, Nelson Laks; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *ibid.*, p. 11.

³⁵ ROCCA, Carlos A. “**Mercado de Capitais Eficiente: Condição para o Crescimento Sustentado**”, XVI Fórum Nacional de Economia do Conhecimento, Crescimento Sustentado e Inclusão Social. Rio de Janeiro, mai. de 2000, p.14

³⁶ MELLO, Pedro Carvalho de. “**Mercados de capitais e desenvolvimento**...”, pp. 28 e 29, apud EIZIRIK, Nelson Laks; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 9.

- 5) obtenção de um maior volume de informações homogêneas sobre a oferta e demanda de recursos.

Nesse contexto, qualquer economia de mercado baseada no sistema capitalista, demanda da construção de um mercado de capitais robusto e confiável, o qual permita atração de investimentos para as unidades deficitárias do país, via investimentos internos ou de estrangeiros.

Dessa forma, para que se tenha um bom funcionamento dessa complexa estrutura, é imprescindível que o mercado de valores mobiliários seja livre, competitivo e informado, ou seja, eficiente. Ressalta-se, ainda, que precisa ser um mercado com credibilidade, no qual exista uma proteção adequada e uma harmonização dos interesses de todos os participantes que ali transacionam³⁷.

No caso do mercado de capitais brasileiro, assim como os sistemas financeiros dos mais diversos países, tal estrutura é regulada por uma série de regras e medidas de controle que visam tutelar e proteger os integrantes deste mercado, além do próprio mercado, que incidem sobre as possíveis falhas que venham ocorrer, com o intuito de corrigi-las e combatê-las.

Portanto, pode-se afirmar que a regulação econômica tem por finalidade enfrentar e suplantiar as dificuldades do mercado. No tocante ao mercado de capitais, a assimetria de informações entre os investidores se destaca como a principal falha verificada³⁸. Em um mercado teórico idealmente eficiente, tem-se por pressuposto, o acesso equitativo de todos os participantes às informações sobre o próprio mercado e sobre os seus produtos.³⁹ É nessa desigualdade de acesso às informações que os órgãos supervisores, em especial a CVM, se preocupam.

³⁷ **Regulação** x **Autorregulação.** Disponível em: https://www.investidor.gov.br/menu/Menu_Investidor/a_cvm/Regulacao_Autorregulacao.html. Acesso em 05 nov. 2022.

³⁸SOUTO, Marcos Juruena Villela. **Direito Administrativo Regulatório.** 2ª ed., Lumen Juris, 2005, p. 125: “Um dos relevantes aspectos da regulação é corrigir as falhas de mercado em função da assimetria de informação.”

³⁹ NUSDEO, Fábio. **Curso de economia: Introdução ao Direito Econômico.** São Paulo: Revista dos Tribunais, 2001, p. 143.

Neste cenário, a doutrina majoritária costuma atribuir ao órgão regulador um importante papel, identificando-o como o responsável por manter o bom funcionamento e a higidez do mercado, prevalecendo a ideia de que compete ao Estado dirigir a economia e o mercado.

2.3 Os direitos essenciais dos acionistas no mercado de capitais

Os direitos essenciais são aqueles instituídos em lei, os quais não podem ser modificados. A Lei das S.A. dispõe, com fulcro no art. 109, que são direitos essenciais dos acionistas os de: (i) participar dos lucros sociais; (ii) participar do acervo da companhia, em caso de liquidação; (iii) fiscalizar, na forma prevista na lei, a gestão dos negócios sociais; (iv) preferência para subscrição de ações, partes beneficiárias conversíveis em ações, debêntures conversíveis em ações e bônus de subscrição; e (v) retirar-se da sociedade nos casos previstos na lei.

Embora não esteja positivado no art. 109, da Lei das S.A., é importante mencionarmos que também é direito essencial dos acionistas o direito à informação, ou seja, o direito do acionista de se informar dos fatos e atos relativos à gestão dos negócios sociais.

Nessa linha, Eliza Ferreira dos Santos evidencia a relação inerente entre o direito de fiscalização e o direito à informação dos acionistas:

O direito de fiscalizar a gestão dos negócios sociais manifesta-se, de um lado, no dever de os administradores informarem (art. 157) e, de outro lado, no direito de os acionistas se informarem sobre os negócios sociais. Estão, nesse caso, consubstanciados nos arts. 105, 123, 124, 126, 133, 141 e 163. Qualquer impedimento ou cerceamento, por ação ou omissão, do exercício desses direitos, poderá ser objeto de medida judicial de nulidade do ato legal e de reparação de perdas e danos.⁴⁰

Naturalmente, é preciso compreender que, embora ambos os direitos sejam essenciais, aqueles precisam ter sua aplicação realizada de forma ponderada, visto que, conforme reconhecido por Carvalho de Mendonça (1963, v. II, p. 249) “se fosse concedida a todos os acionistas das companhias a faculdade de fiscalizar

⁴⁰ SANTOS, Eliza Ferreira dos. **Os direitos essenciais do acionista**. Revista de Ciência Política, v. 30, n. 3, 1987. p. 137.

individualmente os atos de gestão, tendo acesso a toda e qualquer informação pleiteada, a vida social estaria seriamente perturbada, com prejuízo ao atingimento dos objetivos sociais.”

Com efeito, a disponibilização de informações a todos os acionistas sobre os atos de gestão, desempenha um papel imprescindível como mecanismo de fiscalização da administração. Nesse sentido, as companhias de capital aberto, participantes do mercado de capitais, devem tornar pública ao mercado toda e qualquer informação relevante referente a sua atividade, alcançando todos os participantes de forma equânime.

Em linhas gerais, as propriedades da divulgação de informação são meios de se prevenir condutas impróprias pelos agentes do mercado, conforme defendido em 1913 pelo Ministro da Suprema Corte norte-americana, Louis D. Brandeis, que ao defender a publicidade como remédio para os “males sociais e industriais”, afirmou que “a luz do Sol é o melhor dos desinfetantes”⁴¹.

Observa-se, então, que os investidores, ao investirem nas companhias, buscam por respeito a esses direitos e por um ambiente de negociações seguro, no que se refere a capacidade do Estado de fiscalizar e punir tais condutas impróprias.

Logo, o desenvolvimento do mercado de capitais de cada país estará diretamente relacionado com a capacidade do Estado em desempenhar seu papel regulamentar. Nesse sentido, é cabível afirmar que os países que fornecerem uma maior segurança jurídica aos seus investidores, conseqüentemente, serão os países com um mercado de capitais mais atraente e desenvolvido.

⁴¹ FILHO, Alfredo Lamy, *et al.*. **O Direito das Companhias**. 2. ed. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2017. p. 236.

CAPÍTULO III – O MODELO REGULATÓRIO DE OUTROS SISTEMAS NACIONAIS

Em virtude da grande influência que a doutrina estrangeira tem sobre as disposições legais e doutrinárias acerca da prática do *insider trading* no ordenamento jurídico brasileiro, torna-se necessário uma análise, à luz do direito comparado, do tratamento dado ao tema pelos países que mais se destacam na atuação do combate à prática do *insider trading* e que serviram e ainda servem de forte inspiração para o modelo regulatório e doutrinário brasileiro.

3.1 Estados Unidos

A legislação repressora do *insider trading* norte-americana foi a pioneira no combate aos *insiders* com o objetivo de proteger o mercado de capitais quanto ao uso indevido de informação privilegiada.

Tal legislação se originou com o colapso da Bolsa de Valores de Nova Iorque, ocorrido em 1929, o qual expôs a fragilidade do mercado de capitais norte-americano e que trouxe à tona a necessidade de uma atuação fiscalizatória do poder público no mercado, sobretudo no que tange a obrigação das companhias a disponibilizarem informações autênticas e precisas aos investidores sobre a condição econômico-financeiras das companhias e dos respectivos valores mobiliários emitidos.

Dado que, naquele momento, inexistia legislação federal acerca do mercado de capitais, sua regulação ocorria única e exclusivamente pelas leis estaduais (*blue sky laws*)⁴² e pelas entidades autorreguladoras – bolsa de valores - as quais claramente se revelaram ineficazes para garantir o funcionamento adequado do mercado⁴³.

⁴²O termo *Blue Sky Laws* deriva do objetivo dos regulamentos, que visavam a proteger a poupança popular de investimentos fraudulentos, daqueles que inclusive pudessem prometer um terreno no céu. LOSS, Luis; SELIGMAN, Joel. **Fundamentals of Securities Regulation**. Aspen: Aspen Law & Business, 1998, p. 8.

⁴³ HAZEN, Thomas Lee, **The Law of Securities Regulation**, 1996, p. 6 ““Following enactment of the early state securities laws, federal legislation was successfully resisted for a while. However, the stock market crash of 1929 can be viewed as the straw that broke the camel’s back. Although the general economic conditions went a long way toward causing the Wall Street crash of 1929, the number of fraudulently floated securities that contributed to the great crash should not be underestimated.”

Como saída à crise de 1929, após a política do *New Deal* implementada pelo presidente Franklin Delano Roosevelt, o Congresso dos Estados Unidos sancionou duas leis de competência federal - o *Securities Act of 1933* e o *Securities Exchange Act of 1934* - diplomas federais que juntos delinearão a base para o modelo regulatório norte-americano.

O principal objetivo do *Securities Act of 1933* foi de obrigar as companhias a começarem a prestar aos seus investidores, de forma detalhada e fidedigna, todas as informações pertinentes aos valores mobiliários emitidos – política de *disclosure*. E o *Securities Exchange of 1934*, por sua vez, criou a *Securities Exchange Commission* (“SEC”), agência reguladora do mercado de capitais norte-americano, além de ter ampliado a política de *disclosure*.

Nota-se que as leis não visavam impedir que os investidores realizassem maus negócios, mas sim permitir que eles tivessem amplo acesso às informações, para que, com isso, pudessem tomar suas decisões de investimento da forma que considerassem mais vantajosa⁴⁴.

Nas lições de Atkis, é possível compreender de forma didática o efetivo propósito da política de *disclosure*:

Congress's enactment of the Securities Act of 1933, at the time, sought to provide more transparency in the market in the name of rebuilding public confidence in the markets. This legislation and the regulations that it spawned were mostly disclosure-based, as opposed to the reigning merit-regulatory philosophy in securities regulation at the time, as evidenced in the states' blue sky laws. The idea was that public companies and underwriters should provide enough information for investors to make a reasonable investment decision without imposing structural restrictions that would severely impede the capital raising process⁴⁵.

Sob esse contexto, o primeiro dispositivo a ser analisado do *Securities Exchange Act of 1934* é a Seção 16(a), a qual impõe a obrigação aos “*insiders*” - quaisquer

⁴⁴ BRANDEIS, Louis D. **Other People's Money**. p. 34. Disponível em <https://louisville.edu/law/library/special-collections/the-louis-d.-brandeis-collection/other-peoples-money-by-louis-d.-brandeis>. Acesso em 07 nov. 2022.

⁴⁵ ATKIS, Paul S. **Speech by SEC Commissioner: Remarks before the Securities Traders Association**. Disponível em: <https://www.sec.gov/news/speech/spch100704psa.htm>. Acesso em 07 nov. 2022.

executivos, diretores ou acionistas que possuam ações que direta ou indiretamente resultem em propriedade efetiva de mais de 10% das ações ordinárias da empresa ou outra classe de patrimônio - de envio à SEC relatórios mensais indicando suas participações acionárias e as suas alterações de posição nos investimentos ao longo do tempo. Vale mencionar que inicialmente, de acordo com a legislação, somente pessoas da alta administração das companhias poderiam figurar como praticantes do *insider trading*.

Outro importante dispositivo do *Securities Exchange Act of 1934* está na Seção 16(b), a qual instituiu o primeiro comando normativo federal de combate ao *insider trading*, definiu-se que os *insiders* não podem comprar e vender ou vender e comprar qualquer título patrimonial dentro de qualquer período inferior a seis meses, caso o façam estará caracterizado uma má-fé do agente⁴⁶. Além disso, a norma responsabiliza o *insider* independentemente da prova da efetiva utilização das informações sigilosas, ou seja, presume-se *juris et de jure*⁴⁷.

Na sequência foi editada a Regra 10 b-5, a qual foi uma importante inovação legislativa, dado que expandiu a tipificação do ilícito de *insider trading* para qualquer indivíduo que pratique a conduta, até mesmo indivíduos que não estão vinculados funcionalmente à companhia⁴⁸, mas que conseguiram ter acesso privilegiado a determinadas informações, sendo sancionados de forma equiparada. Assim, concluiu-se que tal dispositivo foi essencial para o aprimoramento do combate ao *insider trading* nos Estados Unidos⁴⁹.

Posteriormente, no ano de 1982, foi editada a Regra 14 e-3, a qual impôs uma vedação aos *insiders* de divulgarem informações confidenciais sobre uma oferta pública

⁴⁶ PROENÇA, José Marcelo Martins. **Insider Trading**. – São Paulo, Quartier Latin, 2005. p. 217.

⁴⁷ 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, p. 31, 1979.

⁴⁸ Ibid. p. 31.

⁴⁹ O caso *Cady, Roberts & Co.*, julgado pela SEC, foi o grande expoente da aplicação dessa norma, dado que nele tiveram terceiros condenados que não estavam vinculados funcionalmente à companhia. Além disso, segundo a SEC “*corporate insider must disclose all material nonpublic information known to him before trading, or if disclosure is improper or impracticable, abstain from trading*”. Daí que se originou a expressão “*disclose or refrain from trading*”, isto é, divulgue ou abstenha-se de negociar, o qual serviu de inspiração para o modelo regulatório brasileiro.

de aquisição de controle de uma companhia, ou seja, a norma passou a proibir o comércio ou repasse de informações relevantes referente a uma oferta pública de aquisição ainda não publicizada⁵⁰.

Em 1984, o *Securities Exchange Act of 1934* foi aditado com a promulgação do *Insider Trading Sanctions Act of 1984*, a qual permitiu a SEC, sempre que aparentar que qualquer pessoa tenha negociado valores mobiliários enquanto estava de posse de informações privilegiadas, solicitar uma ordem em uma ação judicial distrital para exigir do infrator, ou qualquer pessoa que tenha ajudado e incentivado a violação, a pagar uma multa civil de até três vezes o lucro obtido ou a perda evitada como resultado da transação ilegal⁵¹.

A partir de 1988, foi sancionado o *Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act*, que também aditou o *Securities Exchange Act of 1934* e trouxe o conceito de *chinese wall*⁵², ou seja, exigiu-se que fossem adotados mecanismos pelos consultores financeiros, corretores e distribuidores de valores mobiliários, seja por meio de políticas ou procedimentos escritos, que inviabilizassem o vazamento de informações privilegiadas entre departamentos.

Em agosto de 2000, foram editadas as Regras 10 B5-1 e 10 B5-2, as quais definiram as circunstâncias em que uma compra ou venda de valores mobiliários constitui negociação com uso indevido de informações privilegiadas, além de ter fornecido uma lista não exaustiva das circunstâncias em que uma pessoa tem um “*duty of loyalty*” para fins da *misappropriation theory*⁵³.

⁵⁰ EIZIRIK, Nelson. **A evolução recente da regulação do mercado de capitais nos Estados Unidos**. Revista Brasileira de Mercado de Capitais, Rio de Janeiro, n. 4, 1976.

⁵¹ SEC. **Fair To All People: The SEC and the Regulation of Insider Trading**. Disponível em: <https://www.congress.gov/bill/98th-congress/house-bill/559#:~:text=Insider%20Trading%20Sanctions%20Act%20of%201984%20%2D%20Amends%20the%20Securities%20Exchange,action%20requiring%20the%20violator%2C%20or>. Acesso em: 03 dez. 2022.

⁵² "Trata-se da chamada Chinese Wall, mecanismo preventivo por meio do qual se segregam atividades (por exemplo, as atividades financeiras de um banco das atividades do fundo gerido pelo próprio banco), de maneira a evitar “contaminações”, minimizando situações de conflito de interesses e mesmo o acesso amplo a informações relevantes não divulgadas ao mercado”. MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. **O Insider Trading no Direito Brasileiro**. Rio de Janeiro, 2015. 150 f. Dissertação (Mestrado em Direito). Fundação Getúlio Vargas do Rio de Janeiro, p. 12.

⁵³ Em *Dirks v. Securities and Exchange Commission*, a Suprema Corte esclareceu a vertente da *misappropriation theory* que leva em conta a relação fiduciária dos envolvidos em um caso de *insider*

Por fim, em 2002, sob o contexto de um mercado de capitais extremamente abalado por diversos escândalos de fraude referentes a alteração dos valores contábeis nos balanços patrimoniais das companhias, que levou os investidores a ficarem receosos quanto a continuar investindo no país. Como forma de conter esse problema de gestão, o Congresso Norte Americano sancionou a *Sarbanes-Oxley Act*, a qual obrigava as companhias a reestruturarem seus processos de governança corporativa, principalmente, quanto a política de *disclosure*. Cumpre mencionar que uma das mais relevantes inovações dessa norma, foi o fato de que os administradores passaram a ser responsáveis pessoalmente por suas ações.

À vista do exposto acima, podemos afirmar que pelo seu pioneirismo e rigor na repressão da prática de *insider trading*, a estrutura regulatória norte-americana se sagrou de inspiração para diversos outros ordenamentos jurídicos que buscam fortalecer o poder e a autonomia de suas agências reguladoras.

3.2 França

Em 28 de setembro de 1967, a *Commission des Operations de Bourse* (“COB”) foi fundada na França, via o decreto nº 67-833. A COB tinha como principais funções: (i) controle das informações divulgadas aos acionistas e ao público sobre as sociedades de capital aberto e em relação às ações emitidas por elas; e (ii) assegurar o bom funcionamento do mercado de capitais⁵⁴.

Alude-se, ainda, que o decreto introduziu o artigo 162-1 na Lei das Companhias de 1966, o qual obrigava os *insiders* corporativos – membros do conselho de administração, diretores e funcionários assalariados que tinham acesso a informações privilegiadas – a converter suas ações em nominativas. Ademais, sempre que estes realizassem qualquer aquisição ou venda subsequente de tais ações, deveriam

trading, delineando os limites da responsabilidade dos *insiders* secundários (*tippees*). De acordo com a decisão adotada neste caso, aquele que tiver acesso a uma informação privilegiada deverá se abster de negociar ou divulgar a informação caso o provedor da informação (*tipper*) tenha quebrado seu dever fiduciário para com os acionistas, se beneficiando com o vazamento da informação.

⁵⁴ UMHOEFER, Alain Pietrancosta, C. A. **INSIDER TRADING LAW IN FRANCE**. Columbia Journal of Transnational Law, Vol. 30, 1992, Number 1, 89. p.93.

informar à *Commission des Operations de Bourse* e, caso não o fizessem, seriam penalizados criminalmente⁵⁵.

Avançando para 1970, com a edição da Lei nº 70-1208, em seu artigo 10-1, a prática de *insider trading* foi tipificada penalmente. Ressalta-se que tal edição fez com que a legislação francesa fosse pioneira em criminalizar a conduta de *insider trading* no continente europeu.

Outrossim, o artigo ampliou a possibilidade de pessoas que poderiam figurar no polo ativo do ilícito. Com efeito, qualquer pessoa que, em virtude de sua profissão ou função, possuir informação privilegiada sobre o funcionamento técnico, comercial ou financeiro da companhia e que tenha feito transações, direta ou indiretamente e antes que o público tivesse conhecimento, poderá ser responsabilizada⁵⁶.

Em janeiro de 1983, com a Lei nº 83-1, a definição de “*insider*” se expandiu para responsabilizar os indivíduos que passam informações privilegiadas para os *tippees*, tornando ilegal a prática do *tiping*, conforme foi feito na legislação norte-americana com a inclusão da Regra 14 e-3.

Em 1988 o legislativo francês fortaleceu ainda mais as normas de combate à prática de *insider trading*, removendo do artigo 10-1 a exigência de se estabelecer um nexo causal entre a posse da informação privilegiada e a operação ilícita.

Por fim, com a edição da Lei nº 89-53, em 02 de agosto de 1989, criou-se uma nova violação relacionada ao uso indevido de informação privilegiada. Caso o indivíduo repassasse a informação privilegiada para um terceiro de cargo ou função incompatível para o recebimento daquela informação, o indivíduo que repassou poderá ser responsabilizado penalmente, independentemente se o terceiro tiver operado ou não após ter recebido a informação⁵⁷.

⁵⁵ Ibid. p. 95.

⁵⁶ Ibid. p. 96

⁵⁷ Ibid. pp. 98-99.

3.3 União Europeia

Preliminarmente, é importante mencionar que a legislação aplicável ao *insider trading* pelos Estados-Membros da União Europeia não é uniforme, vide exemplo da França acima, que no âmbito da união, foi o primeiro Estado-Membro a tipificar o ilícito. Todavia, conforme será demonstrado abaixo, há um movimento para harmonizar tal tratamento, por meio das Diretrizes de Direito Comunitário.

Para tanto, em 1989, a Comunidade Europeia sancionou a Diretiva 89/592/CEE, a qual tinha como objetivo imputar a todos os países pertencentes à União Europeia regras que fortalecessem a segurança jurídica do mercado e a confiança dos seus participantes. Nesse sentido, a Diretiva 89/592/CEE trouxe a definição de informação privilegiada e a definição dos indivíduos que poderiam figurar como *insider*, a saber:

Artigo 1º

Para efeitos da presente directiva, entende-se por:

1. Informação privilegiada: toda a informação que não tenha sido tonada pública, que tenha um carácter preciso e seja relativa a uma ou várias entidades emitentes de valores mobiliários ou a um ou vários valores mobiliários e que, caso fosse tornada pública, seria susceptível de influenciar de maneira sensível a cotação desse ou desses valores mobiliários;

(...)

Artigo 2º

1. Cada Estado-membro proibirá às pessoas que:

- devido à sua qualidade de membros dos órgãos administrativos, directivos ou de fiscalização do emitente,

- devido à sua participação no capital do emitente, ou

- porque têm acesso a essa informação devido ao desempenho do seu trabalho, da sua profissão ou das suas funções, disponham de uma informação privilegiada que adquiram ou cedam, em seu nome ou em nome de outrem, quer directa quer indirectamente, valores mobiliários do emitente ou emitentes a quem a informação diz respeito, explorando com conhecimento de causa essa informação privilegiada.

(...)

Artigo 3º

Cada Estado-membro proibirá às pessoas sujeitas à proibição referida no artigo 2º que disponham de uma informação privilegiada que:

- a) Comuniquem essa informação privilegiada a um terceiro, salvo no âmbito normal do desempenho do seu trabalho, da sua profissão ou das suas funções;
- b) Recomendem a um terceiro, com base nessa informação privilegiada, que adquira ou ceda ou mande um terceiro adquirir ou ceder valores mobiliários admitidos à transacção no respectivo mercado de valores mobiliários, tal como definido no ponto 2, in fine, do artigo 1^o⁵⁸.

É importante mencionar que a Diretiva 89/592/CEE tinha como pressupostos: (i) que para que esse mercado pudesse desempenhar o seu papel de forma eficaz, deveriam ser tomadas todas as medidas com vista a assegurar o seu bom funcionamento; (ii) que o bom funcionamento do mercado em questão dependia em grande medida da confiança que inspire aos investidores; (iii) que os fatores dos quais dependem essa confiança incluem a garantia dada aos investidores de que estão colocados num plano de igualdade e que serão protegidos contra o uso indevido de informação privilegiada; (iv) que as operações de *insider dealing*, em virtude de beneficiarem certos investidores relativamente a outros, podem pôr em causa essa confiança e dessa forma prejudicar o bom funcionamento do mercado; e (v) que a regulamentação coordenada tem igualmente a vantagem de permitir, pela cooperação entre as autoridades competentes, lutar com maior eficácia contra as operações transnacionais de *insiders*⁵⁹.

Assim, depreende-se que a Diretiva 89/592/CEE tinha preocupações que se relacionam diretamente com as adotadas pelo modelo regulatório norte-americano, pois, se preocupava com a credibilidade do mercado e com a confiança dos seus investidores nele, fatores que influenciavam diretamente no desenvolvimento e no sucesso do mercado de capitais do país.

Em 28 de janeiro de 2003, foi editada a Diretiva 2003/6/CE relativa ao abuso de informação privilegiada e à manipulação de mercado, a qual tinha as seguintes premissas⁶⁰: (i) a criação de um mercado financeiro integrado e eficiente pressupõe

⁵⁸ **Directiva 89/592/CEE do Conselho, de 13 de Novembro de 1989, relativa à coordenação das regulamentações respeitantes às operações de iniciados.** Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/HTML/?uri=CELEX:31989L0592&from=PT>. Acesso em: 03 dez. 2022.

⁵⁹ Id. Ibid.

⁶⁰ **Directiva 2003/6/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 28 de Janeiro de 2003, relativa ao abuso de informação privilegiada e à manipulação de mercado (abuso de mercado).** Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/HTML/?uri=CELEX:32003L0006&from=PT>. Acesso em: 03 dez. 2022.

que seja garantida a integridade do mercado. O bom funcionamento dos mercados dos valores mobiliários e a confiança do público nos mesmos mercados são uma condição essencial do crescimento económico e da prosperidade. As situações de abuso de mercado prejudicam a integridade dos mercados financeiros e a confiança do público nos valores mobiliários e instrumentos derivado; (ii) o atual enquadramento jurídico comunitário para proteger a integridade do mercado está incompleto. Os requisitos legais variam consoante os Estados-Membros, o que frequentemente coloca os agentes económicos numa situação de incerteza quanto aos conceitos, definições e aplicação. Em alguns Estados-Membros não existe legislação em matéria de manipulação de preços e de divulgação de informação enganosa; e (iii) O abuso de mercado abrange o abuso de informação privilegiada e a manipulação de mercado. O objetivo da legislação contra o abuso de informação privilegiada é o mesmo da legislação contra a manipulação de mercado: garantir a integridade dos mercados financeiros comunitários e promover a confiança dos investidores nos mesmos. Por conseguinte, é aconselhável adoptar regras conjuntas para combater tanto o abuso de informação privilegiada como a manipulação de mercado. Uma directiva única garantirá o mesmo enquadramento em toda a Comunidade para a atribuição de responsabilidades, aplicação da legislação e cooperação.

Nesse sentido, observa-se que o Parlamento Europeu e o Conselho da União Europeia foram de encontro com as tendências internacionais de aplicação de medidas repressivas e preventivas ao uso indevido de informação privilegiada. Dado que visavam ter um mercado financeiro integrado entre todos os Estados-Membros da União Europeia, nos quais todos deveriam trabalhar de forma conjunta para manter a sua integridade e o bom funcionamento.

3.4 Reino Unido

Com o advento do *Companies Act 1980* e, posteriormente, com o *Companies Securities Act 1985*, normativo que revogou o instrumento anterior, o Reino Unido passou a considerar como crime a conduta de pessoas que, mediante a posse de informação sigilosa e relevante, a utilizasse para auferir benefícios ao negociar valores

mobiliários (*insider dealing*⁶¹), tendo como penalidade ao infrator a prisão, conforme demonstrado abaixo:

68 – (1) *Subject to subsection (8) below, an individual who is, or at any time in the preceding six months has been, knowingly connected with a company shall not deal on a recognized stock exchange in securities of that company if he has information which –*

(a) he holds by virtue of being connected with the company;

(b) it would be reasonable to expect a person so connected and in the position by virtue of which he is so connected not to disclose except for the proper performance of the functions attaching to that position; and

(c) he knows is unpublished prices sensitive information in relation to those securities.

(...)

72 - *An individual who contravenes the provisions section 68 or 69 above shall be liable – (a) on conviction on indictment to imprisonment for a time not exceeding two year or a fine, or both; and (b) on summary conviction to imprisonment for a time not exceeding six months or a fine not exceeding statutory maximum, or both.*⁶²

Todavia, ressalta-se que a lei permitia que os indivíduos utilizassem a informação sigilosa para qualquer outro intuito que não seja o de auferir vantagem em benefício próprio.

Ato contínuo, com o objetivo de estar em linha com a Diretiva 89/592/CEE da União Europeia, o Reino Unido, em 1993, sancionou a Parte V do *Criminal Justice Act 1993*, a qual asseverou o tratamento de repressão às condutas de *insider dealing* no país, além de ter trazido em sua seção 53⁶³ a atribuição ao *insider* do ônus da prova, ou seja, o acusado precisa demonstrar que não praticou a conduta para ser considerado inocente.

Assim, conclui-se que o Reino Unido está em consonância com os demais países europeus criminalizando a conduta do *insider trading*.

⁶¹ No Reino Unido o termo mais comum utilizado para se tratar sobre o uso indevido de informação privilegiada (*insider trading*), é o *insider dealing*. Tal expressão abarca não só a prática de *insider trading*, como também as práticas de ‘*Encouragement Offence*’ e ‘*Disclosure Offence*’, as quais tratam da prática de encorajar um terceiro a negociar com informações privilegiadas e a de divulgar informações privilegiadas, respectivamente.

⁶² **Companies Act 1980.** pp. 79-86. Disponível em: <https://www.legislation.gov.uk/ukpga/1980/22/contents/enacted>. Acesso em: 03 dez. 2022.

⁶³ **Criminal Justice Act 1993.** Disponível em: <https://www.legislation.gov.uk/ukpga/1993/36/section/53>. Acesso em 03 dez. 2022.

CAPÍTULO IV – O USO INDEVIDO DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA (INSIDER TRADING) NO DIREITO BRASILEIRO

4.1 Os objetivos e princípios da regulação do mercado de capitais brasileiro

Compreender os objetivos e princípios da regulação do mercado de capitais brasileiro é imprescindível, pois, a legislação nacional de combate ao *insider trading* deriva desses objetivos e princípios. Dado que, em 2001, a Lei 6.385/76 foi alterada, dentre outras modificações, para passar a prever a inclusão da atividade de proteção aos titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado, pelo CMN e a CVM, contra o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários⁶⁴.

Nesse sentido, Nelson Eizirik destaca que a regulação do mercado de capitais deve contemplar 5 (cinco) objetivos⁶⁵ que, em seu entendimento, devem nortear a atuação estatal com base no interesse público, a saber: (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 interesses⁶⁶.

Rachel Sztajn, por sua vez, afirma que :

Dado que as normas induzem ou inibem comportamentos, é louvável o cuidado visando aumentar a segurança de investidores em valores mobiliários. Afinal, a confiabilidade em institutos ou instituições serve ao desenvolvimento socioeconômico. O mercado é uma dessas instituições sociais que precisa de disciplina jurídica para atender mais do que a função econômica, a social, ampliando o acesso de todos aos bens e, com isso, aumentar o bem-estar da sociedade.⁶⁷

⁶⁴ Tal objetivo encontra-se expressamente previsto no Art. 4º, IV, “c” da Lei nº 6.385/76. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm. Acesso em: 05 nov. 2022.

⁶⁵ Note-se que o que para alguns autores é definido como objetivos da regulação do mercado de capitais, para outros são tidos como princípios. Todavia, como a linha de diferenciação torna-se muito tênue em alguns casos, optamos, apenas para fins de clareza, por adotar a classificação trazida por Nelson Eizirik.

⁶⁶ EIZIRIK, Nelson Laks; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas.op. cit. p. 18.

⁶⁷ SZTAJN, Rachel. **Conceito de liquidez na disciplina do mercado de valores mobiliários**. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo, v. 41, n. 126, abr/jun 2002, p. 29.

Em complemento a esse entendimento, Alejandro Bugallo Alvarez⁶⁸ expõe que as diretrizes reguladoras do mercado de valores mobiliários devem procurar assentar: a) a prestação de informações consideradas relevantes para a efetivação das escolhas por parte dos investidores, com prévio conhecimento das vantagens e riscos dos investimentos; b) as condições de acesso ao mercado para as sociedades emissoras de valores mobiliários e intermediários financeiros; c) as regras de comportamento dos intermediários financeiros e dos administradores e controladores de companhias abertas, visando a evitar prejuízos aos investidores; d) as condições de exercício de determinadas atividades no mercado, delimitando-se as atividades que apenas as instituições financeiras podem desempenhar.

No que tange ao cenário internacional, a *International Organization of Securities Commissions* (“IOSCO-OICV”)⁶⁹, por meio de trabalho, publicado em 1998 e atualizado em 2010, intitulado *Objectives and Principles of Securities Regulation*, também prescreve os objetivos que formam a base da regulação de um mercado de capitais eficaz, levando em consideração o fato de que cada jurisdição possui certas características próprias, a saber: (i) proteção dos investidores; (ii) assegurar mercados equitativos, eficientes e transparentes; e (iii) redução do risco sistêmico⁷⁰.

Dado que o presente trabalho tem por um dos seus objetivos analisar o aparato legislativo brasileiro por de trás da prática do uso indevido de informações privilegiadas, os objetivos que estão mais alinhados e relacionados com tal escopo são aqueles que visam a proteção do investidor e a eficiência do mercado, os quais, portanto, carecem uma abordagem mais aprofundada.

O objetivo da proteção ao investidor - pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros – está inerentemente vinculado à conservação da higidez do

⁶⁸ ALVAREZ, Alejandro Bugallo, **A Comissão de Valores Mobiliários, instância reguladora independente?** Revista Direito, Estado e Sociedade n.º 3, Rio de Janeiro, 1993, p. 3.

⁶⁹ A IOSCO-OICV é uma organização internacional de reguladores de valores mobiliários. Fundada em 1983, conta atualmente com cerca de 200 membros (autoridades de supervisão e outros participantes no mercado, como sejam bolsas de valores e organismos financeiros e regionais internacionais), dividindo-se entre membros ordinários, associados e afiliados. Disponível em <https://www.cmvm.pt/pt/Cooperacao/iosco/Pages/o-que-e-a-IOSCO.aspx>. Acesso em: 05 nov. 2022

⁷⁰ IOSCO (2010). **Objectives and Principles of Securities Regulation**. Disponível em https://www.iosco.org/about/?subsection=display_committee&cmtid=19&subSection1=principles. Acesso em: 05 nov. 2022.

mercado. Dado que, os investidores devem poder confiar que a rentabilidade esperada dos seus investimentos estará, em certa medida, relacionada somente aos riscos e incertezas do próprio investimento.

Sob essa ótica, os investidores pressupõem que as instituições e participantes atuantes do mercado possuem integridade financeira e que as informações que venham a ser providas pelas companhias emissoras a respeito dos valores mobiliários são verídicas.

Assim, em tais operações não são consideradas pelos investidores quaisquer práticas fraudulentas ou de manipulação do mercado, pois, caso contrário, eles tenderiam a retirar seus recursos deste segmento de mercado e partiriam em busca de opções de alocação de capital mais eficientes e seguras.

Embora não seja verídico o fato de que a regulação elimina os riscos, os quais são intrínsecos do mercado de capitais, a regulação desenvolve um papel fundamental em prover uma redução de certos riscos advindos de condutas ilícitas, isto é, a regulação visa coibir atos que têm como intenção fraudar o mercado e/ou tornar artificiais os preços dos títulos negociados, pois, caso ocorram, abalariam a eficiência do mercado e a confiança dos investidores.

O segundo objetivo da regulação do mercado de capitais inerentemente ligado à questão do combate ao *insider trading* é a busca por um mercado eficiente. Para Van Horne apud Bruni (1995), um mercado financeiro eficiente existe quando os preços dos ativos refletem o consenso geral acerca de todas as informações disponíveis sobre o estado da economia, sobre os mercados financeiros e sobre a empresa específica envolvida, ajustando rapidamente essas informações aos preços.

Nas lições de Fama (1970), um mercado eficiente é aquele cujos preços sempre refletem totalmente as informações disponíveis. Dessa forma, essa eficiência ocorreria em três graus de intensidade: (i) fraca, na qual as informações acerca da variação histórica dos preços de um ativo estariam integralmente incorporadas nos preços atuais, não sendo possível obter retornos acima da média a partir da observação dos

preços passados; (ii) semiforte, no qual o mercado refletiria completamente as informações públicas disponíveis; e (iii) forte, no qual o preço do ativos refletiriam integralmente todas as informações existentes no mercado, sejam elas públicas ou privadas, de forma que não seria possível um investidor auferir vantagens, a partir de uma informação privilegiada, à vista que o mercado se ajustaria rapidamente a qualquer nova informação⁷¹.

Elton & Gruber (1995), classificam a eficiência dos mercados em duas categorias: eficiência informacional - rapidez com que a informação é incorporada ao preço de mercado de uma ação - e racionalidade de mercado – capacidade dos preços refletirem com precisão as expectativas dos investidores quanto ao valor presente dos fluxos de caixa futuros⁷².

Nota se, dessa maneira, que a eficiência do mercado de capitais está condicionada à eficiência do nível informacional. Assim, a doutrina majoritária defende que as negociações com base em informações privilegiadas tendem a diminuir o nível de eficiência do mercado, dado que os *insiders* negociam com base em informações não disponíveis ao público e, portanto, não refletidas no preço de mercado do valor mobiliário negociado.

4.2 O conceito de insider trading

A cotação dos ativos do mercado se sensibiliza de acordo com a quantidade de informações relevantes disponíveis sobre a situação das companhias emissoras e dos próprios ativos emitidos. Nesse contexto, o uso indevido de informação privilegiada é um dos ilícitos reputados como mais nefastos do mercado de capitais e, à vista disso, deve ser combatido com rigor pelos órgãos regulatórios a nível internacional.

⁷¹ PEDRO, Leticia Dalberto. **Eficiência Informacional no Mercado de Ações Brasileiro: Um Estudo De Evento Sobre A Divulgação De Resultados Trimestrais de 2015 A 2019**. Porto Alegre, 2020, pp.19-21.

⁷² **Referencial Teórico: Eficiência do Mercado**. Disponível em: https://www.maxwell.vrac.puc-rio.br/8264/8264_4.PDF. Acesso em: 06 nov. 2022.

Nas palavras do Diretor-relator da CVM no Processo Administrativo Sancionador (“PAS”) nº SP2002/0564, Wladimir Castelo Branco, é possível identificar com clareza a necessidade de inibição da conduta:

“... levar em consideração que o mercado de valores mobiliários se rege por regras muito específicas, tendo em vista preservar, dentre outros, o princípio da equidade nas negociações, buscando-se evitar que os agentes participantes do mercado possam se valer de privilégios – efetivos ou por eles próprios criados – devendo negociar, portanto, em igualdade de condições” (CVM, 2003, online).⁷³

A prática do *insider trading* no direito brasileiro se configura quando qualquer pessoa realiza transações com base em informações relevantes ainda não divulgadas, com intenção de obter para si ou para terceiro uma vantagem.

Em um mercado que tem como objetivo a disseminação simétrica de informação, *disclosure*, tal prática vai de encontro a esse entendimento, visto que fere e abala a equidade e confiança dos investidores⁷⁴.

Nas palavras de Nelson Eizirik:

O *insider trading* é, simplificada, a utilização de informações relevantes sobre uma companhia, por parte das pessoas que, por força do exercício profissional estão “por dentro” de seus negócios, para transacionar com suas ações antes que tais informações sejam de conhecimento do público. Assim, o “*insider*” compra ou vende no mercado a preços que ainda não estão refletindo o impacto de determinadas informações sobre a companhia, que são de seu conhecimento exclusivo.⁷⁵

Insta pontuar que o uso indevido de informação privilegiada além de afetar os investidores, aflige e põe em risco a credibilidade do mercado como um todo o que, por consequência, causa danos a economia do país. Nessa perspectiva é que se destaca a vedação à prática do *insider trading*.

⁷³ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Extrato da Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº SP2002/0564**. Diretor-Relator Wladimir Castelo Branco. Julgado em 19.11.2003. Rio de Janeiro: CVM, 2003.

⁷⁴ MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. **O Insider Trading no Direito Brasileiro**. Rio de Janeiro, 2015. 150 f. Dissertação (Mestrado em Direito). Fundação Getúlio Vargas do Rio de Janeiro, p. 10.

⁷⁵ EIZIRIK, Nelson Laks. **“Insider Trading” e Responsabilidade de Administrador de Companhia Aberta**. In BULGARELLI, Waldírio (Coordenação). *Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro* nº 50. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais. 1983, p. 43.

Atualmente, a doutrina e a jurisprudência administrativa da CVM, com forte inspiração no direito norte-americano, distinguem os praticantes do ilícito em dois tipos de potenciais agentes, os *insiders* primários e secundários.

Os *insiders* primários são aqueles indivíduos cuja função ou cargo assumida no interior das companhias emissoras permite o acesso privilegiado à informações relevantes sobre os negócios da companhia. Esses agentes também são conhecidos como institucionais ou *corporate insiders*. Via de regra, são os administradores, acionistas controladores, empregados e/ou colaboradores da sociedade. À vista disso, nota-se que, por estarem no interior das companhias, esses indivíduos seriam os que possuem maior capacidade para avaliar o impacto que certa informação causaria no mercado, permitindo que ajam de forma antecipada e auferam benefícios, antes de tais informações serem publicamente veiculadas aos outros investidores.

Nas lições de Nelson Eizirik:

Os “*insiders* primários” ou “institucionais” são aqueles que detêm acesso à informação privilegiada em razão de sua condição de acionistas controladores, pelo fato de ocuparem cargo de administração, ou 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. São as pessoas que recebem, diretamente, a informação privilegiada de sua fonte e têm o conhecimento especializado suficiente para saber que tal informação é relevante.⁷⁶

Para Comissão de Valores Mobiliários (2016, p. 22) os *insiders* primários são tidos como:

Os “*Insiders* Primários” são aqueles que obtêm acesso à informação privilegiada em razão de sua proximidade com o emissor dos valores mobiliários. São acionistas controladores ou administradores da companhia, ou ainda, exercem função, mesmo pública e ainda que temporária, que lhes permitam acesso direto a uma informação privilegiada. Essas pessoas recebem a informação privilegiada diretamente de sua fonte e têm conhecimento suficiente para saber que tal informação é relevante.

Os *insiders* secundários, também conhecido como *tippees*, são os que não possuem acesso à informação privilegiada e não fazem parte da companhia, assim,

⁷⁶EIZIRIK, Nelson Laks. *Ibid.*, p. 43.

recebem a informação privilegiada por um terceiro (*tipper*) que, por sua vez, pode ser um *insider* primário ou secundário. Conforme destaca Nelson Eizirik:

Já os “insiders secundários” (*tippees*) são aqueles que recebem a informação privilegiada, direta ou indiretamente dos “insiders primários” e não estão obrigados ao dever de sigilo e nem necessariamente sabem que se trata de uma informação relevante.⁷⁷

De forma complementar ao ensinamento acima, Paschoalini (2014, p. 7), qualifica os *tippees* como aqueles que:

[...] recebem a informação privilegiada, direta ou indiretamente, dos “*insiders primários*” e não estão obrigados ao dever de sigilo e nem necessariamente sabem que se trata de uma informação relevante. Tais insiders não têm qualquer relação fiduciária com os acionistas da companhia, no entanto, uma vez sabendo que detêm informação privilegiada, a lei os proíbe de negociar com tais informações, em razão da necessidade de proteção do mercado e da confiança de que todos os participantes do mercado negociarão em condições similares.

Ainda, cumpre ressaltar que, embora a doutrina classicamente faça a distinção entre *insiders* primários e secundários, a IOSCO-OICV, de forma expansiva, aduz em seu relatório sobre a regulação internacional da prática de *insider trading* a inclusão de outros participantes a serem considerados como *insiders*:

In definitions of insiders, a distinction is usually drawn between two categories of insiders: primary insiders and secondary ones. Such a distinction is justified for a number of reasons. First, primary insiders get information from its source and have the necessary knowledge to assess the materiality of the information. Secondly, they are expected to understand the consequences of trading on confidential information. Hence, the sanctions imposed on primary insiders are usually much harsher than those imposed on secondary ones. Moreover, in some jurisdictions, primary insiders are presumed to have access to inside information, which makes enforcement of insider trading regulations much easier.

(...)

Definitions of “primary insider” generally include members of management and the supervisory or administrative bodies of the issuer. This definition is sometimes expanded to include employees of the company and those who provide services to the issuer (including outside lawyers, accountants and financial advisers). In some jurisdictions, large shareholders also are included within the definition of primary insider.⁷⁸

⁷⁷EIZIRIK, Nelson Laks; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. op.cit, p. 533.

⁷⁸IT, *Insider Trading-How Jurisdictions Regulate. Report of the Emerging Markets Committee of the International Organization of Securities Commissions*, March 2003, p. 7.

Em síntese, o posicionamento da IOSCO-OICV demonstra que os *insiders* primários devem abarcar também aquele que prestam serviços a companhia e têm acesso a informações sigilosas como, por exemplo, advogados externos, contadores, consultores financeiros. Nesse sentido, muito bem preleciona Müssnich:

Concebeu-se a figura do *insider* temporário (*temporary* ou *constructive insider*), para designar a categoria de profissionais que, muito embora não sejam empregados ou administradores, possuam uma relação de fidúcia com a companhia, derivada do exercício de função ou desempenho de atividade que lhes confira acesso direto às informações.

Constituem, portanto, uma categoria especial de *insiders* primários, em razão do acesso direto à informação privilegiada e da especial relação de confiança estabelecida com a companhia. São exemplos elucidativos os advogados, consultores, contadores e executivos de bancos de investimento que prestam serviços à companhia.⁷⁹

Embora existam diferenças a respeito de cada uma das figuras de *insider*, no que tange a função, cargo e forma de obtenção das informações privilegiadas, é necessário mencionar que ambas as figuras também se diferenciam quanto a questão da caracterização da responsabilidade pela prática do ilícito.

Os *insiders* primários têm sua responsabilização caracterizada de forma presumida, ao passo que, para os secundários é necessário que exista uma prova efetiva que demonstre a obtenção da informação privilegiada e do seu uso desleal, ou seja, um nexo de causalidade entre a conduta do acusado e um suposto resultado ilícito⁸⁰.

4.3 O tratamento legal do *insider trading* no direito brasileiro

Para compreender o arcabouço legal do *insider trading* no mercado de capitais brasileiro, previamente, deve-se compreender quando o conceito foi introduzido pelo legislador no ordenamento jurídico pátrio, o qual foi fortemente influenciado pelo modelo regulatório norte-americano.

⁷⁹ MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. op. cit., pp. 31-32..

⁸⁰ PARENTE, Norma. **Coleção tratado de direito empresarial: Mercado de capitais**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016. v. 6. p. 610.

Francisco Müssnich relata que a primeira legislação a tratar da matéria no Brasil, ainda que superficialmente, foi o Art. 3º, inciso X, da Lei nº 4.728/65, que disciplinou o mercado de capitais do país e estabeleceu medidas para o seu desenvolvimento⁸¹. Tal dispositivo estabelecia o seguinte preceito:

Art. 3º Compete ao Banco Central:

(...)

X fiscalizar **a utilização de informações não divulgadas ao público em benefício próprio ou de terceiros**, por acionistas ou pessoas que, por força de cargos que exerçam, a elas tenham acesso. (grifos nossos)

Todavia, evidencia-se que o dispositivo era deficiente frente a complexidade do tema, visto que não definia sobre qual tipo de informação caracterizaria o fato delituoso, além de não definir com clareza quem seriam os indivíduos vedados a utilização dessas informações, ou seja, carecia de regulamentação complementar sobre o efetivo exercício dessa fiscalização e das possíveis sanções aplicáveis.

Assim, Fábio Konder Comparato observa que:

Em primeiro lugar, a fiscalização supõe a existência de normas particulares de disciplina da matéria, cujo cumprimento possa ser fiscalizado. Ora, tais normas não foram definidas, e é duvidoso que sua formulação compita ao Conselho Monetário, ou ao Banco Central, no estado atual da nossa legislação. A Lei de Mercado de Capitais [Lei nº 4.728/65] está longe de ser clara a esse respeito.

[...]

Além disso, a norma do art. 3º, n. X, da Lei de Mercado de Capitais, falando em fiscalização da insider trading pelo Banco Central, supõe também um sistema adequado de sanções para essas manifestações. Ora, neste ponto só encontramos a disposição do art. 4º, §6º, que manda aplicar “aos infratores do disposto na presente Lei as penalidades previstas no Capítulo V da Lei . 4.595, de 31.12.1964”, quando é manifesta a inadequação do sistema punitivo da Lei Bancária ao problema em questão.⁸²

Ato contínuo, em 1976, foi sancionada a Lei nº 6.404 (“Lei das S.A.”), a qual produziu uma estrutura jurídica muito mais elaborada e eficiente sobre o tema, visto que a Lei das S.A. relacionou a vedação da prática do *insider trading* com os deveres

⁸¹ MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. op. cit., p. 13.

⁸²COMPARATO, 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. p. 46.

de sigilo e de lealdade do administrador, inspirados no *duty of loyalty* do direito norte-americano. Ambos os deveres foram positivados no Art. 155 da Lei das S.A.:

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

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

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

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

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

Nas palavras de José Edwaldo Tavares Borba:

O dever de lealdade encontra-se destacado na lei (art. 155) e compreende a reserva que deve ser mantida sobre os negócios da companhia, assim como a não utilização em proveito próprio ou de terceiros das oportunidades de negócio de que tenha ciência em função do cargo. Tratando-se de empresa aberta, as informações ainda não divulgadas, e que possam influir sobre a cotação dos valores mobiliários da companhia, devem ficar sob completo sigilo, estando os administradores, além disso, impedidos de, utilizando-as, obter vantagens para si ou para outrem, comprando ou vendendo ações em condições privilegiadas, eis que de posse de informações desconhecidas dos demais. A utilização dessas informações constitui o que se costuma chamar insider trading, conferindo à pessoa prejudicada o direito de pleitear perdas e danos.⁸³

Pontua-se, ainda, que com a edição da Lei das S.A. os administradores, além do dever de lealdade e sigilo, também precisam cumprir o dever de informar

⁸³ BORBA, José Edwaldo Tavares. **Comentários à lei de sociedades anônimas**, volume 3 / Modesto Carvalhosa. – 6. ed. rev. e atual. – São Paulo : Saraiva, 2014. p. 414.

imediatamente ao mercado e à imprensa qualquer deliberação ou fato relevante que tenha ocorrido nos seus negócios e que possam influir, de modo significativo, na decisão dos investidores em comprar ou vender os ativos emitidos pela companhia, tal dever encontra-se positivado no § 4º do Art. 157 da Lei das S.A.:

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

Nesse contexto, Nelson Eizirik elucida que tal dispositivo deve ser analisado em conjunto com o § 1º do Art. 155, da Lei das S.A., relacionando os deveres de informar e de sigilo:

Da leitura conjunta destes dois dispositivos, resulta claro que a Lei seguiu o padrão normativo do direito norte-americano, referente ao dever do “insider” de divulgar ou abster-se de utilizar a informação em proveito próprio (“disclose or refrain from trading”). Assim, estando o administrador na posse de informação relevante, sua obrigação fundamental é revelá-la ao público, em razão do princípio fundamental do “disclosure”. Porém, enquanto tal informação não for divulgada ao público, ele fica proibido de negociar com valores mobiliários de emissão da companhia.⁸⁴

Com efeito, diferentemente do Art. 3º, inc. X, da Lei nº 4.728/65, a inovação legislativa se caracterizou como um dispositivo efetivamente repressivo contra o ilícito de *insider trading*⁸⁵. Uma vez que impôs aos administradores a obrigação de divulgar qualquer informação relevante que esteja em sua posse, além de vedar a utilização dessa informação relevante, que possa influenciar diretamente na precificação de valores mobiliários e que ainda não tenha sido divulgada no mercado, para obter vantagens para si ou terceiros.

Nota-se, portanto, que apesar do aparato se mostrar bastante evoluído à época, apenas era passível de responsabilização pela prática do *insider trading* os

⁸⁴ EIZIRIK, Nelson Laks; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. op. cit., p. 448.

⁸⁵ Nelson Eizirik e Horácio de Mendonça Netto ensinam que “no Brasil, até o advento da nova Lei das Sociedades Anônimas (Lei 6.404, de 15/12/76), não estava estabelecido com clareza um sistema legal de repressão ao privilegiamento de informações”. 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, jan./abr. 1978. p. 11.

administradores, seus subordinados e terceiros de sua confiança, dado que eram os únicos os quais a legislação impunha os deveres de lealdade.

Para suprir tal lacuna jurídica, o legislador introduziu a Lei nº 10.303/01, a qual expandiu as possibilidades de sujeitos ativos responsáveis pelo ilícito, ampliando dos administradores para qualquer pessoa que pratique a conduta, mediante o atendimento de certos requisitos legais. Assim, o legislador trouxe o seguinte enunciado para o dispositivo do Art. 155 da Lei nº 6.404/76:

§ 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.

Além disso, o novo dispositivo atribuiu à CVM o dever legal de proteger os investidores contra o uso de informação relevante não divulgada, sob a forma da alínea c, do inciso IV, do Art. 4º da Lei nº 6.385/1976:

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.

o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime.

Cabe observar que, nesse momento, o arcabouço legislativo já fornecia dados suficientes para se estabelecer critérios objetivos para caracterização do ilícito do *insider trading*: (i) a existência de informação privilegiada não divulgada ao mercado, (ii) acesso à informação privilegiada e (iii) operar com intenção auferir vantagem indevida da informação privilegiada, seja lucrando ou evitando perdas⁸⁶.

⁸⁶ No Processo administrativo Sancionador CVM n. 26/2010 é possível encontrar quatro requisitos: (i) existência de uma informação relevante pendente de divulgação; (ii) acesso privilegiado a tal informação; (iii) sua utilização para fins de negociação de valores mobiliários; e (iv) o objetivo de auferir vantagem para si ou para terceiros (Comissão de Valores Mobiliários. Inquérito Administrativo CVM nº 26/2010. Diretor Henrique Balduino Machado Moreira. J. em: 07.08.2018). Essa criteriologia tetrapartite também foi seguida no PAS 2015/2666 (Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador CVM nº 2013/8609. Diretor Roberto Tadeu Antunes Fernandes. J. em: 13.09.2016).

Avançando para 2002, a Comissão de Valores Mobiliários aprovou a Instrução CVM n.º 358/02, posteriormente revogada pela Resolução CVM nº 44/21, que tratava da divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas, além de estabelecer as vedações e condições para quem negociasse valores na pendência de fato relevante não divulgado ao mercado. Tal dispositivo consagrou-se como um marco regulatório de destaque no combate ao *insider trading*, visto que ampliou os sujeitos aptos a figurar como *tipper* ou *tippees*⁸⁷.

Em síntese, percebe-se que o legislador brasileiro se preocupou em trazer uma série de obrigações para os profissionais de companhias abertas e para os participantes do mercado de capitais, com o objetivo de inibir a tentativa de utilização de informações relevantes ainda não divulgadas com o dolo de obter vantagens.

Além disso, o legislador, devido ao enorme poder lesivo da prática do *insider trading*, ensejou a possibilidade de responsabilidade pela conduta nas esferas civil, administrativa e penal, as quais serão mais aprofundadas no subcapítulo 4.5 do presente trabalho⁸⁸.

⁸⁷Instrução CVM nº 358/02 “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 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..”

⁸⁸Na esfera civil temos o seguinte dispositivo da Lei nº 6.404/76: “Art. 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

Na esfera penal temos o seguinte dispositivo da Lei nº 6.385/76: “Art. 27-D. Utilizar informação relevante de que tenha conhecimento, ainda não divulgada ao mercado, que seja capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiros, de valores mobiliários.

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

Feitas essas considerações, é preciso adentrar na análise minuciosa dos requisitos exigidos pela legislação e jurisprudência para a configuração da prática do *insider trading* no Brasil, a fim de reunir elementos que contribuam para a discussão sobre os meios de prova utilizados pela CVM nos processos de *insider trading*.

4.4 Requisitos para a caracterização do *insider trading*

Uma vez analisado o arcabouço jurídico referente a matéria de *insider trading* no Brasil, cumpre ser necessário o exame dos elementos essenciais para a configuração da prática, tendo em vista que nem sempre uma negociação realizada por um investidor em posse de informação privilegiada constituirá um ato ilícito.

Como bem preleciona Marcelo Trindade⁸⁹, a configuração do ilícito de *insider trading* exige a presença de quatro requisitos fundamentais: (i) a existência de uma “informação relevante ainda não divulgada” no mercado; (ii) o “acesso” privilegiado a essa informação; (iii) a “utilização” dessa informação “no mercado de valores mobiliários”; e (iv) a “finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem. Assim, no presente trabalho far-se-á a análise de todos os quatro requisitos.

4.4.1 A existência de Informação Privilegiada ainda não divulgada a mercado

A expressão “informação privilegiada” ou “informação relevante” se refere às informações que ainda não foram divulgadas publicamente aos investidores e que possam influenciar, positivamente ou negativamente, a cotação dos valores mobiliários. Conforme disposto no §1º do Art. 155, da Lei das S.A., temos como informação privilegiada a informação:

Na esfera administrativa temos o seguinte dispositivo da Lei nº 6.385/76; “Art 9º A Comissão de Valores Mobiliários, observado o disposto no § 2º do art. 15, poderá: (...) V - apurar, mediante processo administrativo, atos ilegais e práticas não equitativas de administradores, membros do conselho fiscal e acionistas de companhias abertas, dos intermediários e dos demais participantes do mercado; VI - aplicar aos autores das infrações indicadas no inciso anterior as penalidades previstas no Art. 11, sem prejuízo da responsabilidade civil ou penal.

⁸⁹ TRINDADE, Marcelo F. **Vedações à negociação de valores mobiliários por norma regulamentar: interpretação e legalidade.** In: ADAMEK, Marcelo Vieira von (Coord.). Temas de direito societário e empresarial contemporâneos. São Paulo: Malheiros, 2011. p. 457.

*“(...) 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”. (grifos nossos)*

De forma complementar e expansiva a essa definição, a CVM, ao aprovar a Resolução CVM nº 44/21, considerou também em seu Art. 2º, como relevante:

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.

Nessa linha, é possível perceber que a informação relevante é aquela, concomitantemente, relevante e sigilosa. Entretanto, em virtude da subjetividade do conceito aplicado para se definir o que é uma informação privilegiada, o direito norte-americano iniciou as discussões sobre como seria possível aferir se uma determinada informação se tratava realmente de uma informação privilegiada.

Nas lições de Bruno Lana Peixoto e Marina Araújo, a Suprema Corte norte-americana definira como informação relevante, aquelas que são capazes de produzir efeitos significativos sobre as negociações de títulos, havendo uma probabilidade razoável de que ela pudesse ser levada em conta quando avaliadas por um investidor médio⁹⁰.

Como se pode observar, a definição é bastante ampla e subjetiva, visto que aposta na potencial influência que a informação venha causar em um investimento, o que gera

⁹⁰ PEIXOTO, Bruno Lanna; ARAÚJO, Marina. **A Responsabilidade Civil pela Desinformação aos Investidores no Mercado de Capitais: Uma Análise Teleológica à Luz do Direito Norte-Americano**. Publicado em A Responsabilidade Civil da Empresa perante os Investidores. Contribuição à Modernização do Mercado de Capitais, organizado por Luiz Gastão Paes de Barros, Modesto Carvalhosa e Arnoldo Wald, Editora Quartier Latin, São Paulo, 2018, p. 301.

muitas discussões no caso concreto, em ambas as jurisdições, brasileira e norte-americana. Daí que se desenvolveu nos Estados Unidos, um “teste de relevância” que considera os seguintes fatores:

A partir de decisões dos tribunais norte-americanos, estabeleceu-se 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 trará impacto significativo sobre os negócios da companhia, afetando a cotação de seus títulos no mercado, já existe uma informação relevante.⁹¹

Quanto ao sigilo da informação, trata-se de uma característica de caráter temporário, uma vez que se refere ao sigilo necessário para a realização de negócios societários, devendo tal informação ser revelada pelos administradores no exato momento em que sua divulgação não afete mais os interesses da companhia⁹².

Destarte, evidencia-se que, caso a informação não seja capaz de influenciar significativamente no valor da cotação dos valores mobiliários e já esteja divulgada de forma ampla e completa ao mercado, ela não poderá ser objeto da prática de *insider trading*.

4.4.2 O sujeito ativo que tem acesso à Informação Privilegiada

O segundo elemento caracterizador da prática do ilícito de *insider trading*, faz referência ao indivíduo que tem acesso a essa informação relevante ainda não divulgada, os *tippers* e *tippees*.

Conforme explicitado no subcapítulo 4.2 acima, atualmente, nesse perfil podem se enquadrar os administradores, controladores, membros do Conselho Fiscal e qualquer outra pessoa que possa ter acesso a esse tipo de informação, tais como

⁹¹EIZIRIK, Nelson Laks. **Lei das S/A comentada**. Quartier Latin, v. 2, São Paulo, 2011, p. 374.

⁹²CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. 6. ed. São Paulo: Saraiva, 2014. p.441. v. 3. Nas palavras do autor: “Temos, assim, que o dever de guardar sigilo está dialeticamente relacionado com a obrigação de revelar ao público a informação relevante, no exato momento em que sua divulgação não mais afete os interesses da companhia”.

advogados, auditores, contadores, analistas, consultores e, de forma geral, familiares e amigos, que as utilizem para auferir vantagens indevidas no mercado de capitais.

Cabe expor que Nelson Eizirik e Modesto Carvalhosa ao analisar o termo “qualquer pessoa” informam que deverá existir um nexos profissional entre o vazamento das informações e os terceiros:

Será considerada *insider* qualquer pessoa que, em decorrência do exercício de funções na sociedade ou no mercado ou mesmo por circunstâncias especiais de acesso à administração da companhia, venha a deter, antes dos demais acionistas, investidores ou agentes operadores do mercado de capitais, informações relevantes relativas aos negócios e ao estado da companhia. Há, no entanto, um limite para o termo ‘qualquer pessoa’ utilizado na norma em estudo. Com efeito, deve haver um nexos profissional entre o vazamento das informações e os terceiros, para que estes possam ser considerados *tippees*. Assim, apenas aqueles que em virtude do exercício de profissão tenham acesso a essas informações é que serão responsabilizáveis pelo uso dessas informações. (EIZIRIK, CARVALHOSA, 2002. pp. 322-323).

Nota-se, portanto, que o sujeito ativo da prática *insider trading* pode ser qualquer um – seja alguém de dentro da companhia ou de fora da companhia. Assim, preleciona Marcelo Trindade:

os casos concretos de investigação e repressão pela CVM normalmente envolverão pessoas com algum nível de ligação com o emissor dos valores mobiliários, porque será praticamente impossível identificar e provar ilicitude na conduta de outros agentes. Por outro lado, qualquer que seja a interpretação do conceito de “qualquer pessoa” adotado pela lei, é indubitável que, com a reforma da lei, a definição de *insider* passou a abranger as pessoas que recebem a informação por meio de relação profissional ou comercial com o emissor dos valores mobiliários⁹³.

4.4.3 Negociar com base em Informação Privilegiada visando obtenção de vantagem

O terceiro e quarto elementos podem ser analisados em conjunto, dado que possuem uma relação intrínseca, compreendendo a prática de negociação dos valores mobiliários, por meio do uso das informações privilegiadas, com a finalidade de obter vantagens indevidas para si ou outrem.

⁹³ TRINDADE, Marcelo F. op. cit. p. 455-456.

Observa-se que a inexistência do dano é indiferente para a verificação do ilícito. Nessa acepção, a CVM já se manifestou no sentido de que a configuração do *insider trading* não depende da lucratividade da operação nem da efetiva obtenção da vantagem almejada⁹⁴. Com isso, a obtenção de lucro é um fator que pode vir a ser indicativo do uso indevido da informação, todavia, é um elemento dispensável à sua configuração⁹⁵ e, por isto, não é elemento do suporte fático do ilícito de uso indevido de informações privilegiadas⁹⁶.

A título exemplificativo, veja-se o voto da Diretora-Relatora Luciana Dias no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2011/3665:

Mesmo que os acusados não tivessem apurado lucro nas respectivas operações, como efetivamente ocorreu, já é consolidado o entendimento do Colegiado da CVM de que o lucro não é requisito necessário 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 defesa⁹⁷.

Entretanto, embora não seja necessário que o dano tenha ocorrido para a responsabilização da prática do *insider trading* nas vias administrativas, ele é imprescindível na esfera civil, uma vez que, conforme disposto no § 3º do Art. 155 da Lei das S.A., é necessário ter uma “pessoa prejudicada”, aquela que sofreu o dano ou uma perda, a fim de que se de ensejo a uma possível reparação civil⁹⁸.

⁹⁴ Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador CVM nº 09/2012. Diretora Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes. J. em 25.11.2014; Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador CVM nº 2011/3665. Diretora Luciana Dias. J. em: 03.04.2012; Comissão de Valores Mobiliários. Inquérito Administrativo CVM nº 2013/8609. Diretor Henrique Balduino Machado Moreira. J. em: 09.05.2017; MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. O Insider Trading no Direito Brasileiro. Rio de Janeiro, 2015. 150 f. Dissertação (Mestrado em Direito). Fundação Getúlio Vargas do Rio de Janeiro, p. 35; PASCHOALINI, Ana Paula; JACOMINI, Fernanda Perez; JOST, Mariana Silveira Martins; MERLUSSI, Natália Parmigiani. Utilização de Informação Privilegiada. Revista de Direito Empresarial, vol. 4, 2014, pp. 159-193.

⁹⁵ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador CVM nº 06/2003**. Diretora Norma Jonssen Parente. J. Julgado em 14.09.2005. Rio de Janeiro: CVM, 2005.

⁹⁶ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador CVM nº 2014/10290**. Diretor-Relator Henrique Balduino Machado Moreira. J. em: 13.06.2017.

⁹⁷ 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 03 abr.2012. Rio de Janeiro: CVM, 2012.

⁹⁸ MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. op.cit. p. 36.

No que tange a questão da finalidade de obtenção de vantagem na negociação com informações relevantes, Luiz Antonio de Sampaio Campos expõe:

O elemento intencional é integrante subjetivo do tipo. Por isso que na regulação da CVM encontram-se situações onde embora possa haver informação privilegiada não se proíbe a negociação pelos administradores, desde de que se tenha elementos que comprovem que a razão da negociação não teria sido a finalidade de obter vantagem por conta da informação privilegiada [...] ⁹⁹

Nesse contexto, depreende-se que para que o ilícito do *insider trading* se caracterize é necessário que todos os quatro elementos, acima demonstrados, estejam presentes, pois, a ausência de qualquer um desses não ensejará a responsabilização nas esferas administrativa e penal e, caso não exista o elemento de dano, tampouco na esfera civil.

4.5 As consequências do *insider trading*

Como visto, o ilícito do *insider trading* fere a higidez do mercado de capitais, sua credibilidade, estabilidade e eficiência. Nesse contexto, o ordenamento jurídico brasileiro, inspirado no modelo norte-americano, implementou a repressão à prática nas três esferas de responsabilização: (i) civil; (ii) administrativa e (iii) penal.

4.5.1 Responsabilidade Civil

A responsabilização civil da prática de *insider trading* tem natureza ressarcitória, uma vez que visa garantir que seja tutelado o direito da parte prejudicada de ser indenizada pelo dano causado pelo *insider*, que operou no mercado com informação privilegiada, ainda não divulgada, e que auferiu vantagem indevida para si ou outrem.

Demonstra-se inegável que o *insider trading*, quando praticado com sucesso, acarreta o enriquecimento ilícito daqueles que o praticam, ao gerar benefícios privativos aos investidores que operam com as informações privilegiadas, em detrimento dos demais participantes do mercado.

⁹⁹ CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. **Conselho de Administração e Diretoria. Deveres e Responsabilidades**. In FILHO, Alfredo Lamy; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Direito das companhias. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 1.152.

Por consequência, com o objetivo de proteger as partes afetadas por esse ilícito, o legislador, com fulcro nos §§ 1º, 2º e 3º do Art. 155 da Lei das S.A., permitiu à pessoa prejudicada numa compra e venda de valores mobiliários, contratada com infração ao dever de sigilo sobre qualquer informação relevante que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, o direito de obter do infrator, perante o Poder Judiciário, indenização pelas perdas e danos sofridos.

Insta-se mencionar que o polo passivo da ação de responsabilidade civil, conforme entendimento de Carvalhosa, poderá ser figurado por toda e qualquer pessoa, não só os administradores da Companhia:

Deverá ressarcir as perdas e danos havidos toda e qualquer pessoa que se tenha utilizado de informações sigilosas ou reservadas, de caráter relevante, para negociar com valores mobiliários no mercado de capitais no período anterior à divulgação, pelos canais institucionais, dos respectivos fatos ou negócios.¹⁰⁰

Apesar de toda e qualquer pessoa poder figurar como sujeito passivo da ação civil, como a identificação do *insider* é dificultosa, a parte prejudicada pode optar por responsabilizar o administrador da companhia, visto que o Art. 155 da Lei das S.A. atribuiu a ele responsabilidade por atos seus, de seus subordinados e terceiros de sua confiança¹⁰¹. Todavia, o administrador, com fulcro no Art. 934 do Código Civil, poderá ingressar com ação de regresso contra o real causador do dano¹⁰²:

Por último, outra importante questão de direito civil a ser analisada é a questão da anulabilidade das transações ilícitas praticadas pelo *insider*. Embora o Código Civil preceitue em seu Art. 171¹⁰³, que é anulável o negócio jurídico celebrado com vício resultante por dolo, sendo as operações realizadas no mercado de capitais uma espécie de negócio jurídico. Em um primeiro exame, a prática de *insider trading* seria passível de anulação.

¹⁰⁰ CARVALHOSA, Modesto. op.cit., p. 314.

¹⁰¹ PARENTE, Norma. op. cit., pp. 633 e 634.

¹⁰² Art. 934. *Aquele que ressarcir o dano causado por outrem pode reaver o que houver pago daquele por quem pagou, salvo se o causador do dano for descendente seu, absoluta ou relativamente incapaz.*

¹⁰³ Art. 171. *Além dos casos expressamente declarados na lei, é anulável o negócio jurídico: I - por incapacidade relativa do agente; II - por vício resultante de erro, dolo, coação, estado de perigo, lesão ou fraude contra credores.*

Todavia, o legislador, ao determinar as consequências da prática, apenas se preocupou em prever a responsabilidade civil dos ditos *insiders*, sem prever a possibilidade de anulação dessas operações. Uma vez que, caso tal previsão existisse, poderia gerar uma quebra da estabilidade do mercado de valores mobiliários e uma insegurança entre os investidores, os quais não confiariam investir suas economias em um ambiente sujeito à anulação das transações.

Dessa forma, conclui Norma Parente,

[...] o legislador, cômico da dificuldade que seria a prestação da obrigação “in natura”, e visando assegurar estabilidade no mercado, previu, para a hipótese, a reparação do dano mediante o pagamento de indenização. Na realidade, o legislador, por razões lógicas e práticas, entre determinar a anulação da operação e a reparação do dano, mediante o pagamento de indenização, optou por esta última medida.¹⁰⁴

4.5.2 Responsabilidade Administrativa

Diferentemente da esfera civil, as esferas administrativa e penal têm como objetivo prevenir e punir a conduta do *insider* no âmbito do mercado de capitais. Nessa linha, a Comissão de Valores Mobiliários possui a competência para apurar e punir tais ilícitos na esfera administrativa, por meio do Processo Administrativo Sancionador, regulamentado pela Resolução CVM nº 45, de 31 de agosto de 2021, conforme alterada, observando os princípios constitucionais da ampla defesa, do contraditório, do devido processo legal, da presunção de inocência, do interesse público, dentre outros¹⁰⁵.

O diploma legislativo que embasa a competência da CVM de proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários¹⁰⁶ está disposto no Art. 9º, V da Lei nº 6.385/76, a qual confere à CVM competência para “apurar, mediante processo administrativo, atos ilegais e práticas não equitativas de administradores,

¹⁰⁴PARENTE, Norma. **Aspectos Jurídicos do “Insider Trading”**. CVM. Superintendência Jurídica, junho de 1978. p. 12.

¹⁰⁵Tal qualificação encontra-se expressamente prevista no Art. 2º da Resolução CVM Nº 45/21.

¹⁰⁶Tal qualificação encontra-se expressamente prevista na alínea c, inc. IV, do Art. 4º da Lei nº6.385/76.

membros do conselho fiscal e acionistas de companhias abertas, dos intermediários e dos demais participantes do mercado”.

Soma-se a isso, a capacidade da CVM de impor aos infratores das normas da Lei nº 6.385/76, da Lei das S.A., das suas resoluções, bem como de outras normas legais cujo cumprimento lhe incumba fiscalizar, diversas penalidades, como advertência, multa, inabilitação temporária para o exercício do cargo de administrador ou de conselheiro fiscal, dentre outras, todas elencadas no Art. 11 da Lei nº 6.385/76¹⁰⁷.

Em complemento ao dispositivo, ainda, temos o caput do Art. 19 da Resolução CVM nº 44/21, que disciplina como infração grave, para os fins previstos no § 3º do Art. 11 da Lei nº 6.385/76, a infração às disposições desta Resolução, estando os infratores sujeitos, portanto, a qualquer uma das penas previstas nos incisos I a VIII do Art. 11 da referida lei.

Merece destaque a observação realizada por Eizirik, Parente e Henriques, em aprofundado estudo sobre o tema:

Tais normas delegam à CVM o poder de fiscalizar a veiculação de informações relativas ao mercado de capitais, fixando sua competência normativa para regular, dentre outras matérias, a natureza e a periodicidade das informações prestadas pelas companhias abertas; os relatórios de administração das

¹⁰⁷Art. 11. A Comissão de Valores Mobiliários poderá impor aos infratores das normas desta Lei, da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (Lei de Sociedades por Ações), de suas resoluções e de outras normas legais cujo cumprimento lhe caiba fiscalizar as seguintes penalidades, isoladas ou cumulativamente: I - advertência; II - multa; IV - inabilitação temporária, até o máximo de 20 (vinte) anos, para o exercício de cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários; V - suspensão da autorização ou registro para o exercício das atividades de que trata esta Lei; VI - inabilitação temporária, até o máximo de 20 (vinte) anos, para o exercício das atividades de que trata esta Lei; VII - proibição temporária, até o máximo de vinte anos, de praticar determinadas atividades ou operações, para os integrantes do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários; VIII - proibição temporária, até o máximo de dez anos, de atuar, direta ou indiretamente, em uma ou mais modalidades de operação no mercado de valores mobiliários. § 1º A multa deverá observar, para fins de dosimetria, os princípios da proporcionalidade e da razoabilidade, a capacidade econômica do infrator e os motivos que justifiquem sua imposição, e não deverá exceder o maior destes valores: I - R\$ 50.000.000,00 (cinquenta milhões de reais); II - o dobro do valor da emissão ou da operação irregular; III - 3 (três) vezes o montante da vantagem econômica obtida ou da perda evitada em decorrência do ilícito; ou IV - o dobro do prejuízo causado aos investidores em decorrência do ilícito. § 2º Nas hipóteses de reincidência, poderá ser aplicada multa de até o triplo dos valores fixados no § 1º deste artigo. § 3º As penalidades previstas nos incisos IV, V, VI, VII e VIII do caput deste artigo somente serão aplicadas nos casos de infração grave, assim definidas em normas da Comissão de Valores Mobiliários, ou nos casos de reincidência. (...).

companhias; os padrões de contabilidade e pareceres dos auditores independentes; a divulgação de deliberação da assembleia geral ou dos órgãos da administração etc.¹⁰⁸.

De forma complementar, Carvalhosa aduz que:

[...] muito embora tenha a Comissão de Valores Mobiliários competência para apurar, mediante inquérito administrativo, atos ilegais e práticas não equitativas dos administradores de companhias abertas, não lhe outorga a lei legitimidade ativa para promover as medidas judiciais para responsabilizar civilmente os administradores. Fica, assim, a agência governamental restrita ao âmbito das sanções de natureza administrativa e representação penal. Não adotou, portanto, a sistemática brasileira, o regime norte americano que confere à Securities and Exchange Commission legitimidade para propor ações civis contra os administradores.¹⁰⁹

Assim, depreende-se que apesar da CVM ter competência para apurar e punir infrações e ilícitos na esfera administrativa, ela não possui competência para dar início a qualquer ação de ressarcimento na esfera privada.

4.5.3 Responsabilidade Penal

Com a edição da Lei nº 10.303/01, que introduziu o artigo 27-D na Lei nº 6.385/76, o ilícito do *insider trading* passou a ser tipificado como crime no ordenamento jurídico brasileiro, a saber:

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

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

Embora tal diploma possa ser considerado uma inovação no tema, o tipo penal somente previa que o crime de *insider trading* poderia ser cometido por aquele que tenha conhecimento e deva manter sigilo sobre a informação relevante ainda não compartilhada ao mercado – os *insiders* primários - ao passo que aqueles que não têm

¹⁰⁸ EIZIRIK, Nelson Laks; GAAL, Ariádna; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. op. cit. p. 484.

¹⁰⁹ CARVALHOSA, Modesto. op.cit. p. 348.

o dever de manter o sigilo não poderiam, dessa forma, praticar o tipo penal previsto no Art. 27-D – *insiders* secundários.

Todavia, com o advento da Lei nº 13.506/17, que alterou o *caput* do referido Art. 27-D, além de incluir os §§ 1º e 2º, a responsabilização criminal foi estendida ao *insider* secundário, conforme elencando abaixo:

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:

(...)

§ 1º Incorre na mesma pena quem repassa informação sigilosa relativa a fato relevante a que tenha tido acesso em razão de cargo ou posição que ocupe em emissor de valores mobiliários ou em razão de relação comercial, profissional ou de confiança com o emissor. (Incluído pela Lei nº 13.506, de 2017)

§ 2º A pena é aumentada em 1/3 (um terço) se o agente comete o crime previsto no *caput* deste artigo valendo-se de informação relevante de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo. (Incluído pela Lei nº 13.506, de 2017).

Nesse sentido, ao desconsiderar a condição especial do agente para a caracterização do crime de uso de informação privilegiada, o legislador deu mais amplitude ao tipo penal. Com a nova redação do *caput* do Art. 27-D, a necessidade de o agente ter o dever de manter o sigilo sobre a informação relevante foi removida do tipo penal, o que permitiu que a prática do *insider secundário* fosse criminalizada.

Além disso, é imprescindível mencionar que com a inclusão do § 1º, torna-se crime, também, a conduta do indivíduo que somente repassa a informação relevante para um terceiro, mesmo sem fazer uso ou não tendo o intuito de auferir algum tipo vantagem. Basta apenas que tenha obtido a informação em razão de seu cargo ou posição que ocupe em emissor de valores mobiliários ou em razão de relação comercial, profissional ou de confiança com o emissor.

Assim, torna-se possível a figuração como sujeito ativo no tipo penal previsto no Art. 27-D da Lei nº 6.385/76: (i) acionistas controladores; (ii) administradores das companhias; (iii) membros do conselho fiscal; (iv) indivíduos que possuam relação

profissional com a companhia, como advogados, contadores executivos de bancos de investimento, dentre outros, além dos *insiders* secundários – *tippees*.

Quanto ao bem jurídico tutelado, a lei visa, de forma ampla, a proteção à ordem econômica, em especial, o mercado de valores mobiliários. Tal proteção visa assegurar a competitividade, a confiabilidade e a estabilidade do mercado de capitais e, de forma mais incisiva, o processo de *disclosure*, ou seja, da ampla e completa divulgação de informações como requisito imprescindível de proteção aos investidores.

Nas lições de Carvalho e Eizirik, depreende-se que:

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

Mais especificamente, a norma visa tutelar o processo de *disclosure*, ou seja, da ampla e completa divulgação de informações como elemento essencial de proteção aos investidores do mercado de capitais.¹¹⁰

Por fim, quanto a consumação do crime de uso de informação privilegiada, a doutrina se diverge na possibilidade entre ser um crime formal ou material. Ou seja, divergem sobre a necessidade ou não de obtenção de vantagem econômica para a sua consumação.

Aos que entendem por ser um crime material, a consumação do delito ocorre com o efetivo auferimento da vantagem indevida para si ou para outrem após a operação de valores mobiliários com informação privilegiada.

Por outro lado, a doutrina majoritária classifica o ilícito como de natureza formal, não exigindo para a sua consumação a efetiva prova da vantagem econômica. O que se exige como elemento normativo do tipo penal é que a informação seja capaz de propiciar vantagem indevida e não que propicie efetiva vantagem. Portanto, para que se preencha o elemento do tipo penal objetivo, é suficiente demonstrar que a

¹¹⁰ CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson Lakz. **A Nova Lei das S/A**, São Paulo, Saraiva, 2002, pp. 544 e 545.

informação relevante tinha potencialidade de gerar vantagem indevida – ainda que esta não ocorra¹¹¹.

Nesse sentido, cabe destacar as palavras de Guilherme Brenner Lucchesi:

Ao contrário do que se possa pensar, o tipo penal não exige que o autor efetivamente obtenha a vantagem indevida, bastando que a informação privilegiada, caso utilizada na negociação de valores mobiliários, possa potencialmente acarretar benefício econômico. Isto porque, pelo dinamismo que envolve o mercado financeiro, muito embora o *insider* possa representar a obtenção de uma vantagem, esta pode não vir a ser obtida, em virtude de outras operações realizadas, o que foge do controle do autor.

(...)

Neste sentido, o tipo caracteriza um delito formal, no qual, segundo Nélon Hungria, “a consumação antecede ou alheia-se ao *eventus damni*”, isto é, o tipo não exige para a consumação a comprovação de efetiva vantagem auferida pelo autor em detrimento do mercado, pois o pressupõe, antecipando a ele a consumação.¹¹²

Dada as explicações acima, em síntese, evidencia-se que tanto a figura do *insider* primário, quanto a figura do *insider* secundário poderão ser responsabilizadas nas esferas civil, administrativa e penal.

¹¹¹MILANEZ, Bruno. **O que você precisa saber sobre insider trading**. Disponível em: <https://canalcienciascriminais.jusbrasil.com.br/artigos/305118512/o-que-voce-precisa-saber-sobre-insider-trading>. Acesso em 15 nov. 2022.

¹¹²BRENNER, Guilherme L. **O objeto de tutela penal no delito de insider trading. Uma análise crítica a partir da dogmática penal contemporânea**. Revista Brasileira de Ciências Criminais. São Paulo, v.19, n. 90, Maio/junho 2011, p. 150.

CAPÍTULO V – O REGIME DE INDÍCIOS E PRESUNÇÕES À LUZ DA JURISPRUDÊNCIA DA CVM

5.1 A prova nos casos de *insider trading*

Em uma sociedade democrática, o Estado é incumbido de preservar e manter o bem-estar dos integrantes daquela. Nessa linha, Mirabete (1994, p. 23) declara que “uma das tarefas essenciais do Estado é regular a conduta dos cidadãos por meio de normas objetivas sem as quais a vida em sociedade seria praticamente impossível”. Dito isso, tal regulação é realizada por meio do poder regulamentar, poder disciplinar e poder punitivo.

Todavia, é certo que a utilização e aplicação de tais poderes devem ser feitas de forma moderada e limitada, preservando a garantia dos direitos fundamentais positivados na Carta Magna de 1988. À vista disso, no processo penal brasileiro, assim como no processo sancionador, de competência da CVM, evidencia-se um constante enfrentamento entre o poder punitivo do Estado e de suas instituições e o respeito aos direitos fundamentais dos indivíduos.

Por consequência, na democracia brasileira por força do inciso LIV, Art. 5º, da Constituição Federal de 1988¹¹³, o Estado deverá sempre se pautar no princípio do devido processo legal quando for fazer uso do seu poder punitivo, isto é, faz-se necessário a comprovação da prática da conduta ilícita, em conjunto com todos os seus elementos, bem como a culpabilidade e a autoria do agente.

Aduz-se, ainda, que também se faz necessária que a conduta ilícita supere a dúvida razoável, ou seja, é necessário que se comprove a autoria e a materialidade do ocorrido, a fim de que a condenação e a determinação da penalidade sejam legítimas. Tais procedimentos têm amparo legal no princípio da presunção da inocência consagrado no inciso LVII, do Art. 5º, da Constituição Federal de 1988¹¹⁴.

¹¹³ Artigo 5º. (...) LIV: “ninguém será privado da liberdade ou de seus bens sem o devido processo legal”;

¹¹⁴ Artigo 5º. (...) LVII: “ninguém será considerado culpado até o trânsito em julgado de sentença penal condenatória”.

Outrossim, é importante mencionar que o ônus probatório, de forma divergente ao processo civil, recai sobre o acusador que necessita apresentar provas capazes de formar o convencimento do julgador, além de atestar todos os requisitos necessários para a configuração do delito de modo que a punição se justifique. Assim, a prova é o principal instrumento utilizado em um processo, seja pela acusação ou pela defesa, para motivar o convencimento do agente julgador.

Nessa linha, afirmam Nelson Nery Junior e Rosa Maria de Andrade Nery (2016, p. 1078) “O juiz é soberano na análise das provas produzidas nos autos. Deve decidir indicando as razões da formação do seu convencimento. Cumpre ao magistrado dar as razões de seu convencimento, mas sempre vinculado à prova dos autos”.

Assim, cabe ao julgador, pelo princípio do livre convencimento motivado, consagrado no direito brasileiro no inciso IX, Art. 93, da Carta Magna de 1988¹¹⁵, e no Art. 155 do Código de Processo Penal de 1941¹¹⁶, valorar e apreciar as provas produzidas nos autos, formando seu convencimento de forma livre e racional.

Dada as devidas considerações sobre a estruturação do processo penal e, por semelhança, ao Processo Administrativo Sancionador, o presente trabalho adentrará na análise da prova indiciária utilizada para a condenação em casos de *insider trading*, introduzindo o seu conceito e forma de utilização nos julgamentos realizados pela CVM.

5.1.1 A prova indiciária

A prova pode ser classificada, quanto ao seu objeto, como direta ou indireta. Nas lições de Malatesta (1995, p. 153):

a prova pode referir-se, como a objeto imediato, ao delito, mesmo em um dos seus mínimos elementos ou consistir no próprio elemento delituoso, sendo

¹¹⁵ Artigo 93. (...) IX: “*todos os julgamentos dos órgãos do Poder Judiciário serão públicos, e fundamentadas todas as decisões, sob pena de nulidade, podendo a lei limitar a presença, em determinados atos, às próprias partes e a seus advogados, ou somente a estes, em casos nos quais a preservação do direito à intimidade do interessado no sigilo não prejudique o interesse público à informação*”.

¹¹⁶ Artigo 155: “*O juiz formará sua convicção pela livre apreciação da prova produzida em contraditório judicial, não podendo fundamentar sua decisão exclusivamente nos elementos informativos colhidos na investigação, ressalvadas as provas cautelares, não repetíveis e antecipadas*”.

chamada, agora, de prova direta. Pode, ao contrário, a prova, como ao objeto imediato, referir-se a uma coisa diversa do delito, da qual, por um esforço da razão se passa ao delito, referindo-se, assim, a este mediatamente ou pode consistir diretamente nessa coisa diversa, sendo chamada, agora, de prova indireta.

Ainda, conforme destacado por Moacyr Amaral Santos:

Assim, quanto ao objeto, as provas podem ser diretas ou indiretas. As primeiras são as destinadas a demonstrar o próprio fato principal da demanda, ou seja, aquele cuja existência, se comprovada, determina a consequência jurídica pretendida; as provas indiretas são as destinadas à demonstração de fatos secundários ou circunstanciais, dos quais se pode extrair a convicção da existência do fato principal. A prova indireta é a prova de indícios.¹¹⁷

Assim, uma vez que a prova indiciária por sua análise permite alcançar algum tipo de conclusão sobre outra circunstância ou fato desconhecido, mas que com o qual possua algum tipo de ligação, ela se torna um exemplo de prova indireta.

Nesse sentido, Fernando Capez, de maneira eficaz, conceitua o indício:

“a) Indício: é toda circunstância conhecida e provada, a partir da qual mediante raciocínio lógico e pelo método indutivo, obtém-se a conclusão sobre um outro fato. A indução parte do particular e chega ao geral.

Assim, nos indícios, a partir de um fato conhecido, deflui-se a existência do que se pretende provar.

Indício é o sinal demonstrativo do crime: *signum demonstrativum delicti*.¹¹⁸

Logo, evidencia-se que o indício é todo e qualquer fato ou circunstância, certo e provado que possui conexão com o fato que se pretende provar¹¹⁹. Nessa linha, o Art. 239 do Código de Processo Penal dispõe 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 circunstâncias¹²⁰”.

Em análise ao artigo supracitado, Fernando da Costa Tourinho Filho afirma que:

¹¹⁷ SANTOS, Moacyr Amaral. **Prova judiciária no Cível e no Comercial**. São Paulo: Saraiva, . v. 1., 1952. p. 21.

¹¹⁸ CAPEZ, Fernando. **Curso de Processo Penal**. 13 ed. rev. e atual. Saraiva. São Paulo, 2006. p. 360.

¹¹⁹ RANGEL, Paulo. **Direito Processual Penal**. 12ª edição. Rio de Janeiro: Editora Lumen Juris, 2007. p. 428.

¹²⁰ BRASIL. **Decreto-Lei nº 3.689, de 3 de outubro de 1941**. Disciplina o processo penal brasileiro. Brasília, DF: Presidência da República. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/del3689.htm. Acesso em: 15 nov. 2022.

“Que é o indício? O legislador pátrio, no artigo em exame, assim o definiu: é a circunstância conhecida e provada, que, tendo relação com o fato, autorize, “por indução”, concluir-se a existência de outra ou outras circunstâncias. Aqui a palavra “circunstância” está empregada no sentido de fato conhecido, isto é, aquilo que é visto e está ligado, de algum modo, a outro fato cuja existência se pretende demonstrar. Logo, o indício é este algo que se vê e que por dedução lógica nos conduz ao fato probando.”¹²¹

Nesse contexto, extrai-se que o conjunto de diversos fatos conhecidos e provados – indícios – dão origem a construção da prova indiciária, a qual é uma prova que não possui relação direta com o fato ocorrido, mas pela qual, mesmo sem a relação direta, permite que se alcance o fato que se quer provar, por meio de um raciocínio lógico.

Quanto a validade do uso da prova indiciária no processo penal e no processo sancionador, o Ministro do Supremo Tribunal Federal (“STF”) Luiz Fux pontuou nos autos da Ação Penal nº 470 a possibilidade de utilização da prova indiciária citando diretamente os casos de *insider trading*, a saber:

No mesmo diapasão é a prova dos crimes e infrações no mercado de capitais. São as circunstâncias concretas, mesmo indiciárias, que permitirão a conclusão pela condenação. Na investigação de insider trading (uso de informação privilegiada e secreta antes da divulgação ao mercado de fato relevante): a baixa das ações, a frequência com que são negociadas, ser o acusado um neófito em operação de bolsa; as ligações de parentesco e amizade existente entre os acusados e aqueles que tinham contato com a informação privilegiada; todas estas e outras são indícios que, em conjunto, permitem conclusão segura a respeito da ilicitude da operação.¹²²

Outrossim, o Colegiado¹²³ da CVM, por diversas ocasiões, já consolidou o entendimento de que a presença de indícios variados e convergentes é suficiente para a formulação de uma peça acusatória e, eventualmente, de uma condenação¹²⁴.

¹²¹ FILHO, Fernando da Costa Tourinho Filho. *Código de Processo Penal Comentado*, volume 1. 8. ed. rev. , aum. e atual. Saraiva. São Paulo, 2004. p. 575.

¹²² BRASIL. Supremo Tribunal Federal (STF). **Ação Penal: 470** Minas Gerais, Relator: Ministro Roberto Barroso. Data de Julgamento: 10.02.2015. Data de Publicação: DJe-032 Divulgação: 18.02.2015; Publicação: 19/02/2015.

¹²³ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processos Administrativos Sancionadores CVM n.º RJ 13/2009, n.º RJ 11/09 e n.º RJ 2011/3665**, tendo o primeiro sido julgado em 13.12.2011 e, os dois últimos, em 03.04.2012.

¹²⁴ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Extrato da Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM Nº 13/05**. Diretor-Relator Otavio Yazbek. Julgado em 25.07.2012. Rio de Janeiro: CVM, 2012.

Ademais, insta-se pontuar que no sistema jurídico brasileiro não existe uma hierarquia dos meios de prova, tendo elas o mesmo valor, mesmo as indiciárias¹²⁵.

No PAS CVM nº 13/2009, o Diretor Otavio Yazbek explica a relevância da prova indiciária para que se alcance uma condenação, em detrimento da dificuldade de se obter uma prova definitiva e irrefutável da prática de *insider*:

“Preliminarmente, contudo, gostaria de ressaltar que, como exposto pelo Diretor-relator, nos casos envolvendo insiders secundários, a utilização de indícios na construção da peça acusatória e na eventual condenação dos acusados mostra-se não só como um caminho natural, mas, muitas vezes, como o único caminho a ser seguido; isso porque penso que a prova definitiva e irrefutável da prática de insider de mercado é bastante complexa, exceto se, de alguma forma, o vínculo ficar claramente evidente, como ocorreria na hipótese de haver uma confissão, por exemplo. Entendo, assim, possível que uma condenação seja baseada em prova indiciária, formada por um conjunto de indícios sérios, consistentes e convergentes, e respeitado o princípio do livre convencimento motivado do julgador e essas provas indiciárias são, inclusive, reconhecidas expressamente pelo art. 239 do Código de Processo Penal”.¹²⁶

De forma complementar, o Diretor-relator Henrique Machado, no âmbito do PAS CVM SEI nº 19957.003780/2017-25, salienta que:

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. Esse é o entendimento pacífico desta Autarquia, que já decidiu não ser imprescindível obter prova direta do elo entre os acusados de *insider trading* e a informação privilegiada, desde que seja possível extrair das demais provas dos autos que houve acesso à informação, ainda que se desconheça como os acusados a obtiveram.¹²⁷

Dessa forma, conclui-se que a prova indiciária é um meio probatório, a qual pode ser utilizada tanto para embasar uma condenação de um réu em um procedimento penal, quanto para embasar uma condenação no procedimento administrativo – processo sancionador - sendo amplamente utilizada pela CVM nos processos de *insider trading*.

¹²⁵ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador CVM SEI nº 19957.003780/2017-25**. Diretor-Relator Henrique Machado. Julgado em 03.03.2020. Rio de Janeiro: CVM, 2020.

¹²⁶ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processos Administrativos Sancionadores CVM n.º RJ 13/2009**. Diretora-Relatora Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana. Julgado em 13.12.2011. Rio de Janeiro: CVM, 2011.

¹²⁷ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador CVM SEI nº 19957.003780/2017-25**. Diretor-Relator Henrique Machado. Julgado em 03.03.2020. Rio de Janeiro: CVM, 2020.

Conforme observado acima, embora a jurisprudência da CVM seja pacífica no que tange a aplicação de condenações em casos de *insider trading* com base em provas indiciárias, é necessário que as acusações sejam apoiadas por uma pluralidade de indícios sólidos e convergentes, que não sejam contraditados por contra-indícios¹²⁸. Ou seja, não se pode condenar com base em meros indícios, os quais sejam incapazes de embasar uma possível condenação, conforme exposto no voto do Diretor-relator Luiz Antonio, no âmbito do PAS CVM nº 22/94:

“Todavia, o ponto fundamental para este tipo de questão, em tese, é que não basta qualquer indício; 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 provado, respeitado, naturalmente, o princípio do livre convencimento do Juiz.”¹²⁹

Aduz-se, ainda, que para ser ter uma acusação devidamente embasada em uma prova indiciária, é necessário que os indícios utilizados sejam capazes de superar a dúvida razoável, a fim de que se possa superar o princípio da presunção de inocência. Assim, conforme declarado pelo Diretor-relator Henrique Machado, no PAS CVM nº 05/2014:

“Como tive a oportunidade de destacar em manifestação de voto anterior: “Desde que observados certos requisitos, os indícios podem desempenhar papel importante nos processos administrativos sancionadores junto à CVM. Já são confortavelmente conhecidos os parâmetros deles exigidos para que de fato possam ter alguma utilidade como elemento de prova, cabendo destaque para aspectos de pluralidade, robustez, solidez e convergência. (...) Logo, é preciso que o indício não deixe qualquer dúvida razoável quanto à materialidade e autoria do fato principal (beyond a reasonable doubt – BARD). A pluralidade, robustez e convergência de indícios ajuda, como dito acima, a superar a dúvida razoável. Como esses são elementos que exigem a verificação de mais de um indício, podemos dizer que um indício isoladamente considerado dificilmente poderia ser suficiente para uma condenação.”¹³⁰ (grifos nossos)

Assim, a prova do ato ilícito precisa estar baseada em uma conjuntura de evidências indiciárias capazes de conduzir o julgador ao convencimento razoável e

¹²⁸ Ibid. p.4.

¹²⁹ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador CVM nº 22/94**. Diretor-Relator Luiz Antonio de Sampaio Campos, Julgado em 15.04.2004. Rio de Janeiro: CVM, 2004.

¹³⁰ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador CVM nº 05/2014**. Diretor-Relator Henrique Machado. Julgado em 01.12.2020. Rio de Janeiro: CVM, 2020.

sólido acerca do julgamento em análise. Não deve haver qualquer dúvida sobre a culpabilidade do agente, sob pena de absolvição.

Nas lições da Diretora Norma Parente no PAS CVM nº 06/95 “A existência de contra-indícios suficientes para inspirar dúvida nos julgadores deve conduzir à absolvição, em homenagem ao princípio da presunção de inocência.”¹³¹.

Ademais, a Diretora Norma Parente, no PAS CVM nº RJ 24/2000, asseverou que:

Conforme entendimento reiterado desta CVM, não é qualquer indício que enseja a condenação, mas a prova indiciária, quando representada por indícios graves, precisos e concordes que levem a uma conclusão robusta e fundamentada acerca do fato que se quer provar.¹³²

Sendo assim, fica claro que no momento do julgamento, o uso da prova indiciária deve ser realizado com uma cautela bem maior, principalmente quando comparada com provas diretas, uma vez que, o uso arbitrário desse tipo de prova nas condenações geraria uma enorme insegurança jurídica, ocasionando condenações injustas¹³³.

Ato contínuo, insta elucidar que além da utilização das provas indiciárias, as presunções vêm sendo utilizadas pelo Colegiado da CVM como argumento para condenação nos processos relativos ao ilícito de *insider trading*.

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”¹³⁴. Dinamarco afirma 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”¹³⁵.

¹³¹ Voto da diretora Norma Parente no **PAS CVM 06/95**, de 05.05.2005.

¹³² BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador CVM nº 24/2000**. Diretor-Relator Wladimir Castelo Branco Castro. Julgado em 18.08.2005. Rio de Janeiro: CVM, 2005. Trecho do voto da Diretora Norma Jonssen Parente. Caso Quality. Rio de Janeiro:

¹³³ MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. op. cit., p. 84.

¹³⁴ DINAMARCO, Candido Rangel, **Instituições de direito processual civil**. 10. ed. Salvador: JusPODIVM, 2020, p. 113.

¹³⁵ Ibid. p. 114.

No âmbito do Relatório da Audiência Pública SDM 06/20, de 23 de agosto de 2021, temos que as presunções:

Presunções não seriam meios nem fontes de provas, mas mecanismos de inteligência do julgador, uma etapa do processo de valoração das provas, pelo qual o conhecimento de um fato permite inferir com razoável probabilidade a existência de outro. O fato-base, revelador da presença de outro fato sobre o qual não se tem conhecimento direto, seria um “indício”.¹³⁶.

Nessa linha, reitera-se a necessidade de no âmbito de um Processo Administrativo Sancionador, assim como em um processo penal, no caso concreto a questão das presunções deve ser observada com bastante cautela, tendo em vista que uma decisão condenatória ao acusado pode lhe trazer graves consequências.

No voto do Diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos, no âmbito do julgamento do TA-RJ2002/2405:

“E neste pedaço, imediatamente recorro-me da propositura de Arquimedes, que dizia: dá-me um ponto de apoio e uma alavanca que eu levantarei o mundo. Diria então Arquimedes, em situação como a presente: dê-se a alguém o direito de realizar conjecturas e presumir, que se condenará quem quiser. Ninguém poderá estar tranqüilo, mesmo o mais honesto dos homens, porque, se for escolhido – ou mesmo sorteado – como alvo de conjecturas e presunções, será condenado.”¹³⁷

Nas lições de Fábio Konder Comparato:

“Por aí se vê que a presunção indiciária não é, propriamente, uma prova, mas um juízo dedutivo a partir de fatos provados. Se se tratasse de prova, ela poderia servir, em matéria penal, à construção de acusações puramente conjecturais, em grave atentado à liberdade individual. Por exemplo: todo criminoso costuma ocultar a arma do crime; a arma utilizada na tentativa de homicídio não foi encontrada; logo, o indiciado a escondeu.

(...)

Seria, com efeito, insuportável despautério que alguém pudesse ser denunciado criminalmente pela prática de um fato supostamente ocorrido: um homicídio sem cadáver, um furto sem a prova da subtração de coisa móvel, uma bigamia sem prova da celebração de novo casamento. Por isso mesmo, o Código de Processo Penal exige que a denúncia ou queixa contenha “a exposição do fato criminoso, com todas as suas circunstâncias” (art. 41). Sobre a ocorrência do crime não pode subsistir dúvida alguma, sendo claramente inepta a peça acusatória que se fundasse não em fato provado e indiscutível,

¹³⁶ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Relatório de Audiência Pública SDM 06/20 – Processo CVM SEI nº 19957.007901/2016-27 de 23/08/2021**, p. 10.

¹³⁷ Voto do Diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos, no âmbito do **TA-RJ2002/2405** em 09.10.2003.

mas em simples conjecturas.” (1996. pp. 256 e 257) (grifou-se)

À vista do exposto acima, em virtude da grande subjetividade que as presunções carregam, faz-se necessário uma análise da Resolução CVM nº 44/21, que estabelece um cenário de condenações pelo ilícito de *insider trading* que tem como base um enfoque no uso de presunções, a fim de entender os limites de sua utilização.

5.2 O regime de presunções da Resolução CVM nº 44/21

Publicada em 23 de agosto de 2021, passando a vigorar a partir de 1º de setembro de 2021, a Resolução CVM nº 44/21 (“Resolução”), que revogou a Instrução Normativa CVM nº 358/02, modificou os tópicos pertinentes a presunções de uso indevido de informação privilegiada, vedação objetiva à negociação de valores mobiliários antes da divulgação de informações trimestrais ou anuais, planos individuais de investimento e política de divulgação das companhias.

Nas palavras da CVM, a publicação da Resolução tem como principal objetivo aproximar a redação da extinta Instrução CVM nº 358/02, no trecho em que trata de negociações por *insiders*, da interpretação historicamente consolidada na CVM sobre o tema, ou seja, substituindo menções que sugerem a existência de vedações à negociação por presunções relacionadas à possível prática de uso indevido de informações privilegiadas¹³⁸.

Nesse sentido, para o presente trabalho é essencial uma análise das presunções estabelecidas pela autarquia, uma vez que tais dispositivos são bastante utilizados como meio de prova nos cenários de condenações pela prática de *insider trading*.

Assim, far-se-á análise dos diversos tipos de presunções, quais sejam: (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 negociações.

¹³⁸ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Relatório de Audiência Pública SDM 06/20 – Processo CVM SEI nº 19957.007901/2016-27 de 23/08/2021**, p. 10.

5.2.1 A presunção de acesso

Com fulcro no inciso II, do §1º, do Art. 13 da Resolução¹³⁹, presume-se o acesso a toda informação relevante ainda não divulgada por parte das seguintes pessoas: (a) acionistas controladores, diretos ou indiretos; (b) membros da diretoria e do conselho de administração; (c) membros do conselho fiscal; e (d) a própria companhia.

Observa-se que tal presunção tem relação exclusiva com os *insiders* primários, pois, presume que esses indivíduos, em razão de terem uma relação fiduciária com a companhia, efetivamente possuem acesso direto a toda informação privilegiada ainda não divulgada ao mercado.

É importante esclarecer, também, que essa presunção, assim como as demais, é relativa e, com isso, poderá ser afastada em vista das particularidades de cada caso concreto¹⁴⁰, ou seja, admite prova em contrário.

Nesse sentido, tal presunção atribuiu aos acusados o ônus de provar que: (a) não tiveram acesso à informação relevantes; (b) caso tenham tido acesso, a negociação não foi realizada com base na informação; e (c) a operação não foi realizada com a finalidade de auferir lucros ou reduzir perdas, ou seja, auferir vantagem.

Nas lições de Marcelo Trindade:

O meio hábil de apurar a motivação, nesse tipo de atividade, consiste na prova da finalidade da conduta do agente; mas a regulamentação da CVM, ciente da dificuldade de provar de maneira definitiva tal motivação de auferir vantagem, inverteu o ônus da prova em certas situações de atuação de *insiders* primários ou equiparados, através da criação de presunções.¹⁴¹

¹³⁹ “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;”

¹⁴⁰ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Relatório de Audiência Pública SDM 06/20 – Processo CVM SEI nº 19957.007901/2016-27 de 23/08/2021**, p. 12.

¹⁴¹ TRINDADE, Marcelo F. **Vedações à negociação de valores mobiliários por norma regulamentar: interpretação e legalidade**. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von (Coord.). *Temas de direito societário e empresarial contemporâneos*. São Paulo: Malheiros, 2011. pp. 462-463.).

Do mesmo modo, Francisco Müssnich assevera que "Vigora em relação aos insiders primários uma presunção de que efetivamente detinham as informações privilegiadas, pelo fato de terem uma relação fiduciária, ainda que temporária, com a companhia e de já possuírem acesso direto à informação".¹⁴²

Nesse contexto, é imprescindível mencionar que parte da doutrina entende que com essa presunção a necessidade de se haver prova do acesso se esvai, além de não ser possível alcançar a conclusão de que quem ocupa os cargos e posições descritos no inciso II, do § 1º, do Art. 13 da Resolução, realmente tenha tido acesso à informação relevante não divulgada. Uma vez que, na prática, as companhias, na existência de uma informação relevante, restringem ao máximo o conhecimento e disseminação desta informação entre as pessoas da companhia, inclusive integrantes de órgãos societários, dessa forma, torna-se difícil afirmar que, necessariamente, os administradores e conselheiros tenham tido conhecimento de informações relevantes e menos ainda ao mesmo tempo¹⁴³.

Ato contínuo, em consonância com o disposto no inciso III, do § 1º, do Art. 13 da Resolução, a presunção de acesso à informação relevante ainda não divulgada ao mercado também alcança aqueles que tenham relação comercial, profissional ou de confiança com a companhia – potenciais *insiders* secundários – presumindo-se que estes, ao possuírem a informação relevante não divulgada, saberiam que se trata de informação privilegiada.

Todavia, observa-se que com relação a esses potenciais *insiders* secundários, na medida em que eles não necessariamente 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 ela tem sobre a companhia¹⁴⁴, tal presunção não seria tão adequada, na medida em que possibilita o ensejo de uma condenação sem a presença indícios múltiplos, veementes, convergentes e graves, que autorizam uma conclusão robusta e

¹⁴²MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. op. cit. p. 109.

¹⁴³ BRASIL. 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.

¹⁴⁴ BRASIL. 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.

fundada acerca do fato¹⁴⁵, atribuindo a terceiros que, muitas das vezes sequer acompanham o desenvolvimento e os desdobramentos do fato a que a informação relevante se refere¹⁴⁶, um ônus probatório imoderado.

Nessa linha, em virtude da jurisprudência do Colegiado da CVM¹⁴⁷ permitir que ocorra a caracterização do uso indevido de informação privilegiada sem que se demonstre a forma por meio da qual se obteve a informação relevante, ou que sequer identifique a fonte da informação, inclusive em caso de *insiders* secundários, ao se cumular tal precedente com a presunção de acesso à informação disposta no inciso III, ter-se-ia a possibilidade de ocorrer uma condenação sem a necessidade de produção de provas pela acusação do acesso à informação e da respectiva fonte na empresa, ferindo o princípio da presunção do *in dubio pro reo*, elencado no Art. 386, inciso II, do Código de Processo Penal¹⁴⁸.

5.2.2 A presunção de relevância

Conforme disposto nos incisos V e VI, do § 1º, do Art. 13 da Resolução¹⁴⁹, presumem-se relevantes as informações relacionadas a: (a) operações de reorganização societária e combinação de negócios (cisão, fusão, transformação); (b)

¹⁴⁵ Voto do então Diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos no PAS 22/94, Julgado em 15.04.2004. Rio de Janeiro: CVM, 2004.

¹⁴⁶ BRASIL. 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.

¹⁴⁷ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador CVM nº 24/2005**. Diretor-Relator Sergio Wegueli. Julgado em 7 de outubro de 2008. Rio de Janeiro: CVM, 2008. VOTO: “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”.

¹⁴⁸ Art. 386. O juiz absolverá o réu, mencionando a causa na parte dispositiva, desde que reconheça: (...)VII – não existir prova suficiente para a condenação.

¹⁴⁹ V – são relevantes, a partir do momento em que iniciados estudos ou análises relativos à matéria, as informações acerca de operações de incorporação, cisão total ou parcial, fusão, transformação, ou qualquer forma de reorganização societária ou combinação de negócios, mudança no controle da companhia, inclusive por meio de celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas, decisão de promover o cancelamento de registro da companhia aberta ou mudança do ambiente ou segmento de negociação das ações de sua emissão; e VI – são relevantes as informações acerca de pedido de recuperação judicial ou extrajudicial e de falência efetuados pela própria companhia, a partir do momento em que iniciados estudos ou análises relativos a tal pedido.

alteração do controle acionário; (c) decisão de cancelar o registro da companhia aberta ou de alterar o ambiente ou o segmento de negociação de ações de sua emissão; e (d) pedido de recuperação judicial ou extrajudicial e de falência efetuados pela própria companhia. Tal relevância é presumida a partir do momento em que são iniciados estudos ou análises relativos às matérias ou ao pedido.

Verifica-se que existe uma certa problemática em relação a essa presunção, uma vez que nem sempre toda operação de incorporação, cisão total ou parcial, fusão, transformação, ou qualquer forma de reorganização societária ou combinação de negócios são realmente relevantes, haja vista as reorganizações internas, como, por exemplo, a incorporação de uma subsidiária integral¹⁵⁰.

Outrossim, um grande desafio que o texto legislativo também suscitou se refere ao momento em que são iniciados estudos ou análises relativos às matérias. Uma vez que a companhia pode iniciar o estudo ou análise de projetos, todavia, por conta de uma série de *downsides*¹⁵¹ observadas, o projeto acaba por não se desenvolver. Com isso, se a companhia tivesse divulgado algum fato relevante sobre esse projeto imaturo, pode ser que ela se prejudicasse frente ao mercado.

Por outro lado, também existe a possibilidade de o projeto chegar a se desenvolver, entretanto, após ser desenvolvido, ele não necessariamente vai se enquadrar nas definições de fato relevante positivadas no texto legislativo da Resolução CVM nº 44/21, o que faz com que a presunção de relevância não seja aplicável naquele caso concreto.

Assim, caso o fato relevante tenha sido divulgado no momento do início dos estudos ou análises relativos ao projeto, a companhia teria realizado a divulgação de um fato que não é relevante, podendo prejudicar o seu próprio negócio e também seus investidores.

¹⁵⁰ BRASIL. 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. 2020.

¹⁵¹ Este é um termo comum utilizado na prática do mercado e faz referência as desvantagens que um projeto apresenta.

Ademais, como o dispositivo atribui, de forma vaga, a obrigatoriedade de se divulgar o fato relevante, a partir do momento em que se iniciam os estudos ou análises, faz sentido prestar atenção para o quesito da materialidade da prática do *insider trading*, ou seja, deve-se pautar no quesito da assimetria informacional e questionar se aqueles estudos, análises, naquele momento, possuem capacidade de influenciar o investidor médio a alterar a sua decisão de investimento, em caso negativo, não parece fazer muito sentido ter que divulgar esse estudo ou análise como um fato relevante.

Nas lições do voto do Diretor-relator Alexandre Costa Rangel, no Processo Administrativo Sancionador CVM nº 19957.007486/2018-73:

A relevância e a confiabilidade da informação são elementos fundamentais no contexto da regulação do mercado de valores mobiliários e dos arranjos regulatórios aplicáveis. Todavia, é importante notar que tais conceitos de relevância e confiabilidade não se confundem. Uma informação pode, perfeitamente, ser relevante, ainda que não ostente um grau de confiabilidade elevado ou ainda que pendente alguma questão formal complementar. Uma informação ainda não definitiva – que, por exemplo, não conte com determinado relatório de revisão exigido pelas normas aplicáveis, como poderia ser o caso, eventualmente, de uma prévia dos resultados financeiros, ou até mesmo aquela informação que porventura venha a posteriormente revelar-se falsa – é apta a afetar a cotação dos valores mobiliários e a decisão de investimento do público em geral.¹⁵²

Dessa forma, observa-se que em virtude da dificuldade em se definir qual será o momento correto para divulgar o fato, ou de se definir a necessidade de se realizar a divulgação, a presunção de relevância deve ser aplicada com bastante cautela, pois, caso seja aplicada de forma equivocada pode gerar uma insegurança jurídica para as companhias, seus administrados e com aqueles com quem a companhia inicia qualquer análise ou estudo acerca de um projeto ou operação.

5.2.3 A presunção de uso

Instituída no inciso I, do § 1º, do Art. 13 da Resolução, presume se o aproveitamento da informação privilegiada nas negociações realizadas pelas seguintes pessoas: (a) pessoas que, ao tempo da operação, dispunham de informação relevante

¹⁵² BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador CVM nº 19957.007486/2018-7**. Diretor-Relator Alexandre Costa Rangel. Julgado em 11.05.2021. Rio de Janeiro: CVM, 2021.

ainda não divulgada pela companhia; e (b) o administrador (diretor ou conselheiro de administração) que se afasta da companhia dispondo de informação e a utiliza em um período inferior há 3 meses após a sua saída¹⁵³.

Inicialmente, cumpre mencionar que a presunção de uso utilizada em conjunto com outros indícios, devidamente comprovados, não aparenta ser indevida, visto que, é demasiadamente difícil de se comprovar que o agente, ao operar embasado em informação relevante ainda não divulgada ao mercado com intuito de auferir vantagem, estava de posse da informação. Diante disso, faz-se necessário o uso da presunção para se chegar a uma condenação.

Conforme exposto pelo Diretor-relator Alexandre Costa Rangel, no Processo Administrativo Sancionador CVM nº 19957.007486/2018-73:

Diante da gravidade da conduta, de questões intrínsecas à comprovação da intenção dos agentes envolvidos e outros fatores, o entendimento ao qual me filio – já consolidado na Autarquia – compreende que o art. 13 da Instrução CVM nº 358/2002 optou pela utilização do regime de presunções.¹⁵⁴

Com efeito, nos termos do inciso II, § 2º, da Resolução, é permitido, se for o caso, da utilização das presunções de forma combinada, ou seja, a de uso, a de acesso e a de relevância. Todavia, ao se liberar tal cumulação observa-se que a CVM deu ensejo a possibilidade de ser situações em que os acusados possam ser condenados sem a necessária produção de provas robustas, mesmo indiciárias, por parte da acusação, o que vai de encontro com o entendimento já consolidado da autarquia¹⁵⁵.

As presunções, inclusive a de uso, têm natureza meramente relativa – *ius tantum* - e configuram um julgamento prévio da questão, que, por sua vez, obriga a inversão do ônus da prova para o acusado. Dessa forma, ao positivar a cumulação das

¹⁵³ Nas palavras do Barbosa Mussnich e Aragão Advogados no relatório “*Hoje em dia é pouco provável que uma informação relevante ainda não divulgada, depois de 3 meses, continue sendo uma informação privilegiada.*”

¹⁵⁴BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador CVM nº 19957.007486/2018-7**. Diretor-Relator Alexandre Costa Rangel. Julgado em 11.05.2021. Rio de Janeiro: CVM, 2021.

¹⁵⁵ (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.

presunções, a CVM estaria criando uma inversão do ônus da prova para quase todos os casos¹⁵⁶.

Tal possibilidade se mostra problemática, visto que, no processo penal, as presunções indiciárias não podem ser utilizadas como conteúdo probatório e, tampouco, servir como base para uma condenação, tendo em vista que as presunções são mero juízos de dedução, ou seja, uma etapa do processo de valoração das provas, e não a prova em si¹⁵⁷.

Nesse sentido, é imprescindível mencionar que existindo a possibilidade de ser condenar com base somente nas presunções, mesmo que relativas, o ônus probatório recai quase que por inteiro ao acusado, o que pode tornar praticamente inviável sua defesa¹⁵⁸. Aduz-se, ainda, que essa inversão do ônus probatório poderia atribuir ao acusado a obrigação de se elaborar uma prova diabólica, ou seja, uma prova excessivamente difícil ou impossível de ser produzida, o que, no ordenamento jurídico brasileiro não é admitido¹⁵⁹.

Ademais, insta-se pontuar que, conforme já pacificado pelo ordenamento jurídico brasileiro¹⁶⁰ e pela jurisprudência da CVM¹⁶¹, o ônus de se demonstrar a autoria e a materialidade da conduta é do acusador. Assim a inversão do ônus probatório se torna um grande desafio a ser enfrentado, pois, não está na competência de o incriminado comprovar que uma conduta que o acusador alegou genericamente ter ocorrido não aconteceu¹⁶².

¹⁵⁶ BRASIL. 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**. Prazo 13 de nov. 2020.

¹⁵⁷ MOREIRA, 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.

¹⁵⁸ BRASIL. 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**. Prazo 13 de nov. 2020.

¹⁵⁹ *Art. 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.*

¹⁶⁰ *Ibid.*

¹⁶¹ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador CVM nº 04/2004**. Diretor-Relator Marcelo Fernandez Trindade. Julgado em 28.06.2006. Rio de Janeiro: CVM, 2006.

¹⁶² (...) 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

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Como foi possível observar, o uso indevido de informação privilegiada trata-se de um dos ilícitos com maior potencial danoso ao mercado de capitais, uma vez que abala a higidez do mercado, colocando em dúvida a sua credibilidade e confiança dos investidores. Assim, faz-se necessário a atuação rígida e incisiva da CVM e do Poder Judiciário na repressão contra essa prática.

Com efeito, após análise do aparato doutrinário, legislativo e jurisprudencial sobre a temática do uso indevido de informação privilegiada, foi possível constatar que para tal atuação, as provas indiciárias e as presunções são os meios de prova utilizados pelos diretores da CVM para embasar as suas decisões proferidas nos julgamentos que tratam do ilícito de *insider trading*.

No entanto, embora as provas indiciárias e as presunções sejam consideradas como meios de prova válidos para se alcançar uma condenação ou absolvição, ambos os institutos devem ser utilizados com bastante cautela, dado que se baseiam em um grau de probabilidade. Nesse sentido, conforme expõe Müssnich, deve-se ficar atento a necessidade da acusação se pautar em um conjunto de provas – ainda que apenas indiciário – robusto¹⁶³.

Adicionalmente, conforme verificado no decorrer do trabalho, em virtude da escassez da existência da prova direta¹⁶⁴ nos ilícitos de *insider trading*, a CVM cada vez mais segue fazendo uso da aplicação das provas indiciárias e das presunções, o que dá ensejo a constante inversão do ônus da prova nos processos, além da possível atribuição ao acusado de ter que realizar a prova diabólica, prática vedada pela legislação brasileira.

¹⁶³ MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. op. cit., p. 103.

¹⁶⁴ PARENTE, Norma. **Aspectos Jurídicos do “Insider Trading”**. CVM. Superintendência Jurídica, junho de 1978. p. 10 “No “*insider trading*”, onde se verifica uma omissão dolosa, o convencimento do juiz, na maior parte das vezes, será feito com base em indícios, que terão como consequência presunções, ou talvez até mesmo através de normas da experiência comum, subministradas pela observação do que ordinariamente acontece (prova baseada na experiência – denominada prova “*prima facie*”).

Dessa forma, é imprescindível destacar que apesar da CVM afirmar, no âmbito da audiência pública nº 06/20, que o uso das presunções se dará dentro de parâmetros de razoabilidade e à luz dos princípios do direito administrativo sancionador¹⁶⁵, os participantes do mercado, *lato sensu*, devem seguir fiscalizando essa atuação, pois, caso essa atuação passe a ocorrer fora desses limites, as condenações pela prática poderão estar ferindo as garantias constitucionais do contraditório, do devido processo legal e do *in dubio pro reo*, transformando-se em um verdadeiro processo kafkiano¹⁶⁶.

¹⁶⁵ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Relatório de Audiência Pública SDM 06/20 – Processo CVM SEI nº 19957.007901/2016-27 de 23/08/2021**, p. 5.

¹⁶⁶ KAFKA, F. **O processo**. Editora Abril Cultural, 1982.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ANBIMA, Mercado de capitais encerra 2021 com R\$ 596 bilhões em captações. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais/mercado-de-capitais-encerra-2021-com-r-596-bilhoes-em-captacoes.htm. Acesso em: 30 nov. 2022.

ANBIMA, Emissões no mercado de capitais alcançam R\$ 444 bilhões em 2022 s. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais/emissoes-no-mercado-de-capitais-alcancam-r-444-0-bi-em-2022.htm. Acesso em: 30 nov. 2022.

ALVAREZ, Alejandro Bugallo, **A Comissão de Valores Mobiliários, instância reguladora independente?**, Revista Direito, Estado e Sociedade n.º 3, Rio de Janeiro, 1993.

ASSAF, Alexandre. **Mercado Financeiro**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2006.

ATKIS, Paul S. ***Speech by SEC Commissioner: Remarks before the Securities Traders Association.*** Disponível em: <https://www.sec.gov/news/speech/spch100704psa.htm>. Acesso em 07 nov. 2022.

BARROSO, Luís Roberto, **Temas de Direito Constitucional – Tomo II**, Agências reguladoras. Constituição, Transformações do Estado e legitimidade democrática, 2003.

BORBA, José Edwaldo Tavares. **Comentários à lei de sociedades anônimas**, volume 3 / Modesto Carvalhosa. – 6. ed. rev. e atual. – São Paulo : Saraiva, 2014. p. 414.

BRANDEIS, Louis D. ***Other People's Money.*** Disponível em <https://louisville.edu/law/library/special-collections/the-louis-d.-brandeis-collection/other-peoples-money-by-louis-d.-brandeis>. Acesso em 07 nov. de 2022.

BRASIL. **Decreto-Lei nº 3.689, de 3 de outubro de 1941**. Disciplina o processo penal brasileiro. Brasília, DF: Presidência da República. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/del3689.htm. Acesso em: 15 nov. 2022.

BRASIL. **Lei nº 4.728/65, de 14 de julho de 1965**. Disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento. Brasília, DF: Presidência da República. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l4728.htm. Acesso em: 05 nov. 2022.

BRASIL. **Lei nº 7.942/86, de 16 de junho de 1986**. Dispõe sobre os Define os crimes contra o sistema financeiro nacional. Brasília, DF: Presidência da República. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l7492.htm. Acesso em: 05 nov. 2022.

BRASIL. **Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Brasília, DF: Presidência da República. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm. Acesso em: 05 nov. 2022.

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: 05 nov. 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Resolução CVM nº 45/21**. o rito dos procedimentos relativos à atuação sancionadora no âmbito da Comissão de Valores Mobiliário [...]. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/resolucoes/anexos/001/resol045consolid.pdf>. Acesso em: 08 nov. 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Resolução CVM nº 44/21**. Dispõe sobre a divulgação de informações sobre ato ou fato relevante [...]. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol044.html>. Acesso em: 08 nov.

2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Audiência Pública SDM 06/20 – **Processo CVM SEI nº 19957.007901/2016-27**. Relatório de Análise. Disponível em https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2020/sdm0620_relatorio.pdf. Acesso em: 12 de nov. 2022.

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

BRASIL. 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.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Extrato da Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 26/2010**. Diretor-relator Gustavo Borba. Julgado em 27.11.2018. Rio de Janeiro: CVM, 2018 Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2018/PAS_262010COMPLETO.pdf. Acesso em: 07 nov. 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Extrato da Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 2015/2666**. Diretor-relator Roberto Tadeu Antunes Fernandes. Julgado em 13.09.2016. Rio de Janeiro: CVM, 2016. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2016/20160913_PAS_RJ20152666.pdf. Acesso em: 07 nov. 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Extrato da Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 2013/8609**. Diretor-relator Henrique Balduino Machado Moreira. Julgado em 12.07.2018. Rio de Janeiro: CVM, 2018. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt>

br/assuntos/noticias/anexos/2018/20180712_PAS_19957_006128_2017_62_relatorio_e_voto_DHM.pdf-c854d79b2203454f8f1461404955b72a. Acesso em: 07 nov. 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Extrato da Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº SP2002/0564**. Diretor-relator Wladimir Castelo Branco. Julgado em 19.11.2003. Rio de Janeiro: CVM, 2003. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2003/20031119_PAS_SP20020564.pdf. Acesso em: 07 nov. 2022.

BRASIL. **Extrato da Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 25/2010**. Diretor-relator Henrique Balduino Machado Moreira. Julgado em 04.07.2017. Rio de Janeiro: CVM, 2017. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2017/25_2010.pdf. Acesso em: 12 nov.2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Extrato da Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM Nº 13/05**. Diretor-relator Otavio Yazbek. Julgado em 25.07.2012. Rio de Janeiro: CVM, 2012. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2012/20120625_PAS_1305.pdf. Acesso em 12 nov. 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo administrativo Sancionador CVM 13/2000** – Rio de Janeiro. Relatora: Marcelo F. Trindade. Julgado em 17 de abril de 2002. Rio de Janeiro: CVM, 2002. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2002/20020417_PAS_1300.pdf. Acesso em: 03 nov. 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador CVM n.º 06/2003**. Diretora-relatora Norma Jonssen Parente. J. Julgado em 14.09.2005. Rio de Janeiro: CVM, 2005. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2005/20050914_PAS_CVM0603.pdf. Acesso em: 07 nov. 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador CVM n.º 2014/10290**. Diretor-Relator Henrique Balduino Machado Moreira. J. em: Julgado em 13.06.2017. Rio de Janeiro: CVM, 2017. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2017/RJ201410290_UNICASA2.pdf. Acesso em: 07 nov. 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo administrativo Sancionador CVM Nº RJ2013/13172**. Diretor-Relator Henrique Balduino Machado Moreira. Julgado em 25 de abril de 2017. Rio de Janeiro: CVM, 2017. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2017/RJ201313172_OSX_Brasil.pdf. Acesso em: 03 nov. 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ 2011/3665**. Diretora-Relatora Luciana Dias: Caso Aços Villares. Julgado em 03.04.2012. Rio de Janeiro: CVM, 2012. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/2012/20120403_RJ20113665.html. Acesso em: 07 nov. 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processos Administrativos Sancionadores CVM n.º RJ 13/2009**. Diretora-Relatora Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana. Julgado em 13.12.2011. Rio de Janeiro: CVM, 2011. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2011/20111213_PAS_1309.pdf. Acesso em 12 nov. 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador CVM nº 05/2014**. Diretor-relator Henrique Machado. Julgado em 01.12.2020. Rio de Janeiro: CVM, 2020. Disponível em: https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/anexos/2020/20201201_PAS_CVM_SEI_19957_011659_2019_39_voto_diretor_henrique_machado.pdf-45f1ac8df8b74158a40cc990fe6b5fcb. = Acesso em 12 nov. 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador CVM nº 24/2000**. Diretor-Relator Wladimir Castelo Branco Castro. Julgado em

18.08.2005. Rio de Janeiro: CVM, 2005. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2005/20050818_PAS_2400.pdf. Acesso em 12 nov. 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador CVM nº 24/2005**. Diretor-Relator Sergio Wegueli. Julgado em 7 de outubro de 2008. Rio de Janeiro: CVM, 2008. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2008/20081007_PAS_2405.pdf. Acesso em: 12 nov. 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador CVM nº 22/94**. Diretor-Relator Luiz Antonio de Sampaio Campos, Julgado em 15.04.2004. Rio de Janeiro: CVM, 2004. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2004/20040415_PAS_2294.pdf. Acesso em 12 nov. 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador CVM nº 04/2004**. Diretor-Relator Marcelo Fernandez Trindade. Julgado em 28.06.2006. Rio de Janeiro: CVM, 2006. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2006/20060628_PAS_0404.pdf. Acesso em: 12 nov. 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador CVM nº 19957.007486/2018-7**. Diretor-Relator Alexandre Costa Rangel. Julgado em 11.05.2021. Rio de Janeiro: CVM, 2021. Disponível em: https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/anexos/2021/20210511_PAS_CVM_SEI_19957_007486_2018_7_3_manifestacao_voto_presidente_marcelo_barbosa.pdf. Acesso em 13 nov. 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador CVM SEI nº 19957.003780/2017-25**. Diretor-Relator Henrique Machado. Julgado em 03.03.2020. Rio de Janeiro: CVM, 2020. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/noticias/anexos/2020/20200303_PAS_C

VM_19957_003780_2017_25_voto_diretor_henrique_machado.pdf. Acesso em 12 nov. 2022.

BRASIL. Supremo Tribunal Federal (STF). Ação Penal: 470 Minas Gerais, Relator: Ministro Roberto Barroso. Data de Julgamento: 10.02.2015. Data de Publicação: DJe-032 Divulgação: 18.02.2015; Publicação: 19/02/2015.

BRASIL, Lourenço B. B. F. G. **INSIDER TRADING: A DISCUSSÃO PROBATÓRIA E O NOVO REGIME DE PRESUNÇÕES TRAZIDO PELA RESOLUÇÃO CVM Nº 44/2021**, 2021. 92 f. Dissertação (Graduação em Direito). Universidade Federal do Rio Grande do Sul.

BRENNER, Guilherme L. **O objeto de tutela penal no delito de insider trading. Uma análise crítica a partir da dogmática penal contemporânea**. Revista Brasileira de Ciências Criminais. São Paulo, v.19, n. 90, Maio/junho 2011.

BRUNI, ADRIANO et alii. **Eficiência, Previsibilidade dos Preços e Anomalias em Mercado de Capitais: Teoria e Evidências**. Caderno de Pesquisas em Administração, Vol. 1, Nº 7, São Paulo, 2º Trim./98.

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

CAPEZ, Fernando. **Curso de Processo Penal**. 13 ed. rev. e atual. Saraiva. São Paulo, 2006.

CARVALHO, F. J. C. D. *et al.* **Economia Monetária e Financeira: Teoria e Política**. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

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

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

CHEDIAK., Julian Fonseca Peña. **A Reforma do Mercado de Valores Mobiliários**. In: LOBO, Jorge (org.). **A Reforma da lei de Sociedades Anônimas: inovações e questões controvertidas da Lei nº 10.303, de 31.10.2001**. Rio de Janeiro: Forense, 2002.

Companies Act 1980. pp. 79-86. Disponível em: <https://www.legislation.gov.uk/ukpga/1980/22/contents/enacted>. Acesso em: 04 de nov. 2022.

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.

COMPARATO, Fábio Konder. **Direito Público: Estudos e Pareceres**. São Paulo: Saraiva, 1996.

Composição e segmentos do Sistema Financeiro Nacional. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/pre/composicao/composicao.asp?frame=1>. Acesso em 05 nov. 2022.

CORDEIRO, Luiz F. G. **Insider Trading e o Mercado de Capitais: tratamento legal, casos concretos e a ineficiência econômica de seu combate**, 2013. 225 f. Dissertação (Graduação em Direito). Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.
Criminal Justice Act 1993. Disponível em: <https://www.legislation.gov.uk/ukpga/1993/36/section/53>. Acesso em 03 dez. 2022.

CVM. **Direito do Mercado de Valores Mobiliários**. 1ª ed. Rio de Janeiro: CVM, 2017.

CVM. **Uso Indevido de Informação Privilegiada (insider trading)**. 1ª ed. Rio de Janeiro: CVM, 2016. Disponível em:

<https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/menu/atividades/CampanhaNaoAoInsiderTrading/CVM-Caderno-11.pdf>. Acesso em: 05 nov. 2022.

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

Directiva 89/592/CEE do Conselho, de 13 de Novembro de 1989, relativa à coordenação das regulamentações respeitantes às operações de iniciados. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/HTML/?uri=CELEX:31989L0592&from=PT>. Acesso em: 03 dez. 2022.

Directiva 2003/6/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 28 de Janeiro de 2003, relativa ao abuso de informação privilegiada e à manipulação de mercado (abuso de mercado). Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/HTML/?uri=CELEX:32003L0006&from=PT>. Acesso em: 04 nov. 2022.

DUBEUX, Julio Ramalho **A Comissão de Valores Mobiliários e os principais instrumentos regulatórios do mercado de capitais brasileiro**. Rio de Janeiro, 2015. 96 f. Dissertação (Mestrado em Direito). Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

EIZIRIK, Nelson. **A evolução recente da regulação do mercado de capitais nos Estados Unidos**. Revista Brasileira de Mercado de Capitais, Rio de Janeiro, n. 4, 1976.

EIZIRIK, Nelson Laks. **“Insider Trading” e Responsabilidade de Administrador de Companhia Aberta**. In BULGARELLI, Waldírio (Coordenação). Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro nº 50. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais. 1983.

EIZIRIK, Nelson Laks. **Lei das S/A comentada**. Quartier Latin, v. 2, São Paulo, 2011.

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 Laks. **Reforma das S.A. e do Mercado de Capitais**. 2ª ed. Rio de Janeiro, Renovar, 1998.

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, jan./abr. 1978.

ELTON, Edwin J.; GRUBER, Martin J., **Modern Portfolio Theory and Investment Analysis**, 5th ed. New York: John Wiley & Sons, Inc, 1995.

FAMA, Eugene F. **Efficient capital markets: a review of theory and empirical work**. *The Journal of finance*. New York: American Finance Association, v. 25, n. 2, 383-417, Cambridge, May 1970.

FIGUEIREDO, Bianca N. **Prova Indiciária na Responsabilização de Insider Trading nos Precedentes da Comissão de Valores Mobiliários**. 2017. 100 f. Dissertação (Graduação em Direito). Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

FILHO, Alfredo Lamy, *et al.*. **O Direito das Companhias**. 2. ed. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2017.

HAZEN, Thomas Lee, **The Law of Securities Regulation**, Third Edition, West Publishing Co., Saint Paul, Minn., 1996.

UMHOEFER, Alain Pietrancosta, C. A. **INSIDER TRADING LAW IN FRANCE**. *Columbia Journal of Transnational Law*, Vol. 30, 1992, Number 1, 89.

IOSCO (2010). **Objectives and Principles of Securities Regulation**. Disponível em https://www.iosco.org/about/?subsection=display_committee&cmtid=19&subSection1=principles. Acesso em: 05 nov. 2022.

IT, *Insider Trading-How Jurisdictions Regulate. Report of the Emerging Markets Committee of the international Organization of Securities Commissions*, March 2003.

JUNIOR, Nelson Nery Junior; NERY, Rosa Maria de Andrade: **Código e Processo Civil Comentado**, ed. RT, 16ª ed., SP, 2016.

KAFKA, F. **O processo**. Editora Abril Cultural, 1982

LOSS, Luis; SELIGMAN, Joel. *Fundamentals of Securities Regulation*. Aspen: Aspen Law & Business, 1998.

LOPES, Carlos F.; ANTUNES, Luanda P.; CARDOSO, Marcos A. **Financiamento de Longo Prazo: Mercado de Debêntures e Programa de Emissão do BNDESPAR**. Rio de Janeiro, Revista do BNDES, v. 14, n. 27, jun. 2007. Disponível em: https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/13438?&locale=pt_BR. Acesso em: 30 nov. 2022.

MALATESTA, Nicola Framarino dei. **A Lógica das Provas em Matéria Criminal**. São Paulo: Conan, 1995. Tradução da 3ª edição de 1912.

MENDONÇA, José Xavier Carvalho de. **Tratado de Direito Comercial Brasileiro**. 7. ed. Rio de Janeiro, Livraria Freitas Bastos. 6 v.

MÜSSNICH, 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, p. 31, 1979.

MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. **O Insider Trading no Direito Brasileiro**. Rio de Janeiro, 2015. 150 f. Dissertação (Mestrado em Direito). Fundação Getúlio Vargas do Rio de Janeiro.

MILANEZ, Bruno. **O que você precisa saber sobre insider trading**. Disponível em: <https://canalcienciascriminais.jusbrasil.com.br/artigos/305118512/o-que-voce-precisa-saber-sobre-insider-trading>. Acesso em 15 nov. 2022.

MIRABETE, Julio Fabbrini. **Processo Penal**. 4. Ed. São Paulo: Atlas, 1994.

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

NUSDEO, Fábio. **Curso de economia: Introdução ao Direito Econômico**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2001;

PARENTE, Norma. **Aspectos Jurídicos do “Insider Trading”**. CVM. Superintendência Jurídica, junho de 1978.

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

PASCHOALINI, Ana Paula et al. **Utilização de informação privilegiada: Insider trading**. Revista de Direito Empresarial, São Paulo, v. 4, p.159-193, jul. 2014, apud VASCONCELOS, Vinicius A. C. A Utilização de Informação Privilegiada no Mercado de Capitais (*Insider Trading*): O Tratamento Dado Pelo Ordenamento Jurídico Brasileiro. Florianópolis, 2018. 71 f. Dissertação (Graduação em Direito). Universidade do Sul de Santa Catarina.

PEIXOTO, Bruno Lanna; ARAÚJO, Marina. **A Responsabilidade Civil pela Desinformação aos Investidores no Mercado de Capitais: Uma Análise Teleológica à Luz do Direito Norte-Americano**. Publicado em: A Responsabilidade Civil da Empresa perante os Investidores. Contribuição à Modernização do Mercado de Capitais, organizado por Luiz Gastão Paes de Barros, Modesto Carvalhosa e Arnaldo Wald, Editora Quartier Latin, São Paulo, 2018.

PEDRO, Leticia Dalberto. **Eficiência Informacional no Mercado de Ações Brasileiro: Um Estudo De Evento Sobre A Divulgação De Resultados Trimestrais de 2015 A 2019**. Porto Alegre, 2020.

PROENÇA, José Marcelo Martins. **Insider Trading**. – São Paulo, Quartier Latin, 2005.

RANGEL, Paulo. **Direito Processual Penal**. 12ª edição. Rio de Janeiro: Editora Lumen Juris, 2007.

ROCCA, Carlos A. “**Mercado de Capitais Eficiente: Condição para o Crescimento Sustentado**”, XVI Fórum Nacional de Economia do Conhecimento, Crescimento Sustentado e Inclusão Social. Rio de Janeiro, mai. de 2000.

Referencial Teórico: Eficiência do Mercado. Disponível em: https://www.maxwell.vrac.puc-rio.br/8264/8264_4.PDF. Acesso em: 06 nov. 2022.

Regulação x Autorregulação. Disponível em: https://www.investidor.gov.br/menu/Menu_Investidor/a_cvm/Regulacao_Autorregulacao.html. Acesso em 05 nov. 2022.

SANTOS, Eliza Ferreira dos. **Os direitos essenciais do acionista**. Revista de Ciência Política, v. 30, n. 3, 1987.

SANTOS, Moacyr Amaral. **Prova judiciária no Cível e no Comercial**. São Paulo: Saraiva, . v. 1., 1952.

SEC. **Fair To All People: The SEC and the Regulation of Insider Trading**. Disponível em: <https://www.congress.gov/bill/98th-congress/house-bill/559#:~:text=Insider%20Trading%20Sanctions%20Act%20of%201984%20%2D%20Amends%20the%20Securities%20Exchange,action%20requiring%20the%20violator%2C%20or>. Acesso em: 03 dez. 2022.

SOUTO, Marcos Juruena Villela. **Direito Administrativo Regulatório**. 2ª ed., Lumen Juris, 2005.

SZTAJN, Rachel. **Conceito de liquidez na disciplina do mercado de valores mobiliários.** Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo, v. 41, n. 126, abr/jun 2002, p. 29.

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

TEIXEIRA, Natermes Guimarães. **Origem Do Sistema Multibancário Brasileiro: das reformas dos anos 60 à crise dos anos 80.** São Paulo: Unicamp, 2000.