

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO - UFRJ CENTRO DE CIÊNCIAS
JURÍDICAS E ECONÔMICAS - CCJE
FACULDADE NACIONAL DE DIREITO - FND

BEATRIZ DA SILVA PAZ

A APLICABILIDADE DO *INSIDER TRADING* À LUZ DA RESPONSABILIDADE E
DOS DEVERES DE ADMINISTRADORES EM COMPANHIAS ABERTAS NO
BRASIL

RIO DE JANEIRO

2023

BEATRIZ DA SILVA PAZ

A APLICABILIDADE DO *INSIDER TRADING* À LUZ DA RESPONSABILIDADE E
DOS DEVERES DE ADMINISTRADORES EM COMPANHIAS ABERTAS NO
BRASIL

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 da Professora Dra. Kone Cesário.

RIO DE JANEIRO

2023

CIP - Catalogação na Publicação

P348a Paz, Beatriz da Silva
A APLICABILIDADE DO INSIDER TRADING À LUZ DA
RESPONSABILIDADE E DOS DEVERES DE ADMINISTRADORES
EM COMPANHIAS ABERTAS NO BRASIL / Beatriz da Silva
Paz. -- Rio de Janeiro, 2023.
48 f.

Orientador: Kone Cesário.

Coorientador: Thalita Almeida.

Trabalho de conclusão de curso (graduação) -
Universidade Federal do Rio de Janeiro, Faculdade
Nacional de Direito, Bacharel em Direito, 2023.

1. A aplicabilidade do Insider Trading no
sistema legal brasileiro. 2. As responsabilidades e
os deveres dos administradores em companhias
abertas no Brasil. 3. Correntes doutrinárias do
Insider Trading e sua aplicabilidade no sistema
hodierno brasileiro. I. Cesário, Kone, orient. II.
Almeida, Thalita, coorient. III. Título.

Elaborado pelo Sistema de Geração Automática da UFRJ com os dados fornecidos
pelo(a) autor(a), sob a responsabilidade de Miguel Romeu Amorim Neto - CRB-7/6283.

BEATRIZ DA SILVA PAZ

A APLICABILIDADE DO *INSIDER TRADING* À LUZ DA RESPONSABILIDADE E
DOS DEVERES DE ADMINISTRADORES EM COMPANHIAS ABERTAS NO
BRASIL

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 da Professora Dra. Kone Cesário.

Data da Aprovação: 25 / 11 / 2023.

Banca Examinadora:

Kone Cesário – Orientadora

Thalita Almeida – Co-orientadora e Membro da Banca

Ricardo Mafra – Membro da Banca

Paz, Beatriz da Silva.

A aplicabilidade do *Insider Trading* à luz da Responsabilidade e dos Deveres de Administradores em Companhias Abertas no Brasil / Beatriz da Silva Paz. Orientadora: Kone Cesário – Rio de Janeiro: Universidade Federal do Rio de Janeiro, 2023.

Monografia (Graduação em Direito). Área de concentração: Direito Societário.

AGRADECIMENTOS

Aos meus pais, Danilo e Hosana, e irmã, Júlia, todos os agradecimentos do mundo não seriam suficientes. Me permitiram seguir meu sonho e concederam a possibilidade, ainda com saudade no coração, de voar longe de casa. Para isso, não há agradecimento suficiente.

À minha tia, Fernanda, por ter me acolhido na Cidade Maravilhosa e feito lar.

A todos os meus grandes amigos e demais pessoas que estiveram presentes durante todo esse percurso. Aos que trouxe de Fortaleza, agradeço por terem sido minha base e apoio durante todos os anos de curso. Aos que fiz no Rio de Janeiro, agradeço por terem tornado essa viagem inesquecível.

Agradeço, especialmente, à minha, então, co-orientadora, Thalita Almeida, por ter me dado a oportunidade de criar este trabalho e, principalmente, pelo apoio durante a trajetória. Agradeço imensamente também à digníssima orientadora Kone Cesário que, em conjunto com Thalita, me auxiliaram a buscar o aperfeiçoamento constante e ensinaram muito sobre a escrita.

RESUMO

Paz, Beatriz da Silva. A aplicabilidade do *Insider Trading* à luz da Responsabilidade e dos Deveres de Administradores em Companhias Abertas no Brasil / Beatriz da Silva Paz. Orientadora: Kone Cesário – Rio de Janeiro: Universidade Federal do Rio de Janeiro, 2023.

Este trabalho tem como primeiro objetivo promover uma análise da responsabilidade dos administradores de companhias abertas à luz da prática do *insider trading*, considerando as vertentes a favor e contra a proibição da referida prática, visando identificar qual dessas faz sentido a aplicação na realidade legislativa e regulatória brasileira hodierna relativa aos deveres e responsabilidades dos administradores de companhias abertas. Além disso, esta monografia analisa os deveres e fiduciários a serem observados pelos administradores de sociedades anônimas, bem como as vedações à atuação dos administradores nas companhias no país. Ademais, esta monografia também analisa as normas de combate à negociação com base em informações privilegiadas, compilando, em um corpo único, as principais discussões doutrinárias sobre o tema, bem como as discussões relacionadas ao princípio do *full disclosure*, que norteia a regulação do mercado de capitais e sua correlação com a vedação do *insider trading*.

Palavras Chave: Direito Societário – Mercado de Capitais – Mercado de Valores Mobiliários – Comissão de Valores Mobiliários – Eficiência – Credibilidade – Investidor – Companhia Aberta – Deveres Fiduciários – Deveres e Responsabilidades dos Administradores – Informação Privilegiada – *Insider Trading* – Uso indevido de informações privilegiadas.

ABSTRACT

Paz, Beatriz da Silva. The applicability of Insider Trading in the light of the Responsibility and Duties of Officers in Corporations in Brazil / Beatriz da Silva Paz. Advisor: Kone Cesário - Rio de Janeiro: Federal University of Rio de Janeiro, 2023.

The first objective of this work is to analyze the liability of directors and officers of publicly traded companies in light of the practice of insider trading, taking into account the views in favor of and against the prohibition of this practice, with the aim of identifying which of these makes sense to apply in the current Brazilian legislative and regulatory reality regarding the duties and responsibilities of directors and officers of publicly traded companies. In addition, this monograph analyzes the fiduciary duties to be observed by the directors of public companies, as well as the prohibitions on the actions of directors in Brazilian companies. In addition, this monograph also analyzes the rules to combat insider trading, compiling in a single body the main doctrinal discussions on the subject, as well as the discussions related to the principle of full disclosure, which guides the regulation of the capital market and its correlation with the prohibition of insider trading.

Keywords: Corporate Law - Capital Markets - Securities Market - Securities and Exchange Commission - Efficiency - Credibility - Investor - Publicly-held Company - Fiduciary Duties - Duties and Responsibilities of Managers - Inside Information - Insider Trading - Misuse of Inside Information.

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO.....	9
2. DEVERES E RESPONSABILIDADE DOS ADMINISTRADORES.....	12
2.1 Deveres dos Administradores.....	12
2.1.1 Dever de Diligência.....	13
2.1.2 Dever de Informar.....	13
2.1.3 Dever de Lealdade.....	15
2.2 Divulgação de Fatos e Informações Relevantes.....	16
2.2.1 Exceções à Regra.....	17
2.3 Responsabilidade dos Administradores.....	19
3. <i>INSIDER TRADING</i> E SUAS CORRENTES DOUTRINÁRIAS.....	22
3.1 Pró-Insiders.....	24
3.1.1 Escola de Manne.....	25
3.1.1.1 Conceito Geral.....	25
3.1.1.2 A eficiência do Mercado de Capitais e o Princípio <i>Full Disclosure</i>	27
3.1.2 Hipótese de Mercados Eficientes.....	29
3.2 Contra-Insiders.....	31
3.2.1 A ética e a regulação.....	31
3.2.2 Os limites do Princípio do <i>Full Disclosure</i>	34
4. EQUILÍBRIO DO DESEQUILÍBRIO.....	36
4.1 Teoria do "Equilíbrio do Desequilíbrio", de Grossman and Stiglitz.....	36
4.2 Estudo de caso: <i>SEC vs. Texas Gulf Sulphur Company</i>	39
5. CONCLUSÃO.....	41
6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICA.....	44

1. INTRODUÇÃO

O presente trabalho trata da análise da responsabilidade dos administradores de companhias abertas à luz da prática do *insider trading*, considerando o princípio do *full disclosure*, que norteia a regulação do mercado de capitais e sua correlação com a vedação do *insider trading*, bem como considerando as posições das correntes pró e contra a proibição do *insider trading*, visando identificar qual dessas faz sentido a aplicação na realidade legislativa e regulatória brasileira hodierna relativa aos deveres e responsabilidades dos administradores de companhias abertas.

A importância desse tema se destaca na promulgação da Lei 10.303, de 2001, que introduziu alterações na Lei das Sociedades Anônimas com o intuito de fortalecer a credibilidade e a transparência no mercado de capitais brasileiro. Dentro desse contexto, é fundamental examinar os deveres e responsabilidades dos administradores das empresas de capital aberto no país, uma vez que cabe a eles o papel crucial de conduzir ações que estejam alinhadas com os objetivos econômicos e sociais para os quais a sociedade foi estabelecida.

A proposta central da presente monografia é analisar as posições das correntes pró e contra a proibição do *insider trading* e seus fundamentos, considerando o Princípio do *Full Disclosure* e a hipótese de mercados eficientes, bem como analisar os limites e extensões das responsabilidades e deveres fiduciários dos administradores em companhias abertas, a fim de identificar qual corrente que mais se adequa à realidade regulatória brasileira, relativa aos deveres e responsabilidades dos administradores de companhias abertas no Brasil.

Para este trabalho, foi adotado o método dedutivo, a partir de pesquisas bibliográficas e documentais.

O presente capítulo – Capítulo 1 – traz a introdução geral do trabalho, com a apresentação do tema, indicação de sua relevância, objetivo, método de pesquisa, bem como resumo dos capítulos e conclusão, com resultado da pesquisa.

O Capítulo 2 discorre sobre os deveres dos administradores em companhias abertas no Brasil, sendo dedicado a analisar também a definição de informações e fatos relevantes, bem como a regulação brasileira da Comissão de Valores Mobiliários relativa à divulgação destas informações, ao critério para divulgação e às exceções aplicáveis no caso concreto, definidas pela autoridade reguladora. Neste capítulo também será oferecido o conceito de responsabilidade dos administradores na qualidade de membros estatutários das companhias abertas no Brasil.

O Capítulo 3, por sua vez, trará o conceito de *insider trading* e de informação e fato relevante à luz das principais normas reguladoras da Comissão de Valores Mobiliários, bem como trará os conceitos relacionados às considerações já consolidadas quanto à prática do *insider trading* no mercado mobiliário. Além disso, este capítulo será dedicado a estudar as principais discussões doutrinárias sobre o *insider trading*, incluindo as correntes de pensamento dos *Pró-Insiders* e dos *Contra-Insiders*, trazendo para análise a eficiência do Mercado de Capitais (com a Hipótese de Mercados Eficientes) e o princípio *Full Disclosure* e seus limites.

O Capítulo 4, por sua vez, analisará a Teoria do "Equilíbrio do Desequilíbrio", de Grossman e Stiglitz, que faz referência a impossibilidade de os preços nos mercados de capitais serem eficientes, conforme exige a Teoria Clássica das Finanças. Além disso, o referido capítulo trará como estudo de caso o Texas Gulf Sulphur ("IGS") vs. SEC, marco notável no âmbito do direito de valores mobiliários nos Estados Unidos, traçando um paralelo entre tais fatores e a regulação do *insider trading*.

Por fim, o Capítulo 5 traz a conclusão da presente pesquisa, em que foi possível observar que apesar da regulação brasileira criminalizadora da prática do *insider trading*, persistem controvérsias sobre seus impactos nos investidores e nas companhias no país. Enquanto há correntes que argumentam que o *insider trading* pode aprimorar a eficiência do mercado ao tornar mais informações disponíveis aos investidores, há outras correntes que destacam sua ilegalidade, conflitando com os deveres fiduciários dos administradores.

No entanto, após uma verificação preliminar das pesquisas bibliográficas e documentais analisadas, à luz do sistema hodierno de responsabilização dos administradores de companhias abertas do Brasil, entende-se que a prática do *insider trading* não seria viável no sentido legal, uma vez que a utilização de informações privilegiadas de modo a antecipar a divulgação destas no mercado, visando vantagem pessoal pela compra ou venda de valores mobiliários, seria contraditório de modo a divergir da legislação civil brasileira referente à responsabilidade civil, bem como de modo a divergir da regulação da CVM.

2. DEVERES E RESPONSABILIDADE DOS ADMINISTRADORES

2.1. Deveres dos Administradores

As Sociedades Anônimas atualmente, no Brasil, são estruturadas por órgãos administrativos, responsáveis pelo cumprimento das atividades da referida entidade e pela condução de seus negócios. Estes órgãos, denominados órgãos sociais da sociedade, se estruturam com finalidade e propósito específicos, sendo organizados, para as sociedades anônimas, como (a) a Assembleia Geral; (b) o Conselho de Administração; (c) o Conselho Fiscal; e (d) a Diretoria.

Os órgãos sociais, acima descritos, estão previstos nos Capítulos XI e XII da Lei nº 6.404, de 1976 ("Lei das Sociedades Anônimas" ou "LSA"), bem como são regulados pela referida legislação brasileira, que também rege as sociedades anônimas. Essas, anteriormente à LSA, eram reguladas pelo Decreto-Lei 2.627, de 26 de setembro de 1940, que, apesar de se configurar como legislação pioneira na implementação do conceito das sociedades anônimas no Brasil, carecia de aprofundamento regulatório quanto ao tema em questão.

Os administradores atuam, nas companhias abertas, como membros da parte organizacional da entidade, conforme órgãos citados, sendo responsáveis por representar a respectiva sociedade, bem como por tomar as decisões diariamente dos negócios da companhia, que terão, por sua vez, impacto no resultado da entidade, na sua relação com empregados, credores, consumidores e afins.

De forma paralela à previsão dos órgãos sociais pela Lei das Sociedades Anônimas, os deveres dos administradores das companhias abertas no Brasil também se encontram previstos e regulados por essa legislação, em seus artigos 153 a 157, juntamente com as responsabilidades desses membros, junto à sociedade anônima.

Nesse sentido, o legislador define como deveres dos administradores (i) o Dever de Diligência; (ii) o Dever de Informar; e (iii) o Dever de Lealdade. Tais, de acordo com Flávia Parente, não possuem conteúdo exato e hermético, sendo uma diretiva ou orientação geral que informam a conduta social media, servindo de elemento de comparação para o juízo em casos concretos.

2.1.1. Dever de Diligência

Com previsão no artigo 153 da LSA, o Dever de Diligência determina que o administrador de companhia deverá empregar, no exercício de suas funções, o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração de seus próprios negócios.

Assim, é perceptível a observância do dever de diligência se o administrador adotou determinada providência na condução dos negócios sociais, devendo a indagação jurídica acerca do atendimento ao dever de diligência na hipótese ocupar-se em compará-la ao que é fundamentado entre os *experts* em administração (COELHO, 1997, p. 244). Tal fato condiz com a fala de Nelson Abrão, que determina que o administrador é aquele que, ao dirigir a sociedade à realização do objeto a que ela se propõe, coloca em prática as medidas de caráter econômico-financeiro, de comando e representação (ABRÃO, 2000, p. 112).

Por fim, Such (1991, p. 77) também define o referido dever ao estabelecer que o administrador de companhias abertas deve atuar de modo a não arriscar em operações descabidas a seu próprio patrimônio, devendo atuar mediante um adequado cálculo de possibilidades, visando um resultado previsível. Assim, o administrador não precisa atuar conservadoramente sem incorrer em risco nenhum, somente não pode fazê-lo com desprezo ao cálculo de probabilidades e de risco razoável.

2.1.2. Dever de Informar

Por sua vez, o Dever de Informar, previsto no artigo 157, da Lei das Sociedades Anônimas, pode ser definido como o dever de revelar certas situações e negócios em que a companhia e os administradores estão empenhados, e que podem influir no mercado de capitais, no que se refere aos valores mobiliários emitidos pela referida sociedade. Nesse sentido, a divulgação de informações – que não se refere somente à divulgação de informações sobre os negócios inerentes à realização do objeto social da companhia, mas sim a tudo aquilo que influencia ou possa influenciar na cotação dos valores mobiliários emitidos – se resume a um conjunto de regras que visam, em linhas gerais, a proteção da sociedade no mercado (REQUIÃO, 1995, p. 172).

Conforme determina o artigo 157, da LSA, o administrador deve, após tomar posse, declarar aos acionistas, o número de ações, o bônus de subscrição, opções de compra de ações e debêntures conversíveis em ações, de emissão da companhia e de sociedades controladas ou do mesmo grupo, de que seja titular. Além disso, conforme dispõe o § 4º, do artigo 157 da LSA, também deve imediatamente comunicar à bolsa de valores e à imprensa qualquer deliberação da Assembleia Geral ou dos demais órgãos sociais da sociedade, bem como qualquer fato relevante, ocorrido nos negócios da entidade, que possua influência ou possa influir, ainda que futuramente, nas decisões dos investidores do mercado, detentores de valores mobiliários da sociedade.

Nos termos do artigo 157, da LSA – onde impõe como obrigação aos diretores e administradores das companhias abertas o dever de divulgação de qualquer fato que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado em vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia aberta – há lacunas e genericidade quanto à definição de "fato relevante", sendo, à despeito da definição legal, "a identificação do que seja ou não fato relevante é algo que na vida real apresenta dificuldades e desafios" (CAMPOS, 2009, p. 1186). Nesse sentido, deve ser observada a Resolução nº 44, de 2021, da Comissão de Valores Mobiliários, que define fato relevante como qualquer decisão ou ato praticado 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 os valores mobiliários; e (iii) na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados.

Assim, o Dever de Informar, pelo administrador de companhia aberta no Brasil, configura forma de melhor determinar os preços dos seus valores mobiliários, o que por sua vez resulta em eficiência no mercado de capitais (HAYEK, 1948, p. 77-91).

2.1.3. Dever de Lealdade e de Manter Sigilo

O legislador no Brasil ainda define, como dever dos administradores das companhias abertas, o Dever de Lealdade. Este, previsto no artigo 155, da LSA, estabelece que o administrador deve servir de forma leal à companhia, respeitando seus interesses e mantendo reserva sobre os seus negócios.

Também se define esse referido dever como a prestação de compromisso ético, pelo administrador, com a companhia, sendo manifestado pelo zelo, pelo cuidado, pela atenção permanente no exercício do dever fiduciário atribuído pela Lei ao gestor da companhia, seja nos negócios ordinários, seja nos relevantes ou extraordinários (CARVALHOSA, 2011, p. 349).

Segundo Cordeiro (2001, p. 583), o Dever de Lealdade estaria intrinsecamente relacionado a outro dever, o Dever de Manter Sigilo, uma vez que se refere a um dever de reserva sobre os negócios da companhia, que possam ou devam ser do conhecimento daqueles que participam ou, pela posição que ocupam, devem conhecê-los. A LSA, nesse sentido, também estabelece em seu artigo 155, §1º, como dever dos administradores guardar sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, obtida em razão de seu cargo, que possa influenciar na cotação dos valores mobiliários.

O referido artigo também estabelece como vedação aos administradores valer-se de informação privilegiada para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários, além de que esses devem zelar para que não haja violação do disposto acima por meio de subordinados ou terceiros de sua confiança. Havendo violação deste dever, resulta-se em desvio de poder por parte do referido administrador, uma vez que há vedação legal explícita para o caso em que o administrador receba de terceiros, sem autorização, qualquer vantagem pessoal, direta ou indireta, em razão do exercício de seu cargo, conforme previsto no artigo 154, §2º, alínea c), da LSA.

2.2. Divulgação de fatos e informações relevantes

Conforme acima exposto, a divulgação de fatos e informações relevantes configura um dever dos administradores de companhias abertas, sendo estabelecido pela norma a partir do momento em que os membros da administração assumem sua posição na companhia, quando eleitos ou nomeados.

Vale pontuar que, nos termos do que foi abordado acima, a Resolução nº 44, da CVM, traz consigo a definição exemplificativa de fato relevante – não taxativa – de modo que os administradores terão que proporcionar uma análise abrangente e, até mesmo, subjetiva dos fatos a serem definidos como relevantes para sua divulgação no mercado mobiliário.

Assim, o critério para definir fato relevante não consiste na verificação se ele está presente no rol disposto na Resolução nº 44, mas sim em saber se o referido fato será capaz de influenciar a cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia, a intenção dos investidores em comprá-los ou vendê-los ou de exercer qualquer direito inerente à condição de titular (EIZIRIK *et al.*, 2008, p. 541).

Em contraponto, ressalta-se que atualmente, no Brasil, a obrigatoriedade de divulgação ao público de informações financeiras e gerenciais é um dever que pode desestimular as companhias no país a abrirem seu capital social e a expandirem seus negócios nesse aspecto. Além desse dever, pontua-se que a maior exposição midiática e às condições de mercado e fatores externos também configuram aspectos que podem ser tidos como desincentivos à abertura de capital, uma vez que, para algumas companhias – especialmente aquelas que preferem manter suas informações mais confidenciais – a ideia de ter que compartilhá-las publicamente pode ser vista como um fator desestimulante para abrir seu capital social.

Nesse sentido, a definição de fato relevante, conforme a Resolução nº 44, é notavelmente subjetiva, demandando dos administradores uma análise abrangente e por vezes subjetiva dos eventos que devem ser divulgados no mercado de valores mobiliários. Além disso, no contexto brasileiro, a obrigação de divulgação dessas informações pode, paradoxalmente, agir como um obstáculo à expansão dos negócios das empresas, desencorajando a abertura de capital e o consequente crescimento da sociedade.

2.2.1. Exceções à regra

Apesar da definição normativa quanto ao dever, por parte dos administradores, em divulgar informações e fatos relevantes da companhia no Brasil, existem exceções que eximem esses membros a promoverem a divulgação.

Uma dessas, já abordada acima, diz respeito ao Dever de Manter Sigilo. Este dever determina que há a possibilidade de não divulgação imediata de fatos relevantes, por parte dos administradores, no cenário em que o sigilo seja fundamental para preservação do interesse da sociedade ao, por exemplo, zelar para evitar danos à sua imagem e à sua reputação (SALOMÃO FILHO, 2011, p. 182).

Outra exceção à regra, definida pelo parágrafo 5º do artigo 157 da Lei das Sociedades Anônimas, diz respeito à possibilidade de apreciação, pela própria CVM, da pertinência do pedido, pelos administradores e acionistas, de manter sigilo de informações privilegiadas que, em regra, deveriam ser divulgadas ao mercado e aos investidores. O referido pedido é facultativo, conforme definido pelo referido artigo, no que dependerá da consulta à CVM.

Vale ressaltar que a CVM também define, no artigo 48, inciso I, de sua Instrução nº 440, de 2003, a restrição à vedação de informações relativas à oferta pública de distribuição, bem como, em seu inciso IV, a vedação à manifestação, pela emissora, pelo ofertante e pelas instituições intermediárias, sobre a oferta ou o ofertante, até a publicação do anúncio de encerramento.

As vedações expressas na Instrução nº 440, não afetam as demais obrigações, definidas em outras instruções e normas da referida autoridade, restando a definição, pelas companhias, do período de silêncio como uma conduta dessas entidades de não divulgação de informações privilegiadas sobre os resultados da companhia antes da divulgação oficial ao público, desde que o referido período não afete a divulgação de informações rotineiras não relacionadas ao resultado contábil do negócio (COMITÊ DE ORIENTAÇÃO PARA DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES AO MERCADO, 2009)¹.

É válido ressaltar também que, aos administradores, atuando de forma diligente, não caberá sua responsabilização pela não divulgação de determinado fato que estes, por algum motivo com base em sua experiência profissional, entenderem não serem relevantes ao mercado e aos investidores (COELHO, 2012, p. 249-250).

Conforme disposto pelo artigo 6º da Resolução nº 44, os administradores (e os acionistas controladores) da companhia, caso entenderem que a revelação de determinado ato ou fato relevante possa colocar em risco o interesse legítimo da sociedade, poderão optar por sua não divulgação. Nesse sentido, se observa a abrangência na interpretação, pela norma, das exceções para não responsabilização dos administradores pelo não cumprimento do Dever de Informar, restando a genericidade da legislação quanto ao que deve ou não resultar em desvio de finalidade dos administradores de companhias abertas pelo não cumprimento de seus deveres legais.

¹ O Período de Silêncio é a conduta – a ser utilizada pelas empresas – de não divulgar informações privilegiadas sobre seus resultados para pessoas fora do âmbito dos profissionais envolvidos, durante o período de preparo e aprovação dessas demonstrações contábeis pela diretoria e conselho de administração e que antecede a entrega dessas informações à CVM e às Bolsas de Valores, bem como antecede sua divulgação pública. Disponível em: <<https://www.codim.org.br/documentos/texto/po-codim-no-07-r1-periodo-de-silencio-antes-da-divulgacao-publica-das-demonstracoes-contabeis>>. Acesso em 15 de outubro de 2023.

2.3. Responsabilidade dos Administradores

Os administradores, ao assumir esse papel para e com a companhia aberta, representam a companhia na assunção de seus direitos e de suas obrigações, devendo agir com diligência e tomar como base, para sua atuação no dia a dia do negócio, o objeto social presente no estatuto, para orientação e execução da atividade empresarial a ser desenvolvida (VERÇOSA, 2012, p. 479). Tais membros deverão também observar seus deveres, conforme definido na LSA, durante o desempenho de suas funções, a fim de evitar prejuízos à companhia, aos seus acionistas e investidores.

Havendo descumprimento de seus deveres, com desvio de sua função, poderão os administradores serem responsabilizados por eventuais danos acometidos à companhia.

Conforme estabelecido no artigo 158, da LSA, não será pessoalmente responsabilizado o administrador por eventuais prejuízos decorrentes de decisões regulares, embasadas, desde que sejam tomadas de boa-fé, de modo que responderá civilmente, pelos prejuízos que causar, quando proceder:

- (i) dentro de suas atribuições ou poderes, com culpa ou dolo; e
- (ii) com violação da lei ou do estatuto social da companhia.

O administrador também não será responsabilizado por atos ilícitos de outros administradores, salvo se com eles for conivente, negligenciando ao descobri-los, e não comunicando o fato à assembleia-geral. Nesse caso, o membro se tornará solidariamente responsável, conforme disposto pelo §4º, do artigo 158, da LSA.

Assim, haverá responsabilidade civil caso:

- (i) esteja relacionada aos prejuízos causados por culpa ou dolo, mesmo que sem exagero de poderes e atribuições. Nesta, entende-se que a previsão legal imputa aos administradores responsabilidade subjetiva do tipo clássico; e
- (ii) esteja relacionada à violação de lei ou do estatuto, com a presunção de culpa que, para parte da doutrina, é considerada como responsabilidade objetiva (COELHO, 2012, p. 279-280).

Segundo Lazzareschi Neto (2012, p. 486), devem haver três pressupostos para a configuração de responsabilidade do administrador, sendo eles: (i) conduta antijurídica; (ii) dano experimentado pela companhia; e (iii) nexo de causalidade entre a conduta antijurídica do administrador e o dano experimentado pela companhia.

Vale ressaltar que, diante da subjetividade dos atos praticados, classificados como desviadores de função, as condutas de administradores dificilmente será enquadradas comumente em um, ou somente algum, dos incisos do artigo 158, acima mencionado, uma vez que não há conduta que se enquadre em um dos incisos que não possa se enquadrar em outro, não sendo correto, assim, considerar que cada dispositivo expressa um sistema diferente de responsabilidade civil do administradores de companhias no país (COELHO, 2012, p. 289).

Além disso, segundo Ricardo Villela Mafra Alves da Silva (2022, p. 381-385), companhias abertas, como emissoras de valores mobiliários e instrumentos complementares ao aparato regulatório com a finalidade de fortalecer a efetividade do sistema de divulgação obrigatória de informações, bem como para assegurar o funcionamento eficiente do mercado, podem ser responsabilizadas civilmente pela divulgação de informações materiais² falsas ou imprecisas ao mercado, quando restar comprovado que a companhia agiu de forma culposa, violou seu dever legal de divulgar informações verdadeiras, precisas e claras aos investidores, com a demonstração do nexo causal entre a conduta e o dano sofrido.

Em paralelo à possibilidade de responsabilização pessoal dos administradores na esfera civil, a atual regulamentação e norma brasileiras também tipificam o *insider trading* como crime em outras esferas.

Na esfera penal, com a Lei nº 6.385, de 1976, define-se como crime a utilização de informação relevante, ainda não divulgada ao mercado, de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo, ou deixar de repassar informação nos termos fixados pela autoridade competente, que, de qualquer forma, propicie para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou em nome de terceiros, perante o mercado de valores mobiliários.

² A informação material seria a informação capaz de afetar a tomada de decisão do investidor, interferindo na percepção que esse possui a respeito da companhia e dos seus negócios, construída a partir do conjunto total de informações disponíveis.

Assim, apesar de haver, na norma brasileira, tipificação quanto ao crime de responsabilidade dos administradores pelo não cumprimento de seus deveres, durante o exercício de suas funções no que tange à obrigação de divulgação de informações e fatos relevantes ao mercado, se observa genericidade quanto à definição exata do que seria, de fato, desvio de função e não cumprimento de obrigações, restando subjetividade quanto ao que se entende como maléfico à companhia e que não deve, em tese, ser praticado pelos administradores.

3. **INSIDER TRADING E SUAS CORRENTES DOUTRINÁRIAS**

Para fins de contextualização, consiste o *insider trading* na utilização de informações relevantes sobre valores mobiliários, por parte de pessoas que, por força de sua atividade profissional, estão “por dentro” dos negócios da emissora, para transacionar com valores mobiliários antes que tais informações sejam de conhecimento público. Assim agindo, o *insider* compra ou vende valores mobiliários a preços que ainda não estão refletindo o impacto de determinadas informações, que são de seu conhecimento privilegiado (EIZIRIK, 1987, p. 42-56).

O *insider* é toda pessoa que, por fatos circunstanciais, possui acesso a informações relevantes relativas ao negócio ou à situação da companhia (PARENTE, 1978, p. 3).

Vale ressaltar que conhecimento privilegiado, doutrinariamente, são todas as informações relevantes que podem influir de modo ponderável na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia, afetando a decisão dos investidores de vender, comprar ou reter esses valores mobiliários (PARENTE, 1978, p. 3).

A Comissão de Valores Mobiliários brasileira estabelece, no parágrafo único do artigo 6º de sua Resolução nº 44, de 2021, que, havendo o vazamento de informação - fato relevante - ainda não divulgada ao mercado, o administrador tem obrigação de divulgá-la imediatamente, a fim de equalizar a disponibilidade de informações aos investidores. Assim, a imediata divulgação da informação relevante ao mercado é de extrema importância e, atualmente, de obrigatória observação, uma vez que se trata do dever legal do administrador para e com a companhia.

O não cumprimento da referida obrigação pelo administrador poderá ensejar em sua responsabilização pessoal, sendo a posição da CVM unânime, vide Processo Sancionador nº. RJ2007/6369, de 31 de outubro de 2007, quanto à punição dos administradores que não cumprirem o dever de divulgar imediatamente as informações, quando estas forem relevantes ou quando forem "vazadas" ao mercado (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2007)³.

³Disponível

<https://conteudo.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/2007/20071031_RJ20073639.html>. Acesso em: 25 de agosto de 2023.

em:

O artigo 14, da Resolução nº 44 da CVM, também estabelece, como ato ilegal, a negociação de ações pelos administradores no período de 15 (quinze) dias que antecedem a divulgação de informações financeiras da companhia. Isso demonstra a preocupação da referida autoridade brasileira em manter o público interessado, detentor das ações comercializadas no mercado financeiro, cientes por completo de fatores relevantes que impactam o valor de seus ativos.

Além disso, o artigo 4º, VI, da Lei 6.385, de 1976 – legislação reguladora do Mercado de Capitais – afirma que tem como finalidade do exercício das funções da CVM "assegurar acesso do público a informações sobre valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido" (TRINDADE, 2002, p. 308), restando claro, também levando em consideração o entendimento do ex-presidente da CVM, que a informação é o principal bem jurídico tutelado pela intervenção estatal no mercado de capitais.

Apesar das considerações acima ponderadas e da consolidação de regulamentação no país quanto aos malefícios da prática de *insider trading* ao mercado financeiro em geral, uma vez que este prejudica a confiança dos investidores e *traders*, o que pode resultar na redução do volume de negociações e prejudicar o funcionamento das operações, além de gerar desequilíbrios no mercado, uma vez que essa prática afeta os preços das ações, existem ainda estudiosos que divergem desse entendimento ao não considerar, com predatória, a prática do *insider trading*, mas sim como benéfica ao mercado.

Estes, denominados *Pró-insiders* (termo abaixo definido), se fundamentam, dentre outros, na Escola de Manne, na Hipótese dos Mercados Eficientes, no Princípio *Full Disclosure*, dentre outros, conforme será abordado a seguir.

É válido também pontuar que, apesar da busca constante de implementação de normas reguladoras quanto à prática de *insider trading* e quanto aos limites e deveres fiduciários dos administradores de companhias no Brasil, conforme elucidado acima, é notório que a CVM e autoridades brasileiras ainda encontram dificuldades para identificar e processar os casos em que a prática de *insider trading* se materializa no caso concreto, uma vez que, localmente, o país ainda enfrenta uma carência de discussões relacionadas aos aspectos jurídicos e econômicos do impacto da utilização de informações privilegiadas sob o ponto de vista dos *Pró-Insiders*.

Nesse sentido, coloca-se uma questão crucial: A prática do *insider trading* é, de fato, maléfica para as sociedades anônimas no Brasil, e os seus administradores realmente fogem do exercício de suas funções fiduciárias ao praticá-la?

3.1. Os Pró-Insiders

Há entendimentos que a prática de *insider trading*, na realidade, seria benéfica à companhia aberta e, principalmente, benéfica aos seus agentes investidores, uma vez que a divulgação imediata das referidas informações não causaria danos aos investidores, mas sim traria benefícios que não poderiam ser alcançados por qualquer tipo de regulamentação, uma vez seria um mecanismo de compensação de administradores, bem como alinharia o mercado de valores mobiliários com as melhores informações societárias disponíveis (CASS, 1999, p. 204). As vertentes que entendem que a referida prática é, na realidade, benéfica para a companhia, serão aqui definidas como "*Pró-Insiders*".

Em paralelo, considerando a Hipótese de Mercados Eficientes, formulada pelo economista Eugene Fama (1970, p. 383-417) os preços dos ativos devem refletir a qualquer momento todas as informações disponíveis, de modo que o investidor possa avaliar se deve, ou não, comprar determinado ativo no mercado. Assim, entende-se haver considerações de que a prática de *insider trading*, ao fazer diferença na negociação de um ativo, deva ser considerada relevante à companhia, uma vez que afeta a tomada de decisão dos investidores, afetando o preço das ações no mercado de capitais e, por conseguinte, devendo ser utilizado para fins estratégicos.

Ademais, vale ressaltar que, na qualidade de *Pró-Insiders*, existe uma corrente ideológica que também considera que o *insider trading*, na realidade, seria uma prática benéfica ao mercado em geral, uma vez que sua proibição, bem como a responsabilização dos administradores de companhias de capital aberto, seria prejudicial ao mercado e à sociedade como um todo. Esta corrente é a Escola de Manne, conforme disposta a seguir, questiona o posicionamento dos *Contra-Insiders* ao entender que o *insider trading* não causava danos aos investidores.

3.1.1. Escola de Manne

3.1.1.1. Conceito geral

Henry G. Manne (1928-2015), estudioso escritor norte-americano, foi um dos primeiros a se utilizar da ciência econômica para criar uma nova visão sobre um conceito legal e a fazer isso de forma a impactar drasticamente as discussões sobre o assunto (CASS, 1999, p. 204). O estudioso buscou problematizar o direito empresarial e o que já era entendimento consolidado na área, tornando-se conhecido e reconhecido pela defesa da legalização da prática de *insider trading*.

Além disso, Henry Manne editou, em 1966, o livro *Insider Trading and the Stock Market*, que representou um dos principais trabalhos originários e precursores da origem da escola de Análise Econômica do Direito, fundada nos Estados Unidos da América (ALVAREZ, 2006, p. 49-68). O movimento de Análise Econômica do Direito (*Law and Economics*), visa combinar as ciências econômicas e as jurídicas, de forma interdisciplinar, a fim de promover uma análise das instituições particulares e do sistema jurídico como um todo (PACHECO, 1994, p. 174).

Fundada pelo referido doutrinador, a Escola de Manne sustenta que a prática de *insider trading* não seria, para o mercado em geral, maléfica, ao contrário que traria benefícios ao funcionamento das companhias de capital aberto, para o seu valor no mercado financeiro, bem como para os *stakeholders* (i.e. todos os grupos de pessoas ou organizações que podem ter algum tipo de interesse pelas ações de uma determinada companhia).

A Escola de Manne traz, na qualidade de argumentos que fundamentam a ideologia daqueles que se denominam *Pró-Insiders*, duas principais considerações a fim de embasar que a prática de *insider trading* não seria prejudicial ao mercado, considerações que serão aqui destacadas:

(i) Um dos argumentos da Escola de Manne que merece destaque dispõe que a prática de *insider trading* pelos administradores em companhias de capital aberto resultam, na realidade, de produção de informações que podem agregar valor ao ativo e, conseqüentemente, também à companhia, de modo que esses agentes estatutários buscariam, de forma constante, meios que valorizassem a companhia, dentro do mercado financeiro (CASS, 1999, p. 204-205), desde que o administrador que praticou a referida prática visasse, de forma legítima, o interesse da companhia.

Nesse sentido, o *insider* atuaria como um grande estímulo aos administradores das companhias de capital aberto, negociadas no mercado de capitais, que atuariam com maior afinco na busca de oportunidades que aumentassem o valor da companhia.

Assim, conforme sugerido inicialmente por Henry Manne, em seu livro *Insider Trading and the Stock Market*, o *insider trading* seria um método eficaz de se buscar a remuneração dos administradores pela busca e produção de informações que agreguem valor à companhia (CASS, 1999, p. 204).

(ii) Um segundo argumento de Henry Manne que ressalta-se sustenta que a referida prática, na realidade, faz com que o valor do ativo, negociado no mercado financeiro, tenha o seu real valor. Com a divulgação, ao mercado e aos investidores, de todas as informações econômico-financeiras sobre a companhia, o valor mobiliário do ativo refletiria, de forma mais concreta e verossímil possível, o seu valor aproximado real (CASS, 1999, p. 204).

Assim, em linhas gerais, os *Pró-Insiders* sugerem que a negociação com a presença de informações relevantes e dotadas de certo privilégio por parte dos administradores, resulta na aproximação da cotação do título negociado com o seu valor correspondente real, que seria, em tese, atingido caso todas as informações para que fosse, de fato, divulgadas.

Tal argumento não em muito se contrapõe com a corrente contrária à prática de *insider trading*, considerando que ambas as vertentes que debatem a regulamentação defendem que o valor do ativo, divulgado no mercado financeiro, deveria, ao máximo possível, se aproximar de forma verossímil à realidade da companhia.

Nesse contexto poderá ser introduzido o conceito do Princípio do *Full Disclosure*, que estabelece a necessidade de transparência no fornecimento de informações e nas ações dos administradores e gestores de sociedades no país, com a divulgação crescente dos fatos que seriam, em linhas gerais, capazes de influenciar na precificação das ações (LAMY FILHO; PEDREIRA, 1997, p. 83).

3.1.1.2. A eficiência do Mercado de Capitais e o Princípio *Full Disclosure*

A postulação do Princípio do *Full Disclosure* é encontrada no art. 4º, inciso VI, da Lei 6.385, de 1976, que indica, como finalidade do exercício de função da CVM, assegurar o acesso do público a informações sobre valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido.

Vale ressaltar que a CVM, como autoridade reguladora e fiscalizadora do mercado de capitais, fundamenta suas ações no Princípio do *Full Disclosure*, uma vez que determina que os investidores presentes no mercado são livres para tomar decisões de investimento com base nas informações que estejam disponíveis e divulgadas, devendo ter direito às informações que reflitam, com fidelidade e precisão, a situação financeira e patrimonial das companhias emissoras e as características dos valores mobiliários (BOCATER, 1999, p. 211).

Além disso, em Aspectos Atuais do Mercado Financeiro e de Capitais, Roberto Quiroga extrai, ao analisar as prescrições norteadoras do direito do mercado financeiro e de capitais, os seguintes princípios: (a) o Princípio da Proteção da Mobilização da Poupança Nacional; (b) o Princípio da Proteção da Economia Popular; (c) o Princípio da Estabilidade da Entidade Financeira; (d) o Princípio da Proteção do Sigilo Bancário; e (e) o Princípio da Proteção da Transparência de Informações (QUIROGA MOSQUERA, 1999, p. 257).

Assim, é perceptível a existência de princípios que regem a proteção da informação e de sua transparência, sendo fundamental para o funcionamento do mercado de capitais a efetiva implementação do Princípio do *Full Disclosure* no Brasil, permeando todo o ordenamento jurídico brasileiro e servindo de base para a construção, idealização e implementação de outros princípios norteadores do desenvolvimento nacional e da economia popular.

Apesar da notória importância e do esforço regulatório para sua implementação, é possível notar a predisposição que sempre haverá, no mercado, indivíduos que detenham privilégios quanto ao acesso de informações de companhias com o capital aberto, que impactam no valor de suas ações no mercado mobiliário. Conseqüentemente, a mera disponibilidade das informações não seria suficiente para tornar o mercado, em si, eficiente em seu potencial, uma vez pode haver falhas na divulgação e identificação de informações relevantes e ineficiência dos canais de distribuição da referida informação, considerando que, em muitos dos casos, a própria legislação possibilita a não divulgação imediata das informações relevantes, conforme foi acima mencionado.

Assim, para Henry Manne, o *insider trading* não iria contra a implementação do Princípio do *Full Disclosure*, que rege o mercado, apenas corroboraria para maior extensão na sua aplicação, considerando as limitações que o referido princípio encontra na legislação hodierna, conforme abordado acima. Dessa forma, a prática de *insider trading* seria, para os adeptos à Escola de Manne, o único meio de fazer com que o valor – e o preço – exato e real dos ativos no mercado mobiliário sejam efetivamente determinados, uma vez que todas as informações relativas à companhia, relevantes ou não, estariam à disposição de seus *stakeholders*, de modo que estes poderiam negociar em melhores condições de mercado se o uso de informações privilegiadas fosse permitido.

Vale ressaltar que o mercado de capitais pode, em linhas gerais, ser entendido como um mercado de informações valiosas, ou, segundo Henry Manne, "*a market for valuable information*", de modo que se destaca que a informação seria, no mercado mobiliário, o bem jurídico principal (TRINDADE, 2002, p. 308).

Além da Escola de Manne, consiste em fundamentação de corrente a favor da prática de *insider trading*, a Hipótese dos Mercados Eficientes. Como se verá adiante, o objetivo da regulamentação do mercado mobiliário no país é, dentre outros, a busca por um mercado eficiente.

3.1.2. Hipótese de Mercados Eficientes

Nos termos da Regulação do Mercado de Valores Mobiliários: Fundamentos e Princípios, de 1979, deverá ser considerado como finalidade da CVM a eficiência do Mercado, uma vez que se configura o Mercado Eficiente um objetivo permanente a ser perseguido pelas autoridades na regulação e desenvolvimento do mercado de valores mobiliários.

Segundo o economista Eugene F. Fama (1939), mercado eficiente seria o mercado no qual os preços sempre refletem precisamente as informações disponíveis (FAMA, 1970, p. 383-417), devendo o preço dos ativos refletir, a qualquer momento, todas as informações disponíveis, com o objetivo de que o investidor e ou o *stakeholder* possam, a todo tempo, avaliar com efetividade se devem ou não comprar determinado ativo no mercado mobiliário.

Ainda de acordo com o referido economista, a condição para que o sistema de precificação seja eficiente no mercado mobiliário é que todas as informações disponíveis sejam gratuitas para todos os participantes do mercado. Assim, entende-se que, como todas as informações já estariam refletidas no preço do ativo, o investidor não poderia, ao transacionar no mercado, obter qualquer tipo de vantagem. Eugene Fama também sustentava que um número determinado suficiente de investidores com acesso às informações da companhia já seria, em linhas gerais, capaz de fazer com que o sistema de preços se tornasse um mercado eficiente.

Entretanto, apesar da atual norma reguladora no país visar a precisão na determinação dos preços, com a obrigação de divulgação de informações relevantes às companhias do mercado de capitais, podem haver cenários em que a própria regulamentação coíbe essa divulgação, conforme mencionado anteriormente, ou cenários em que as informações relevantes não são divulgadas corretamente de modo que, no mercado de capitais, o valor das ações acaba não sendo refletido de forma verossímil, afastando da realidade a eficiência do Mercado de Valores Mobiliários.

Em paralelo ao pensamento de Fama, segundo o modelo "Equilíbrio do desequilíbrio", de Stiglitz e Grossman, de 1980, a utilização de informações privilegiadas (e, em teoria, "sigilosas") resulta na divulgação de forma mais ágil de tais informações aos demais *stakeholders* no mercado mobiliário, auxiliando, em consequência, na melhora da precificação dos ativos (BENY, 2005, p. 144-183) e melhorando a eficiência do mercado em geral. Tal pensamento será abordado mais à frente, mas, de antemão, demonstra a impossibilidade de eficiência de preços no atual mercado de capitais, conforme definido pela Teoria Clássica de Finanças, com a conjuntura regulatória hodierna.

Nesse sentido, Henry Manne corrobora com o entendimento de que a regulação é, apesar dos esforços, ainda ineficiente para detectar a prática de *insider trading*, de modo a comprometer a eficiência do mercado, considerando o baixo risco de ser identificado e, conseqüentemente, punido, uma vez que:

The ability to detect the practice will always be difficult, and when the gains that can be realized from the practice, discounted by the risk of benign apprehended, are compared to the costs, many people will have the incentive to trade on inside information. (MANNE, 1985, p. 937)⁴

⁴ Tradução livre: A capacidade de detectar a prática será sempre difícil e, quando os ganhos que podem ser auferidos com a prática, descontados pelo risco de serem apreendidos, são comparados com os custos, muitas pessoas terão o incentivo para negociar com informação privilegiada.

Assim, entende-se que a fiscalização e a penalização da prática de *insider trading* no Brasil – impostas pela Resolução nº 44, da CVM – são, atualmente, insuficientes e prejudicam o mercado de valores mobiliários, uma vez que atuam de forma fracionada no controle da referida prática, ocasionam o acesso às informações com atraso e resultam em um mercado cada vez mais distante da definição de Mercados Eficientes. Ademais, no cenário em que a referida prática seja legalizada no país, a CVM e demais órgãos reguladores poderiam, a seu critério, concentrar as atividades de fiscalização em funções promovessem, diretamente, o Princípio dos Mercados Eficientes, norteador da regulamentação no Brasil.

Por fim, é válido pontuar que o *insider trading*, na visão dos *Pró-Insiders*, ao auxiliar na implementação de uma maior eficiência no mercado de capitais, por consequência influencia na ausência de dano ou prejuízo causado à companhia pela referida prática pelos seus administradores, uma vez que auxilia na precificação correta de seus ativos. Assim, não caracterizaria, a referida prática, desvio de função e não cumprimento de obrigações dos administradores de companhias abertas no país.

3.2. Os Contra-Insiders

3.2.1. A ética e a regulação

Conforme pontuado acima, a criminalização do *insider trading*, bem como sua repressão pelas autoridades reguladoras no Brasil da referida prática, é corrente majoritária no país.

Segundo Eizirik, o combate ao *insider trading* é, atualmente, realizado por meio de normas preventivas e repressivas, estando as primeiras ligadas ao sistema de *disclosure* a fim de garantir as operações e transações no mercado mobiliário, e as segundas ligadas à vedação ao uso das informações privilegiadas, privadas, com a implicação em sanções nas esferas criminal, civil e, até mesmo, administrativa (EIZIRIK *et al.*, 2008, p. 538).

Vale ressaltar que, nos termos do Art. 3º, inciso X, da Lei nº 4.728, de 1965, houve a implementação da primeira regulação da prática de *insider trading* no país, uma vez que delegou inicialmente ao Banco Central do Brasil a competência para fiscalizar a utilização de informações não divulgadas ao público em benefício próprio ou de terceiros, por acionistas ou pessoas que, por força dos cargos que exerçam, a elas tenham acesso.

Apesar da inauguração da regulamentação com a Lei nº 4.728, de 1965, a parte robusta da fiscalização e regulação se deu com promulgação da Lei das Sociedades Anônimas, que trouxe novidades quanto ao combate ao *insider trading* e sua relação com os deveres fiduciários dos administradores de sociedades anônimas no Brasil.

A Lei das Sociedades Anônimas trouxe, em princípio, normas de fato repressivas, em seu Art. 157, que determinou o "dever de informar" dos administradores das companhias, que devem informar imediatamente, nos termos e na forma determinada pela CVM, as modificações em suas posições acionárias na companhia, bem como devem declarar, ao firmar o termo de posse, o número de ações, bônus de subscrição, opções de compra de ações etc.

O parágrafo 6º da LSA, inserido pela Lei 10.303, de 2001, vinculou os administradores de companhias de capital aberto à obrigação de informar à CVM, quaisquer alterações nas posições de suas ações, negociadas no mercado mobiliário.

Além disso, o parágrafo 4º da referida lei também vinculou, aos administradores das companhias abertas, à obrigação de divulgar, de forma imediata, ao mercado qualquer fato relevante ocorrido nos negócios da sociedade que, em análise, possa influenciar na decisão dos investidores em comprar ou vender seus títulos no mercado mobiliário.

Ademais, é de relevante importância estabelecer como a legislação brasileira abarca o conceito de *insider trading*. O parágrafo 1º do artigo 155 da Lei nº 6.404, trouxe o conceito acima referido ao estabelecer que cabe, a cada administrador da companhia aberta, o dever de sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, que tenha sido obtida no exercício do seu encargo e que seja capaz de influir de modo ponderável na cotação do valor da companhia no mercado financeiro, sendo ao referido administrador vedado valer-se dessa informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários.

Tal disposição trouxe para a legislação brasileira a fixação de padrões comportamentais a serem seguidos pelos membros da administração das companhias no país, com a implementação do dever de lealdade dos administradores e, em paralelo, o dever de sigilo sobre as informações relevantes capazes de influenciar, de forma negativa ou positiva, o valor da companhia no mercado.

A exposição de motivos do legislador nº 196, de 24 de junho de 1976⁵, restou clara ao estabelecer a redação dos artigos 153 a 161, da LSA, que definem os deveres e as responsabilidades dos administradores e estabelece seus padrões de comportamento. O legislador também afirma a impossibilidade que a parcela de poder, detida pelos referidos administradores das companhias, seja exercida em proveito apenas de sócios majoritários ou dirigentes, e não da companhia em si, que pode possuir outros sócios, e em detrimento, ou sem levar em consideração, os interesses da comunidade.

Além disso, de acordo com Eizirik *et al.* (2008, p. 427), o artigo 155, da LSA, trouxe ao sistema jurídico brasileiro o denominado "padrão de lealdade" (ou, *standard of loyalty*) dos administradores para e com a companhia, devendo haver a imposição do exercício de seus poderes, decorrentes da posição fiduciária em que se encontram, segundo os princípios de boa-fé.

5

Disponível em:
<<https://www.gov.br/cvm/pt-br/aceso-a-informacao-cvm/institucional/sobre-a-cvm/EM196Lei6404.pdf>>. Acesso em 9 de setembro de 2023.

Assim, resulta clara a questão de cumprimento dos deveres dos administradores de companhias de capital aberto no Brasil, que, de acordo com a atual legislação e regulamentação, se encontram vinculados implicitamente ao ideal de vedação à prática de *insider trading*.

3.2.2. Os limites do Princípio do *Full Disclosure*

Conforme anteriormente esclarecido, o Princípio do *Full Disclosure* é, atualmente, norteador para fixação dos principais objetivos visados com a regulação do mercado mobiliário.

Ao contrário do que afirmam os *Pró-Insiders*, que determinam que a cotação ideal seria aquela atingida quando todas as informações relevantes fossem, de fato, divulgadas, para Eizirik, o ideal é que a cotação dos títulos reflita apenas as informações publicamente disponíveis, ou seja, divulgadas oficialmente pelas companhias (EIZIRIK, 2008, p. 123).

A limitação nas informações disponíveis e seu vínculo com o preço do ativo divulgado no mercado mobiliário evita que os administradores de companhias abertas utilizem, para bem pessoal, a manipulação das informações privilegiadas, bem como de sua divulgação, a fim de que seja possível obter ganhos financeiros com a transação dos ativos a que as informações privilegiadas se referem e, por consequência, possuem suas ações afetadas.

Além disso, de acordo com Bocater, o princípio do *full disclosure* é um dos fundamentais sobre os quais se alicerça a legislação do mercado de capitais e sobre o qual se pauta a Comissão de Valores Mobiliários, entidade reguladora e fiscalizadora desse mercado. Em consonância com o referido princípio, os investidores são livres para tomar suas decisões de investimento com base nas informações disponíveis no mercado, devendo ter à sua disposição informações que reflitam, com fidelidade e de forma precisa, a situação financeira e patrimonial das companhias (BOCATER, 1999, p. 211).

Assim, a base principiológica estaria fundada no fato de que os investidores estariam livres para a tomada de decisão com base nas informações disponíveis no mercado mobiliário que reflitam, com fidelidade, a situação financeira das companhias cujas ações estejam sendo negociadas e transacionadas em bolsa de valores.

Vale pontuar que, para que a implementação do Princípio do *Full Disclosure* seja efetiva, não seria possível que houvesse indivíduos *stakeholders* de companhias detentores de informações privilegiadas, que pudessem transacionar livremente no mercado mobiliário, negociando suas ações e ativos de forma a obter ganho próprio desleal, não condizente com a observância da ética e dos deveres fiduciários, quando se analisa pela ótica das responsabilidades dos administradores de companhias de capital aberto.

Por fim, é passível de entendimento que a apropriação de informações privilegiadas e, para o público em geral, sigilosas, pode resultar na deterioração dos bens oferecidos no mercado mobiliário, bem como pode levar ao desaparecimento do referido mercado (SALOMÃO FILHO, 2011, p. 153), o que poderia ferir o Princípio do *Full Disclosure*, a eficiência do mercado, bem como os deveres fiduciários dos administradores de companhias de capital aberto, pautados no dever de informar, e no dever de atuação de acordo com suas finalidades e atribuições.

4. EQUILÍBRIO DO DESEQUILÍBRIO

4.1. Teoria do "Equilíbrio do Desequilíbrio", de Grossman and Stiglitz

A Teoria do Equilíbrio do Desequilíbrio, ou o "paradoxo informacional" por Sanford Grossman e Joseph Stiglitz, faz referência à impossibilidade de os preços nos mercados de capitais serem eficientes, conforme exige a Teoria Clássica das Finanças (GROSSMAN e STIGLITZ, 1980, p. 246-253).

Segundo Grossman e Stiglitz, havendo investidores, no mercado de valores mobiliários, com informações privilegiadas, quanto mais eles negociam utilizando dessas informações, mais eficiente é a precificação dos ativos, uma vez que essas negociações enviariam "sinais" ao mercado de capitais. Assim, os preços dos ativos seriam cada vez mais informativos quanto mais as informações dos *insiders* fossem transmitidas no mercado, ainda que de forma incompleta, aos demais indivíduos investidores e *stakeholders*, não informados (GROSSMAN e STIGLITZ, 1980, p. 393-408).

Além disso, Grossman (1976, p. 573) também defende que, com base na oscilação do preço de um ativo, os investidores desinformados realizam transações e conseguem tomar decisões racionais no mercado de valores mobiliários.

Nesse aspecto, as ações dos *insiders* possuiriam caráter sinalizador das operações conduzidas por esses agentes internos, sendo úteis aos demais investidores por emitirem os referidos "sinais" ao mercado (GREGÓRIO, 2007, p. 30-33).

Entretanto, no contexto brasileiro, existem alguns fatores que se apresentam como desafios para a aplicação plena dessa teoria. A baixa liquidez de determinados ativos, por exemplo, pode tornar mais difícil para os investidores o acesso às informações ainda não tornadas públicas por meio do sistema de preços, sugerido por Grossman e Stiglitz.

Além disso, conforme artigo 11, caput, da Resolução nº 44, há uma defasagem de até 05 (cinco) dias úteis entre a data da negociação de diretores, os membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, e sua divulgação aos investidores no mercado de valores mobiliários. Ainda há a exigência, pelo artigo 11, §3, da norma acima mencionada, de que comunicação contenha, no mínimo: nome e qualificação do comunicante; quantidade, por espécie e classe das ações, além da identificação da companhia emissora e do saldo da posição detida antes e depois da negociação; e a forma de aquisição ou alienação, preço e data das transações, o que pode dificultar ainda mais a divulgação, tendo em vista o volume e detalhe de informações à serem disponibilizadas.

Sob essa ótica, é válido pontuar que, nos Estados Unidos, é possível o acompanhamento das negociações dos *insiders* através de mecanismos de controle da própria regulação norte-americana, com a utilização dessas informações como estratégia de investimento por parte dos investidores, que conseguem seguir as ações tomadas por aqueles que detêm informações privilegiadas.

Sendo uma forma de controle das ações no mercado financeiro, esse acompanhamento é possível através do *Form 4*, do Comitê de Valores Mobiliários e de Câmbio (*Securities and Exchange Commission*, ou "SEC"), havendo a obrigação de divulgação do uso de informação privilegiada, em até somente 02 (dois) dias da ocorrência do fato e/ou transação (ESTADOS UNIDOS, 2023).

De acordo com Akerlof (1970, p. 488-500), em qualquer mercado, ainda que o de valores mobiliários, os negociantes nele presentes irão buscar basear suas ações de compra e venda de um ativo nas informações que possuem sobre o ativo em questão.

Segundo o autor, o vendedor de um ativo, em tese, possui um entendimento mais aprofundado sobre suas qualidades e potencial, de modo que buscará tentar vendê-lo a um preço superior ao seu valor real (ou, em outras palavras, ao preço que seria se o comprador tivesse acesso a todas as informações relevantes). Ciente dessa disparidade de informações, o comprador, sem acesso completo às informações do ativo, tende a adquiri-lo por um preço inferior ao seu verdadeiro valor de mercado (AKERLOF, 1970, p. 488-500).

Esse desequilíbrio de informações, conhecido como assimetria informacional, poderia, eventualmente, levar o mercado à sua própria deterioração. No entanto, Akerlof destaca que a intervenção regulatória, como a exercida pela CVM no Brasil, desempenha um papel crucial na preservação do mercado e na promoção do bem-estar de todas as partes envolvidas.

Apesar de aparentemente contraditório, pode-se entender que o pensamento de Akerlof compartilha da mesma base conceitual da Teoria do Equilíbrio do Desequilíbrio, de Grossman e Stiglitz, no sentido de que há indivíduos, no mercado de valores mobiliários, com mais informações (privilegiadas) que outros, havendo, por consequência, impacto no valor do ativo à medida que há negociações com o uso de tais informações (GROSSMAN E STIGLITZ, 1980, p. 393-408).

Assim, conforme delineado por Grossman e Stiglitz, os *insiders* comunicam sinais ao mercado por meio de informações indiretas, fornecendo perspectivas sobre o desempenho futuro da empresa e outros fatores que podem influenciar os preços das ações. Dessa maneira, quanto maior o volume de transações baseadas em informações, mais pronunciado será esse efeito e mais informativos serão os preços, uma vez que os investidores estarão informados e, assim, não haveria a assimetria informacional, indicada por Akerlof.

A eficiência do mercado de capitais também se relacionaria com o equilíbrio do desequilíbrio apontado por Grossman e Stiglitz, uma vez que, à medida que o *insider* realiza negociações, essas informações, antes restritas, passam a ser divulgadas ao mercado de valores mobiliários de forma indireta, tornando, aos olhos da teoria de Fama (1970, p. 383-417), o mercado mais eficiente.

Assim, uma vez que o alcance da eficiência de mercado poderia ser potencializado com a implementação da prática de *insider trading*, seria justificável até mesmo a promoção de sua legalização no ordenamento jurídico, levando em consideração que a utilização de informações privilegiadas, quando feita de maneira transparente e regulamentada, não somente beneficiaria o mercado ao contribuir para uma precificação mais eficiente, mas não afastaria os administradores de suas responsabilidades fiduciárias, uma vez que representaria uma prática benéfica e equilibrada para a companhia no ambiente financeiro.

4.2. Estudo de caso: *SEC vs. Texas Gulf Sulphur Company*

O caso Texas Gulf Sulphur ("TGS") vs. SEC⁶ é um marco notável no âmbito do direito de valores mobiliários nos Estados Unidos e teve lugar na década de 1960. A empresa envolvida, Texas Gulf Sulphur Company, estava listada na Bolsa de Valores de Nova York ("NYSE") e, em 1963, estava explorando minerais no solo quando fez descobertas significativas de depósitos minerais valiosos no Canadá e na Louisiana, após uma pesquisa geológica por amostras de solo.

A alta administração da TGS foi instruída a manter a informação sob sigilo até que a sociedade pudesse adquirir os direitos de mineração. Contudo, alguns executivos e funcionários começaram a comprar ações da empresa antes da divulgação pública.

Foi somente em abril de 1964, cerca de quatro meses depois, que a TGS anunciou oficialmente as descobertas, o que resultou em um substancial aumento no preço das ações. A Comissão de Valores Mobiliários dos Estados Unidos da América iniciou uma investigação e, em 1968, entrou com um processo contra a TGS, alegando violações das leis de valores mobiliários.

Entretanto, é passível de observação que o preço dos ativos foi influenciado positivamente pela ação dos *insiders*, uma vez que a compra das ações pelos executivos e funcionários da sociedade resultou no aumento dos preços dos ativos da companhia antes mesmo da devida divulgação da descoberta das reservas minerais.

Após a descoberta das reservas minerais em novembro de 1963, o preço dos ativos era de US\$18,00 (dezoito dólares). Por esse valor, os inicialmente *insiders* adquiriram as ações da companhia que, progressivamente, ascenderam até atingir US\$25,00. Com o aumento das suspeitas em torno da descoberta das reservas, o preço por ação subiu para US\$30,00 no início de abril de 1964. Em 16 de abril de 1964, quando a informação tornou-se pública, as ações fecharam em US\$37,00.

⁶ Disponível em: <<https://law.justia.com/cases/federal/appellate-courts/F2/401/833/324140/>>. Acesso em: 12 de outubro de 2023.

O senso comum indicaria que, após a divulgação da informação relevante, o mercado a absorveria e isso seria imediatamente refletido no valor das ações, que passariam a representar seu valor real. No entanto, isso não ocorreu. O valor continuou a crescer, alcançando a marca de US\$58,00 em maio de 1964.

Entende-se, com base no caso analisado em questão, que o *insider trading*, praticado pelos executivos e funcionários, bem como membros da alta administração, não prejudicou a companhia ao passo que incentivou o aumento dos preços das suas ações, direcionando-as de forma gradual para seu valor real de mercado.

Na prática, entretanto, a confirmação quanto aos benefícios pela prática de *insider trading* por *insiders* no mercado de valores mobiliários ainda é inviável no caso concreto, levando em consideração que a ausência de dados empíricos correlatos em qualquer análise pode gerar uma falsa impressão de precisão.

5. CONCLUSÃO

A presente monografia teve, como objetivo geral, analisar as posições das correntes pró e contra a proibição do *insider trading* e seus fundamentos, considerando o princípio do *full disclosure* e a hipótese de mercados eficientes, bem como analisar os limites e extensões das responsabilidades e deveres fiduciários dos administradores em companhias abertas, a fim de identificar qual corrente que mais se adequa à realidade regulatória brasileira, relativa aos deveres e responsabilidades dos administradores de companhias abertas no Brasil.

No decorrer dos capítulos, analisou-se o mercado de valores mobiliários que, hodiernamente, é regulado pela CVM e demais autoridades governamentais no país de modo a garantir a transparência na divulgação de informações relevantes; a implementação do princípio do *Full Disclosure*; e a garantia do acesso, pelo investidor, de todos os conhecimentos disponíveis de determinado ativo, que possam influenciar na tomada de decisão dos investidores.

Além disso, ao longo da presente monografia, destacou-se a considerável presença de normas no país que visam a repressão do *insider trading* e, por consequência, a repressão da prática dessas ações por membros estatutários, incluindo os administradores de companhias abertas.

Entretanto, apesar da normatização da criminalização dessa prática, tanto na esfera civil, quanto na criminal e administrativa, ainda há, nos dias atuais, controvérsias que acompanham o *insider trading* e seus impactos na companhia e nos investidores.

Para a corrente dos doutrinadores liderados pela Escola de Manne (1966), haveria a impossibilidade de implementação do *Full Disclosure* no mercado de valores mobiliários seguindo as normas hoje vigentes, de modo que, para solucionar as lacunas informativas que a não implementação desse princípio resultaria, o *insider trading* surgiria como uma melhor forma de repassar as informações ao mercado.

O *insider trading*, conforme essa corrente, traria benefícios aos investidores ao contribuir com mais informações, melhor determinando os preços no mercado de valores mobiliários, contribuindo para sua eficiência e aproximando a realidade ao ideal implementado pelo legislador com o princípio do *Full Disclosure*.

Vale pontuar, conforme abordado neste trabalho, que os administradores possuem deveres fiduciários que os vinculam a uma obrigação de lealdade para com a companhia, devendo sua conduta ser liderada com base nos interesses da companhia em que atuam e são membros estatutários.

Sob esse aspecto, a referida prática, pelos administradores, não os afastariam de seus deveres fiduciários, uma vez que a melhor determinação dos preços de ativos no mercado, com sua eficiência alocacional, agregaria valor às companhias e, assim, não afastariam os administradores de seu dever de lealdade para com a sociedade.

Conforme análise abordada neste trabalho, na prática, a confirmação quanto aos benefícios pela prática de *insider trading* por *insiders* no mercado de valores mobiliários ainda é inviável no caso concreto, levando em consideração que a ausência de dados empíricos correlatos em qualquer análise pode gerar uma falsa impressão de precisão.

A subjetividade da responsabilidade dos administradores em companhias abertas pelo uso de informações privilegiadas ganha destaque, uma vez que a contradição relativa ao malefício ou benefício do *insider trading*, torna inviável analisar se há, de fato, desvio dos deveres fiduciários dos administradores de companhias abertas com essa prática no mercado de valores mobiliários, uma vez que, conforme determina a corrente de *Pro-insider*, a prática do *insider trading* traria benefícios à companhia e aproximação do seu real valor de mercado e, nesse sentido, condiz com o dever de servir de forma leal à companhia, respeitando seus interesses e mantendo reserva sobre os seus negócios.

Assim, ainda que pese o fato de que o princípio do *Full Disclosure* seja primordial para o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários, não foi, até os dias de hoje, comprovado que o combate ao *insider trading* está relacionado com efetivação desse princípio, ou com a comprovação de que essa prática, de fato, é prejudicial à companhia e aos seus investidores.

Não obstante, a regulamentação no Brasil tem se dedicado avidamente a promover métodos para a repressão da negociação por *insiders* com informações privilegiadas, com a discussão sobre a real necessidade das normas de combate à utilização de informações privilegiadas ainda carecendo de atenção pela doutrina no Brasil.

Entretanto, vale ressaltar que os administradores, também classificados como *insiders*, ao assumir o papel estatutário em companhias abertas, são envolvidos de deveres que, durante o exercício de suas funções, sendo descumpridos, ensejam em responsabilização civil por eventuais danos cometidos à companhia, quando proceder com culpa ou dolo, ou quando estiver relacionada à violação de lei ou do estatuto, com a presunção de culpa.

Nesse sentido, à luz do sistema hodierno de responsabilização dos administradores de companhias abertas do Brasil, a prática do *insider trading* não seria viável no sentido legal, uma vez que a utilização de informações privilegiadas de modo a antecipar a divulgação destas no mercado, visando vantagem pessoal pela compra ou venda de valores mobiliários, seria contraditório de modo a divergir da legislação civil brasileira referente à responsabilidade civil, bem como de modo a divergir da regulação da CVM.

É válido pontuar também que, conforme sustenta a corrente de *Pró-Insiders*, a utilização de informações relevantes pode, de fato, funcionar como catalisador ao mercado de valores mobiliários, servindo como condição válida para contribuir com uma maior eficiência do mercado. Entretanto, tal fator também encontra fundamento caso tais administradores utilizem, de forma devida, tais informações relevantes após a correta divulgação destas aos investidores e *stakeholders*, conforme determina a regulação da CVM no país.

6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICA

ABRÃO, Nelson. **Sociedade por quotas de responsabilidade limitada**. 8ª edição. São Paulo: Saraiva, 2000, p. 112.

ALVAREZ, Alejandro Bugallo. **Análise econômica do direito: contribuições e desmistificações**. Direito, Estado e Sociedade: v. 9, n. 29, 2006, p. 49-68.

BENY, Laura N. Do Insider Trading Laws Matter? Some Preliminary Comparative Evidence. **American Law and Economics Review**, [S. l.], v. 7, n. 1, 2005, p. 144-183. Disponível em: <<https://academic.oup.com/aler/article/7/1/144/117984>>. Acesso em: 16 de novembro de 2023.

BOCATER, Maria Isabel do Prado. O exercício do poder de polícia e regulador da CVM – aperfeiçoamentos recentes. *In*: QUIROGA MOSQUERA, Roberto. **Aspectos Atuais do Mercado Financeiro e de Capitais**. São Paulo: Dialética, 1999, p. 211.

BRASIL. **Decreto-Lei no 2.627, de 26 de setembro de 1940**. Dispõe sobre as sociedades por ações. Rio de Janeiro: Presidência da República, 1940. Disponível em: <https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/Del2627compilado.htm>. Acesso em: 16 de setembro de 2023.

BRASIL. **Lei no 4.728, de 14 de julho de 1965**. Disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento. Brasília: Presidência da República, 1965. Disponível em: <https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l4728.htm>. Acesso em: 10 de junho de 2023.

BRASIL. **Lei no 6.358, 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, 1976. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385.htm>. Acesso em: 20 de setembro de 2023.

BRASIL. **Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976.** Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Brasília, DF: Presidência da República, 1976. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm>. Acesso em: 20 de setembro de 2023.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Resolução nº 44, de 23 de agosto de 2021.** Dispõe sobre a divulgação de informações sobre ato ou fato relevante, a negociação de valores mobiliários na pendência de ato ou fato relevante não divulgado e a divulgação de informações sobre a negociação de valores mobiliários, e revoga as Instruções CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002, nº 369, de 11 de junho de 2002, e nº 449, de 15 de março de 2007. Comissão de Valores Mobiliários, Brasília, 1 set. 2021. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/resolucoes/anexos/001/resol_044.pdf>. Acesso em: 22 de setembro de 2023.

CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. Deveres e Responsabilidades. *In*: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. **Direito das Companhias.** Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 1186.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei das Sociedades Anônimas.** v. 3: Arts. 138 a 205. 5ª ed. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 349.

CASS, Ronald A. **One Among the Manne: Changing our Course,** 50 Case W. Res. L. Rev., 1999, p. 203-204.

COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de Direito Comercial: Direito de Empresa.** v. 2. 16ª ed. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 279-280 e 289.

COELHO, Fábio Ulhoa. **Código comercial e legislações complementares anotadas.** São Paulo: Saraiva, 1997, p. 244.

COMITÊ DE ORIENTAÇÃO PARA DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES AO MERCADO. **Pronunciamento de orientação no 7, de 22 de setembro de 2009.** São Paulo, 22 de setembro de 2009. Disponível em: <<https://www.codim.org.br/documentos/texto/po-codim-no-07-r1-periodo-de-silencio-antes-da-divulgacao-publica-das-demonstracoes-contabeis>>. Acesso em: 15 de outubro de 2023.

CORDEIRO, António Menezes. **Da Boa Fé no Direito Civil**. Coleção Teses, Almedina, 2001, p. 583.

EIZIRIK, Nelson Laks. **Questões de Direito Societário e Mercado de Capitais**. Rio de Janeiro: Forense, 1987, p. 42-56.

EIZIRIK, Nelson Laks *et al.* **Mercado de Capitais – Regime Jurídico**. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 123, 427, 538 e 541.

ESTADOS UNIDOS. Security and Exchange Commission. **Instructions for Form 4 Statement of Changes of Beneficial Ownership of Securities**. Disponível em: <<https://www.sec.gov/about/forms/form4data.pdf>>. Acesso em 15 de outubro de 2023.

FAMA, Eugene F. Efficient Capital Markets: a review of theory and empirical work. **The Journal of Finance**, Cambridge, v. 25, n. 2, 1970, p. 383-417.

GREGÓRIO, D. **O lado B do insider trading**. Revista Capital Aberto, v. 46, n. 4, 2007, p. 30-33.

GROSSMAN, Sanford. J.; STIGLITZ, Joseph E. Information and Competitive Price Systems. **The American Economic Review**, Pittsburgh, v. 66, 1980, p. 246-253 e 393-408.

GROSSMAN, Sanford. On the efficiency of competitive stock markets where traders have diverse information. **The Journal of Finance**, Nova York, v. 31, 1976, p. 573-585.

HAYEK, Friedrich. **Individualism and Economic Order**. Chicago: The University of Chicago Press, 1948, p. 77-91.

LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **A Lei das S.A. Pressupostos, Elaboração, Pareceres**. V. 1. Rio de Janeiro: Renovar, 1997, p. 83.

LAZZARESCHI NETO, Alfredo Sérgio. **Lei das Sociedades Por Ações Anotada**. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 486.

MANNE, Henry G. Insider trading and property rights in new information. **Cato Journal**, [S. l.], v. 4, n. 3, 1985, p. 937.

PACHECO, Pedro Mercado. **El Análisis Económico del Derecho – una reconstrucción teórica**. Madrid: Centro de Estudios Constitucionales, 1994, p. 174.

PARENTE, Flávia. **O Dever de Diligência dos Administradores das Sociedades Anônimas**. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 34-35.

PARENTE, Norma. **Aspectos Jurídicos do "insider trading"**. Rio de Janeiro: CVM, 1978, p. 3. Disponível em <<https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/estudos/aspectos-juridicos-do-insider-trading-norma-jonssen-parente-junho-1978/view>>. Acesso em 15 de outubro de 2023.

QUIROGA MOSQUERA, Roberto. Os Princípios Informadores do Direito do Mercado Financeiro e de Capitais. *In*: QUIROGA MOSQUERA, Roberto (Org.). **Aspectos Atuais do Mercado Financeiro e de Capitais**. São Paulo: Dialética, 1999, p. 257.

SALOMÃO FILHO, Calixto. **O novo direito societário**. São Paulo: Malheiros, 2011, p. 153, 182.

SILVA, Ricardo Villela Mafra Alves da. **A responsabilidade civil da companhia aberta pela divulgação de informações falsas ou imprecisas aos investidores à luz do funcionamento eficiente do mercado**. 2022. 400 f. Tese (Doutorado em Empresa e Atividades Econômicas) – Faculdade de Direito, Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2022, p. 381-385.

SUCH, José Maria Garreta. **La responsabilidad civil, fiscal y penal de los administradores de las sociedades**. Madrid: Marcial Pons, 1991, p. 77.

TRINDADE, Marcelo F. O Papel da CVM e o Mercado de Capitais. *In*: JAIRO SADDI (Org.). **Fusões e Aquisições: aspectos Jurídicos e Econômicos**. São Paulo: IOB, 2002, p. 308.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. **Curso de Direito Comercial**. v. 3. 2ª ed. São Paulo: 2012, p. 479.