

CATÓLICA DE VITÓRIA CENTRO UNIVERSITÁRIO

DERICK BREDER SILVEIRA

**INSIDER TRADING: ANÁLISE ATUALIZADA COM A RESOLUÇÃO Nº 44 DA
CVM E O ESTUDO DAS SUAS CONSEQUÊNCIAS NAS ESFERAS
ADMINISTRATIVA, CIVIL E PENAL**

VITÓRIA
2021

DERICK BREDER SILVEIRA

**INSIDER TRADING: ANÁLISE ATUALIZADA COM A RESOLUÇÃO Nº 44 DA
CVM E O ESTUDO DAS SUAS CONSEQUÊNCIAS NAS ESFERAS
ADMINISTRATIVA, CIVIL E PENAL**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à
Católica de Vitória Centro Universitário, como
requisito obrigatório para obtenção do título de
Bacharel em Direito.

Orientadora: Profa. Thaise Valentim Madeira

VITÓRIA
2021

DERICK BREDER SILVEIRA

**INSIDER TRADING: ANÁLISE ATUALIZADA COM A RESOLUÇÃO Nº 44 DA
CVM E O ESTUDO DAS SUAS CONSEQUÊNCIAS NAS ESFERAS
ADMINISTRATIVA, CIVIL E PENAL**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à Católica de Vitória Centro Universitário, como requisito obrigatório para obtenção do título de Bacharel em Direito.

Aprovado em _____ de _____ de _____, por:

Profa. Thaise Valentim Madeira – Orientadora

Prof. Marcelo Fardin Chaves, Unisaes

Prof. Marcelo Vicente de Paula, Unisaes

Aos meus pais e meu irmão, que em inúmeros momentos me deram forças para
concluir a graduação.

AGRADECIMENTOS

Agradeço aos meus pais - Geraldo Germano e Mey-Lin -, ao meu irmão – Iago - por estarem presentes em todas as fases da minha vida, dando todo apoio em todas as minhas decisões. Nossa união como família me fez ser o homem que sou hoje.

Agradeço aos meus demais familiares, em especial minhas avós.

Agradeço a todos os professores que passaram por minha vida acadêmica no curso de Direito. Em especial, gostaria de agradecer o Professor Mestre Ricardo Melhorato Grilo que é minha máxima referência no verdadeiro significado do que é lecionar. Ele é o profissional de excelência que busco me espelhar. Sem dúvidas uma pessoa que me marcou muito e sempre está a disposição para ajudar no que for preciso sem medir esforços.

Agradeço a minha orientadora e professora - Thaise Valentim Madeira - por sua paciência, ombridade, dedicação em me conduzir na realização desse trabalho acadêmico. Sem dúvidas foi pessoa fundamental para que eu conseguisse concluir o projeto.

E por fim, mas não menos importantes, agradeço aos meus amigos e colegas que estiveram ao meu lado durante esses cinco anos de formação.

“Os homens nascem macios e elásticos;
mortos, eles são rígidos e duros.
As plantas nascem tenras e flexíveis;
mortas, são secas e frágeis.

Assim, quem for rígido e inflexível,
é um discípulo da morte.
Quem for gentil e flexível,
é um discípulo da vida.

O duro e rígido será quebrado.
O suave e flexível irá prevalecer.”

Lao Tzu.

RESUMO

Este trabalho busca analisar o ilícito denominado *insider trading*, também conhecido como uso indevido de informações privilegiadas. Se trata de conduta bastante perniciosa à credibilidade e confiabilidade do mercado de valores mobiliários, será demonstrado, no corpo do presente trabalho, que ela não passa despercebida pelo ordenamento jurídico brasileiro, atraindo, na atualidade, consequências jurídicas nas esferas administrativa, civil e até penal. Serão abordadas as classificações e conceito do *insider trading*, a origem histórica, a legislação e entes que visam reprimir a prática dentro do ordenamento jurídico brasileiro e por fim, casos concretos. O presente trabalho será desenvolvido a partir da utilização do método dedutivo, exploratório, através de investigação legislativa, doutrinária, bibliográfica, assim como, revisão em artigos, teses acadêmicas com certificação de excelência. Pretende-se, em um panorama geral, trazer dados atualizados sobre o conceito, legislações, normas, resoluções pertinentes à matéria, com a finalidade de contribuir em pesquisas futuras sobre o tema no cenário acadêmico.

Palavras-chave: Insider trading. Informação privilegiada. Comissão de Valores Mobiliários. Mercado financeiro.

ABSTRACT

This work seeks to analyze the illicit known as insider trading, also known as misuse of privileged information. This conduct is quite harmful to the credibility and reliability of the securities market, it will be demonstrated, in the body of this work, that it does not go unnoticed by the Brazilian legal system, currently attracting legal consequences in the administrative, civil and even criminal spheres. The classifications and concept of insider trading, historical origin, legislation and entities that aim to repress the practice within the Brazilian legal system will be discussed, and finally, specific cases. The present work will be developed from the use of the deductive, exploratory method, through legislative, doctrinal, bibliographical investigation, as well as review in articles, academic theses with certification of excellence. It is intended, in a general panorama, to bring up-to-date data on the concept, legislation, norms, resolutions relevant to the matter, in order to contribute to future research on the subject in the academic setting.

Keywords: Insider trading. Privileged information. Securities Commission. Financial market.

LISTA DE SIGLAS

ADRs - American Depositary Receipts

BACEN - Banco Central do Brasil

CC – Código Civil

CMN - Conselho Monetário Nacional

CRSFN - Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional

CVM - Comissão de Valores Mobiliários

LMC - Lei de Mercado de Capitais

LSA - Lei das Sociedades Anônimas

LVM - Lei dos Valores Mobiliários

MPF - Ministério Público Federal

OPA - Oferta Pública de Aquisição

PAS – Processo Administrativo Sancionador

SEC - Securities Exchange Comissions

SFN - Sistema Financeiro Nacional

STJ - Superior Tribunal de Justiça

TRF - Tribunal Regional Federal

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	19
2 REFERENCIAL TEÓRICO.....	21
2.1 BREVE CONTEXTO HISTÓRICO DO INSIDER TRADING	21
2.1.1 <i>Insider trading</i> nos Estados Unidos	22
2.1.2 <i>Insider trading</i> no Brasil e sua evolução legislativa do ordenamento jurídico.....	23
2.2 CONCEITO ATUAL DE INSIDER TRADING	26
2.2.1. Conceito de <i>insider</i> e suas classificações.....	28
2.2.1.1 <i>Insider</i> primário.....	28
2.2.1.2 <i>Insider</i> secundário.....	29
2.3 ENTES QUE ESTRUTURAM O COMBATE AO <i>INSIDER TRADING</i>	30
2.4 ESFERAS EM QUE O ILÍCITO É PUNÍVEL.....	32
2.4.1 Âmbito administrativo.....	33
2.4.2 Âmbito civil.....	37
2.4.3 Âmbito penal.....	41
2.4.3.1 Fato relevante.....	46
2.5 CASOS CONCRETOS.....	48
2.5.1 <i>Sadia-Perdigão</i>	48
2.5.2 Casos julgados recentemente pela CVM.....	51
3 CONSIDERAÇÕES FINAIS	54
REFERÊNCIAS	57

1 INTRODUÇÃO

No contexto econômico brasileiro dos últimos anos, caracterizado por taxas de juros mais baixas, isenção ou mesmo redução das comissões de corretagem, disponibilização de relatórios e serviços de assessoria financeira e popularização de plataformas digitais e ferramentas tecnológicas como o *home broker*, muitos brasileiros passaram a se interessar pelo mercado de valores mobiliários, seja em busca de uma alternativa às tradicionais aplicações em renda fixa, seja em busca das grandes assimetrias financeiras propiciadas pelo mercado acionário, sobretudo quando o investidor consegue comprar “barato” e vender “caro”, com a consequente obtenção de um acréscimo patrimonial decorrente dessas operações.

Embora muitos investidores ainda enxerguem a Bolsa de Valores sob um ângulo quase lotérico – como se os ganhos exponenciais do mercado de ações equivalessem a um concurso de prognósticos –, é certo que o êxito nesse mercado tão volátil geralmente premia os operadores mais preparados, isto é, aqueles cuja prática cotidiana está pautada em análises e pesquisas constantes, as quais incluem informações do mercado externo e interno e também o acompanhamento dos balanços e fatos relevantes divulgados pelas companhias.

Entretanto, é cediço que nem todos os investidores estão dispostos a atuar à luz da ética e dos regramentos do mercado de valores mobiliários, sendo exemplo disso o denominado *insider trading* – isto é, o detentor de informações privilegiadas ainda não tornadas públicas – que, para obter proveito no mercado de ações, faz uso abusivo dos dados por ele obtidos, geralmente antecipando movimentos de compra ou mesmo de venda de ativos financeiros que lhe assegure, num futuro próximo, ganhos exponenciais.

Em se tratando de conduta bastante perniciosa à credibilidade e confiabilidade do mercado de valores mobiliários, será demonstrado, no corpo do presente trabalho, que ela não passa despercebida pelo ordenamento jurídico brasileiro, atraindo, na atualidade, consequências jurídicas nas esferas administrativa, civil e até penal, esta última, inclusive, conhecida como o recurso derradeiro (última “*ratio*”).

O presente trabalho foi desenvolvido a partir da utilização do método dedutivo e exploratório, que resultou nesta pesquisa bibliográfica, construída a partir da revisão de artigos, teses acadêmicas, análise legislativa e doutrinária sobre o assunto.

Busca-se impactar o público dos operadores do direito, agentes que monitoram o mercado financeiro, investidores egressos e experientes, dentre outras pessoas que busquem informação relativa à prática ilícita do *insider trading*, com o objetivo de contribuir nesse cenário em desenvolvimento e carente de pesquisas aprofundadas que resultem em uma construção sólida e avançada na tutela do mercado de capitais e da sociedade.

Para isso, o presente trabalho iniciará abordando de maneira sucinta o contexto histórico de surgimento do *insider trading* nos Estados Unidos e sua chegada ao Brasil.

Será tratada a evolução legislativa dentro do ordenamento jurídico pátrio quanto a repressão exercida contra o ilícito *insider trading*, assim como seu conceito, suas classificações e a estrutura dos entes que visam combatê-lo.

Compreendidas as noções acima, serão analisadas as esferas em que o ilícito é punível, discorrendo sobre sua presença no âmbito administrativo, civil e penal.

Por fim, com intuito dar embasamento e solidez ao trabalho, serão tratados casos concretos envolvendo agentes que foram pegos utilizando informações privilegiadas de forma indevida dentro do mercado de valores mobiliários.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 BREVE CONTEXTO HISTÓRICO DO *INSIDER TRADING*

Tudo que existe no mundo possui uma história, possui lapsos temporais que sem eles não seria possível chegar ao conhecimento das soluções para os problemas que atingem a sociedade contemporânea.

Não seria diferente para o *insider trading*. Se hoje há interesse do Estado em buscar maior tutela às relações decorrentes do mercado financeiro através de meios que inibam a prática ilícita do uso de informações privilegiadas é porque no passado práticas semelhantes causaram algum malefício que não gostariam que se replicasse no cenário atual.

Quanto a história do mercado de capitais não há uma origem exata, contudo, diversas situações emblemáticas podem ser recortadas, fornecendo assim dados relevantes.

Segundo Correa (2014), constam em registros que em meados de 1480, quando criou-se a primeira bolsa de valores, na cidade de Bruges, Bélgica, já acontecera uso de informações privilegiadas. Acontecia que participantes que obtinham informações antecipadas de estiagem em campos antes produtivos, ou de safras recordes que estavam por vir, realizavam compras e vendas de contratos futuros de grãos, como exemplo trigo, antes da informação ser divulgada aos outros.

Por volta de 1698, um marco da história do capitalismo, foi fundada a Bolsa de Fundos Públicos de Londres, e 94 anos depois a maior bolsa do mundo foi desenvolvida, a Bolsa de Nova York, conforme Barth (2009).

Além dessas, existem diversas passagens históricas que poderiam ser trazidas, contudo como será possível constatar, quando se trata de *insider trading*, a doutrina é unanime em apontar como local de origem os Estados Unidos, devendo ser estudada a legislação e o contexto histórico, mesmo que de forma sucinta, para compreender a razão dos americanos terem muito a agregar aos demais países em matéria de tutela ao mercado de capitais. Assim, discutiremos no próximo tópico, a origem da legislação que visa a proteção da economia contra atos ilegais praticados por aqueles que detêm informações privilegiadas.

2.1.1 *Insider trading* nos Estados Unidos

Como visto, a vedação do *insider trading* teve sua origem no ano de 1929 nos Estados Unidos, sendo o ponto de partida a quebra da bolsa de Nova York, também chamada de “Crash de 29”. Nas palavras de Sánchez (2019, p. 39) “apurou-se à época que a crise no mercado de capitais teve entre seus causadores diversas práticas fraudulentas, como o *insider trading*”, com isso ficou evidente a imprescindível necessidade de regular essa prática ilícita geradora de vasta crise econômica por todo território americano.

Em 1930, foi instituída, pelo presidente Roosevelt, a política do *New Deal*, adotando inúmeras medidas para contribuir com a transparência do mercado de capitais, entre tais medidas, a principal delas, desenvolvida para reprimir o uso de informações privilegiadas se deu sob a criação da *Securities Exchange Comissions* (SEC) no ano de 1934. Se trata de uma agência federal com atribuições de fiscalizar o mercado de valores mobiliários, com o intuito de torná-lo um ambiente justo, eficiente e protegido aos investidores.

Há dois dispositivos legais desenvolvidos pela legislação norte americana na época, que contribuem para a inibição do *insider trading*, sendo eles: (i) a Seção 16(b) da *Securities Exchange Act* de 1934, que dispõe sobre questões de responsabilidade pessoal do *insider* diante da companhia que pertence; (ii) e a Regra 10 b-5 que passou por modificações em 1942, versando sobre a responsabilidade do *insider* perante a vítima, conforme aponta Lage (2011).

De acordo com Rodrigues (2016), a inserção da SEC na regulação do mercado de valores mobiliários, se dá à luz do princípio da informação plena (*full disclosure*), a fim de trazer estabilidade ao sistema financeiro. Tal princípio sugere que, dentro do mercado de capitais, a informação deve ser plena, seja no aspecto quantitativo, seja no aspecto qualitativo, inadmitindo qualquer forma de informação privilegiada.

A legislação norte americana não estagnou seus mecanismos de combate ao uso de informações privilegiadas, com o passar dos anos desenvolveu também, para dar mais força ao dever de sigilo, a regra 14E-3 de 82. Dois anos depois foi instituído o “*Insider trading Sanctions Act*” que atribuiu a possibilidade de ser aplicada multa civil no montante de até três vezes maior do valor obtido pelos *insiders* que se valeram de informações por vias ilícitas. Sem dúvidas deixou a legislação mais rigorosa.

Proença (2005) destaca que em 2002 foi sancionada a “*Sarbanes-Oxley Act*”, que atua como mais um instrumento de combate a informações financeiras falsas, tendo como objetivo principal dar maior veracidade das informações repassadas ao mercado.

Diagnósticos extraídos de pesquisas feitas pelos professores Renato Vilela, Viviane Muller Prado e Nora Rachman, apontam que “até a década de 1970, além dos Estados Unidos, somente França, Singapura, e Brasil tinham experimentado a aplicação da vedação legal” (PRADO, 2020, p. 2). Em sua obra, apontam ainda, em dados quantitativos, que no ano de 2002, dos 87 países que vinham proibindo o *insider trading*, somente 38 tinham passado por alguma situação que tentou dar punição ao ilícito.

Como se verá no tópico seguinte, muito do que foi desenvolvido pelo direito norte-americano se é contemplado peça legislação brasileira, e dentro desse direito comparado, há algumas obrigações que servem de lentes em ambas as legislações, como o *duty of disclosure* (dever de informar), *duty of care* (dever de diligência) e o *duty of loyalty* (dever de lealdade), que conforme Leães (1982) a violação de um dos deveres ensejaria responsabilidade, com culpa presumida.

Demonstrado o pioneirismo norte-americano, deixa-se clara a importância desse país na regulação de leis pertinentes ao sistema financeiro nacional, trazendo consigo princípios e experiências que influenciam os demais países do mundo. Nesse momento, passa-se ao estudo da evolução legislativa do *insider trading* no Brasil.

2.1.2 *Insider trading* no Brasil e sua evolução legislativa do ordenamento jurídico

Sob influência direta dos Estados Unidos, em 1940, no Brasil, foi editada a primeira norma referente ao dever de informar, extraída do princípio *full disclosure*, informação plena, que representa a obrigação da divulgação de informações relevantes acerca de determinada companhia. Trata-se do Decreto nº 2.627/1940, que sem nenhum intuito de promover padrões e exigências de divulgação de informações relevantes, exigia a elaboração de demonstrações financeiras, aponta Prado (2020). Vale mencionar que o artigo 70 desse decreto, tratava sobre a prestação de informações

ao público, com a ressalva de ser aplicável somente às companhias estrangeiras e quanto a situações específicas, conforme esclarece Proença (2005).

Em seguida, no período de 1965, meio a esse cenário de precariedade informacional, surgiu a primeira norma sobre o uso de informação privilegiada no Brasil, menciona-se a Lei nº 4.728/65 - Lei de Mercado de Capitais (LMC) – que contava com o inciso X, art. 3º que previa atribuição ao Banco Central do Brasil (BACEN) a competência de “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” (BRASIL, 1965).

Observa-se que não houve proibição da prática do *insider trading*, tratava-se de uma norma que delimitava a competência do regulador do mercado de capitais, sendo naquele momento, o BACEN. Prado (2020) sinaliza que a competência mencionada era apenas quanto à fiscalização, e não quanto ao viés punitivo dos agentes que viessem a se beneficiar de informações ainda não divulgadas ao mercado.

Prado (2020, p. 5) intitula esse período como “sistema de informação precário e tímida regulação de vedação do uso de informação privilegiada”, isso se deve à facilidade de manipulação do mercado, em razão das poucas regulamentações e as que eram desenvolvidas vinham omissas, repletas de lacunas.

Com raciocínio semelhante, Müssnich (2015) expõe que é flagrante a deficiência e insuficiência desse primeiro esforço do legislador ao tentar combater ao *insider trading*, podendo-se dizer que o dispositivo não trazia qualquer tipo de base para caracterizar essa prática ilícita.

No mapa mundial do combate ao uso de informação privilegiada, o Brasil merece destaque, em razão de promover a vedação da prática em disposição legal desde 1976, certifica Prado (2020), haja vista que poucos países adotaram tal medida naquela época. A conduta é caracterizada como ilícito administrativo e cível, no fim da década de 70.

Um dos principais acontecimentos de 1976 foi a criação do Comissão de Valores Mobiliários (CVM), instituída através da Lei nº Lei 6.385/76 – Lei dos Valores Mobiliários (LVM), sendo a entidade responsável pela regulação e fiscalização do mercado de capitais, obtendo para si algumas das atribuições que antes estavam a cargo do BACEN, como veremos nos parágrafos adiante.

Também no ano de 1976, outra lei muito relevante foi promulgada, sendo ela a Lei. nº 6.404/76 – Lei das Sociedades Anônimas (LSA) – promoveu diversas regulamentações referentes ao *Insider trading*, dentre elas, trouxe em seu texto legal, a definição de *Insider trading*, que foi reformada em 2001 pela Lei nº 10.303/2001, pelo qual o legislador acrescentou o §4º no art. 155, colocando qualquer pessoa como sendo sujeito passivo da conduta, aduz: “é vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários.” (BRASIL, 2001).

Outras normas presentes na LSA são as classificadas quanto ao caráter preventivo e repressivo – serão abordados especificamente os conceitos das normas preventivas e repressivas em tópicos seguintes -. As normas preventivas, dispostas no art. 157 da referida lei possuem como base o princípio da transparência, tendo o administrador da companhia zelar pelo dever de informação, promovendo transparência entre as negociações no mercado financeiro. Ressalta-se que a divulgação de informações relevantes deve ocorrer não só pelo administrador, como também todo e qualquer membro da companhia que possua acesso à informação. Já as normas repressivas, dispostas no art. 155, remetem ao dever de guardar sigilo, ao dever de lealdade do administrador, na forma do caput e parágrafo primeiro.

Sete anos após o desenvolvimento da LVM e LSA, foi editada a Instrução CVM Nº 31/1984, que conforme PRADO (2020, p.15) “foi a extensão da vedação da prática de *insider trading*”. É importante ressaltar a presença dessa Instrução, pois estabeleceu de forma expressa o dever que outras pessoas, diferentes dos administradores, também possuem de não realizar negociações com base em informações privilegiadas, ainda não divulgadas. Foi enriquecedora a vinda desse regramento, ao passo que ampliou a fiscalização com o aumento de pessoas passíveis de serem responsabilizadas por terem acesso a dados que deveriam ser sigilosos, como por exemplo os acionistas controladores.

Em sequência, somente em 2001, ocorreu a tipificação penal do *insider trading*, no país, a partir da edição da Lei nº 10.303/2001, que adicionou o art. 27-D na Lei nº 6.385/1976, e como se verá adiante, houve posterior alteração, advinda da Lei nº 13.506/2017 que veio simplificar e dar maior abrangência ao texto legal, excluindo do artigo a expressão “da qual deva manter sigilo”, vindo a afastar o dever de sigilo da

informação como condição obrigatória para tipificação do crime. Resumidamente, a nova redação dada ao art. 27-D, veio a adicionar a conduta dos *insiders* secundários, o mesmo não acontecia na primeira redação, que criminalizava somente os chamados *insiders* primários, dos quais discorreremos a respeito em capítulos seguintes.

Em 2002, a CVM publicou a Instrução nº 358/2002, que serviu de lente para interpretação do que se considera como fato relevante, quais são os deveres, as responsabilidades dos agentes responsáveis pela divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias. Foi um verdadeiro marco da época, utilizado pelas companhias abertas, e continua sendo importante hoje, pois serve de instrumento para basear políticas internas quanto a negociação e divulgação de fatos relevantes.

Acontece que recentemente, no dia 23 de agosto de 2021, a CVM revogou a supramencionada Instrução nº 358/2002, com a publicação da Resolução CVM 44/2021.

A nova resolução manteve boa parte da redação que continha na instrução antecedente, alterando e inovando pontos específicos, como mudanças no art. 13, caput e parágrafos quanto à presunção de acesso à informação privilegiada por parte dos *insiders* que antecedem à publicação e divulgação das informações contábeis das companhias de capital aberto, alteração quanto à definição de informação privilegiada – o que iremos abordar mais adiante em nosso trabalho -, dentre outras tantas inovações.

Observa-se, ao passar da evolução legislativa no Brasil acerca desse crime contra o sistema econômico financeiro, que a informação é poder, é um bem precioso, é um elemento capaz de reduzir incertezas e produzir resultados mais assertivos dentro do mercado financeiro. Por essa razão é que se torna tão necessário e imprescindível o aprimoramento legislativo contínuo de meios repressivos à conduta ilícita de negociar ações com base em informações privilegiadas.

2.2. CONCEITO ATUAL DE *INSIDER TRADING*

Insider trading, ou também chamado uso indevido de informação privilegiada é uma prática ilícita, reprovável por vários órgãos reguladores ao redor do mundo, que com

o passar dos anos aumentam sua preocupação em desenvolver mecanismo que inibam com rigor de pessoas cometerem esse delito.

O reconhecido doutrinador José Marcelo Martins Proença, conceitua a expressão do *insider trading* como:

[...] aproveitamento de informações relevantes, ainda não divulgadas ao público, capazes de influir no mercado de capitais, por parte de administradores, principais acionistas, e outros que a elas têm acesso, para negociar com investidores que a tanto se recusariam, pelo menos pelas bases estabelecidas, caso conhecedores das mesmas informações. (PROENÇA, 2005, p. 41).

Atualmente, utiliza-se como conceito legal de *insider trading* o disposto no art. 155, §4º da Lei 6.404/1976 (LSA), já mencionado. Contudo, dada a relevância replicaremos o texto legal, sendo “[...] a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários”. (BRASIL, 2001)

Müssnich (2015) reafirma o dispositivo supramencionado, introduzindo que com o *insider trading*, o sujeito dentro do mercado negocia ações com base em informações que ainda não foram devidamente divulgadas ao mercado, tendo intenção de obter vantagem indevida para si ou para outrem.

Silva e Lage (2017), definem a ocorrência do *insider trading* quando pessoas internas de determinada companhia possuem conhecimento de fato relevante, e que sua divulgação afetará a cotação dos valores mobiliários da companhia, assim, efetuam transação desses valores, sendo que a informação ainda não foi divulgada aos demais investidores do mercado de capitais. Valem-se da informação e negociam valores, buscando obter vantagem indevida para si ou para outrem.

Quanto à vantagem resgatada pelo *insider* infrator, Silva e Lage (2017, p. 43), ainda prelecionam que a

Pode ser tanto o lucro oriundo da negociação de títulos no mercado de capitais (aquisição de valores mobiliários que irão valorizar após a divulgação do fato relevante), **como também** pode decorrer de negociações que visem **evitar um prejuízo iminente**. (grifo nosso).

Como vimos em tópicos anteriores, por se tratar de uma conduta inequivocamente reprovável, o *insider trading* caracteriza ilícito na esfera administrativa, civil e criminal, somando os parágrafos primeiro e quarto do art. 155 da Lei das S.A., já supracitados, é possível concluir para configurar a prática do *Insider trading*, é preciso o preenchimento de três requisitos: a. existência de informação privilegiada não

divulgada ao mercado; b. o acesso a informação privilegiada; e c. a intenção de negociar para obter proveito sob a informação, mencionados e adotados por Mussnich (2015), que os considera elementos formais imprescindíveis.

Além de toda violação aos dispositivos legais constantes no ordenamento jurídico pátrio, a prática do *insider trading* chega a ferir os modelos de condutas pautados na boa-fé objetiva, e princípios como o da igualdade, da vedação ao enriquecimento sem causa, da transparência, lealdade, dentre tantos outros.

2.2.1. Conceito de *insider* e suas classificações

A tradução literal para o idioma português de “*insider*”, indica alguém que se encontra “do lado de dentro”, segundo Tomal (2021), sugere-se a um sujeito que integra, direta ou indiretamente, a estrutura de alguma companhia que emita valores mobiliários que possam ser negociados no mercado de capitais. E “trading” é a modalidade em que se realiza as operações, as negociações dos valores mobiliários, possuindo altíssima liquidez.

Segundo Maciel e Martin (2016), ser um *insider* não é estar cometendo um crime ou praticando algo ilícito. Contudo, esses indivíduos são proibidos de se valerem dos conhecimentos que possuem e das informações privilegiadas para realizar movimentações no mercado financeiro, zelando pelo dever de guardar sigilo – por força do art. 8º da Resolução Nº 44 da CVM.

Há duas classificações elencadas pela doutrina quanto o *insider*, que é aquele que possui acesso às informações privilegiadas, que podem influenciar na cotação de valores mobiliários de determinadas empresas, que ainda não foram lançadas ao público em geral. Veremos a seguir.

2.2.1.1 *Insider* primário

Insiders primários, também chamados pela doutrina de *insiders* institucionais, são aquelas pessoas que por conta do exercício da função que ocupam, possuem contato direto aos fatos relevantes, que tem capacidade de influenciar na cotação de valores mobiliários de determinada sociedade anônima.

Considera-se *insider* primário não somente os administradores de determinada sociedade empresária, mas todo aquele agente que em razão das funções que exercem, têm acesso às informações privilegiadas. Podem ocupar essa classificação consultores financeiros, funcionários públicos, qualquer um que possa vir a ter o primeiro contato ao fato relevante ainda não divulgado aos investidores, será considerado *insider* primário.

Segundo Eizirik (2008), aqueles que ocuparem cargo de administração, ou se encontrem exercendo função, seja ela pública, ou profissão temporária dentro empresa, que o permita ter acesso direto a uma informação de cunho relevante, também é enquadrado nessa classificação.

Bottino e Guerra (2019) trazem como exemplos de *insiders* institucionais os acionistas controladores, aqueles que possuem assento nos conselhos de administração, acrescentando ainda aquelas pessoas que no exercício de uma função, mesmo temporária, possuírem o acesso à informação considerada privilegiada.

Destacamos a partir das leituras dos doutrinadores acima mencionados, assim como outros, dois fatores essenciais para o sujeito se enquadrar nessa classificação: (i) ser agente que receba a informação privilegiada diretamente da sua origem e (ii) deve possuir discernimento, capacidade suficiente para identificar que a informação é de caráter relevante.

2.2.1.2 *Insider* secundário

Os *insiders* secundários, ou “*tippees*”, são aqueles que se beneficiam do fato relevante em virtude do repasse das informações fornecidas pelos *insiders* primários, seja na forma direta ou indireta. Para que o agente seja configurado nessa classificação pouco importa se desconhecia o caráter privilegiado da informação, basta que seja advinda do *Insider* primário e que venha a auferir vantagem indevida para si.

Na distinção com os *insiders* primários, Bottino e Guerra (2019) explicam que no caso dos *insiders* secundários não há necessidade que exerçam cargo de confiança, ou possuam vínculo direto com a companhia, também não têm obrigação de manter sigilo da informação.

2.3 ENTES QUE ESTRUTURAM O COMBATE AO *INSIDER TRADING*

É preciso enfatizar que, para fins de prevenção e reparação de danos ocasionados por condutas irregulares, capazes de comprometer a existência e estabilidade do sistema econômico financeiro, que haja envolvimento direto de entidades governamentais funcionando para atender a demanda corriqueira do mercado. Com a finalidade de esclarecer os órgãos envolvidos ao combate do *insider trading*, damos início a esse capítulo.

Primeiramente, devemos citar o interesse nacional no sentido de que a ordem econômica e financeira do país seja harmônica, transparente e sólida. Partindo dessa premissa, foi desenvolvido o Sistema Financeiro Nacional (SFN), que serve como pilar para o desenvolvimento equilibrado do país, tornando possível a aplicação de punições às condutas que atentem contra a equidade do mercado de capitais, como nos casos de *insider trading*, em que a prática fere os fundamentos e finalidades do Estado Democrático de Direito, conforme aponta Scherer (2017), podendo causar prejuízos inimagináveis ao sistema financeiro brasileiro.

O SFN, apesar de sua regulação ter ocorrido no ano de 1964, através da Lei nº 4.595/64, teve sua relevância após a adesão resguardada pela Constituição Federal de 1988, com capítulo específico, denominado “Do Sistema Financeiro Nacional” (Capítulo IX, Título VII – Da Ordem Econômica e Financeira), disciplinado pelo artigo 192 da CF, com redação dada pela Emenda Constitucional nº 40 de 2003, que dispõe sobre sua estrutura e seu modo de funcionamento.

Trata-se de um mecanismo indispensável para o crescimento econômico do país, pois concentra todo aspecto jurídico que vem a regular as instituições financeiras de crédito, bem como as entidades congêneres que atuam no desenvolvimento da economia popular.

Como órgão deliberativo máximo do SFN, figura o Conselho Monetário Nacional (CMN), tendo como objetivo promover a solidez da moeda e também o desenvolvimento econômico social do Brasil. O papel de regular as condições de funcionamento e fiscalização das instituições financeiras é de competência do CMN, que estabelece as diretrizes gerais das políticas monetária, cambial e creditícia (BRASIL, [196-]).

Na sequência, compete à Comissão de Valores Mobiliários (CVM) no âmbito administrativo, fiscalizar as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários de forma ininterrupta, além de informações relativas ao mercado, os participantes e aos valores nele negociados, vindo a aplicar penalidades aos que infringirem a legislação – conforme art. 8º, inciso II, da Lei nº 6.385/1976. É a entidade que mais interessa no presente trabalho, sendo considerada uma autarquia reguladora, dotada personalidade jurídica própria, vinculada ao Ministério da Fazenda – atualmente, Ministério da Economia -, e seus objetivos norteadores, que são compartilhados com o CMN e estão presentes no art. 4º da Lei nº 6.385/1976, sendo eles:

I - estimular a formação de poupanças e a sua aplicação em valores mobiliários;

II - promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações, e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social de companhias abertas sob controle de capitais privados nacionais;

III - assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados da bolsa e de balcão;

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

a) emissões irregulares de valores mobiliários;

b) atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas, ou de administradores de carteira de valores mobiliários.

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

V - evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado;

VI - assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido;

VII - assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários;

VIII - assegurar a observância no mercado, das condições de utilização de crédito fixadas pelo Conselho Monetário Nacional. (grifo nosso) (BRASIL, 2001).

Seguindo a estrutura, compete ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN) julgar recursos na esfera supracitada, portanto trata-se da instância recursal administrativa. Insta mencionar que é a última instância administrativa que detêm o poder de decidir quanto aos ilícitos praticados no mercado financeiro e valores mobiliários do Brasil, conforme salienta PRADO (2020). Ao Ministério Público Federal (MPF) juntamente com o Poder Judiciário, competem reprimir civil e penalmente a prática.

As entidades supracitadas, cada uma em sua devida área de atuação, empregam esforços com o objetivo de melhorar o ambiente de negócios, deixando-o mais atrativo para os investidores. No cenário contemporâneo, globalizado, tem se demonstrado essencial à repressão dos ataques ao sistema financeiro nacional a atuação desses órgãos, para fins de impulsioná-lo a funcionar de forma harmoniosa, transparente e garantidora de direitos dos investidores.

2.4 ESFERAS EM QUE O ILÍCITO É PUNÍVEL

Conforme relatado, o uso de informações privilegiadas no mercado financeiro constitui um ilícito censurado pela legislação de diversos países, não destoando de tal linha de atuação o Brasil, que inclusive foi um dos pioneiros a desenvolver leis, atos normativos e órgãos específicos com a finalidade de reprimir essa prática que põe em risco a confiança do investidor e toda higidez do Sistema Financeiro Nacional.

Destaca-se que o bem jurídico protegido mais citado pelos pesquisadores e tribunais é a confiança dos investidores. Uma vez comprometida, coloca-se em xeque o funcionamento e a existência de todo mercado financeiro. A dimensão que se espera tutelar ultrapassa a esfera individual, atingindo a coletividade, pois em um ambiente com tantas pessoas realizando operações financeiras de forma simultânea, o anonimato emerge em meio a furtividade propiciada pela massa, tornando-se dificultoso e impossível identificar todos os indivíduos que foram prejudicados de maneira precisa.

Silva e Lage (2017) entendem que o bem jurídico tutelado é a eficiência e confiabilidade do mercado de capitais, com o intuito de se preservar e atingir a finalidade social proposta pelo art. 192 da Carta Magna.

Quanto a precedentes, insta mencionar o emblemático caso “Sadia-Perdigão”, – que será tratado posteriormente – sobre o qual, o Des. Luiz Stefanini, do Tribunal Regional Federal (TRF) da 3ª Região, manifestou-se da seguinte forma:

O bem jurídico tutelado no delito em apreço consiste na confiança depositada pelos investidores no mercado a fim de assegurar o correto funcionamento do mercado de capitais. Ademais, a credibilidade das operações do mercado de valores mobiliários se consubstancia na transparência das informações e na divulgação ampla de fato ou ato relevante a fim de garantir a igualdade de condições a todos os investidores de operar no mercado de capitais. (BRASIL, 2013).

Conforme bem aponta Grandis (2011), o bem jurídico possui perfil supraindividual, transindividual, ou seja, visa resguardar diversos interesses, não apenas de um só indivíduo. A tutela entrelaça toda coletividade de agentes atuantes no mercado, como os investidores, além da própria companhia que é atingida pela conduta ilegal de algum malfeitor.

Para Mendes (2017), no contexto de criminalização do *insider trading*, é fortalecido o direito penal econômico, que por sua vez visa a tutela de bens jurídicos de essência econômica.

O que se espera é a conservação e respeito dos deveres de sigilo, lealdade e informação íntegra dos agentes que possuem, em companhias, acesso direto a dados relevantes sobre determinado assunto interno. A mesma postura ética é esperada daqueles que recebem a informação de forma indireta. Segundo Maciel e Martin (2016), uma vez que se tem o descumprimento dos dispositivos e preceitos legais, ensejando em abuso informacional entra a figura do Estado na tutela do bem jurídico violado, seja no âmbito administrativo, civil ou penal, o agente infrator sofrerá as consequências estabelecidas. Os autores ainda discorrem quanto a consumação do ilícito que “se dá no exato momento da negociação direta ou indireta de títulos mobiliários com base na informação relevante e sigilosa” (2016, p. 58).

Silva e Lage (2017) mencionam quanto ao combate ao *insider trading* normas repressivas e preventivas. Conceituam as normas preventivas como sendo as que visam a transparência, a integridade da informação por parte dos administradores que possuem o dever de comunicar ao público geral aquilo que for considerado relevante dentro das companhias – como exemplo, o já mencionado, art. 157 da LSA. Já as normas repressivas estipulam sanções nas esferas civil, penal ou administrativa aos *insiders* infratores – exemplo, o art. 27-D da Lei nº 6.385/76, que será estudada adiante.

Nesse tópico analisaremos as esferas em que são possíveis denunciar e lutar contra os agentes que se beneficiam da prática do *insider trading*, buscando assegurar a efetividade da repressão e um ambiente transparente e igualitário no campo das negociações de ativos.

2.4.1 Âmbito administrativo

Sensível, palavra que define perfeitamente a postura do mercado se conduzir frente à determinada informação, capaz de gerar efeitos imediatos no valor de determinada cotação. Não à toa o legislador impôs aos administradores das companhias o dever de lealdade, diligência e transparência – já mencionados -, a fim de que não haja ruídos ao que é passado aos investidores.

Ter acesso e utilizar informação privilegiada traz a possibilidade de retornos astronômicos para poucos investidores e, no outro verso, prejuízos para aqueles desprovidos de tal informação, ficando demonstrado flagrante desequilíbrio na decisão sobre seus investimentos, conforme bem aponta o Comitê Consultivo de Educação da CVM (2017).

Com base nisso, é válido falar a respeito de procedimentos e políticas internas que companhias financeiras adotam, com o fim de evitar comunicações entre empregados, pessoas que percorrem ambientes internos, impedindo a troca de informações privilegiadas dentro das companhias – essa prática é conhecida mundialmente pela denominação de *chinese walls*. Também de acordo com o Comitê Consultivo de Educação da CVM (2017), trata-se de mais uma medida tomada pelas empresas para dar segurança aos investidores e evitar conflito de interesse envolvendo o uso de informações privilegiadas.

Feitas tais considerações, as sanções no âmbito administrativo são consideradas as mais severas, uma vez que possuem aptidão de atingir diretamente a capacidade do agente infrator na sua participação dentro do mercado financeiro, além de trazerem imensos prejuízos patrimoniais.

O combate ao *insider trading* é um dos principais focos da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), órgão responsável não só pela fiscalização, mas, também, pela aplicação de penalidades administrativas.

O artigo 11 da Lei nº 6.385 de 1976, após as modificações na redação dada pela Lei nº 13.506/2017, enuncia o seguinte:

Art. 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;

III - (revogado);

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. [...]" (BRASIL, 2017a).

De fato, é abrangente o leque de punições que a CVM tem a seu dispor para sancionar aqueles que praticam o *insider trading*, circunstância esta que, por si só, já deveria incutir nos administradores das sociedades empresárias um cuidado redobrado, sobretudo com as questões afetas à governança corporativa.

Apenas para que se tenha uma ideia, a partir do momento em que se aplica a determinado indivíduo infrator a pena de inabilitação temporária de cargos de administrador e conselheiro haverá um impedimento duradouro ao exercício da sua atividade – o qual poderá durar, a depender das circunstâncias, até 20 anos – situação que implica verdadeira “pena de morte” da pessoa jurídica, conforme paralelo efetuado por Rodrigues (2016).

Cellim (2016) aponta ainda que, quanto à multa no plano administrativo não tem finalidade ressarcitória, de modo que os investidores prejudicados devem entrar com demanda mediante postulação de ação civil para reaver os valores perdidos. Depreende do ponto de vista que a CVM, nesse caso, não tem a obrigação de tutelar

os interesses individuais das pessoas lesadas, devendo elas mesmas buscarem na esfera cível reaver os prejuízos que sofreram.

Em sequência, também constitui infração administrativa, possuindo tipificação no art. 155 da Lei nº 6.404/76 (LSA):

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. [...] (grifo nosso) (BRASIL, 1976).

Observa-se na leitura do dispositivo uma gama de informações que sinalizam sobre a influência do administrador dentro da companhia para com os agentes atuantes dentro do mercado financeiro, devendo os administradores zelarem pelo dever de lealdade à companhia.

O dispositivo ainda menciona no parágrafo primeiro que ao administrador cabe o dever de manter sigilo sobre qualquer informação ainda não divulgada ao mercado, a qual deve preencher dois requisitos: (i) ser apta a influenciar de modo ponderável a cotação de valores mobiliários e; (ii) que através da função exercida o administrador tenha obtido conhecimento dela. O mesmo parágrafo finaliza suscitando que o administrador não pode se utilizar das informações para obter vantagens para si ou para terceiros.

Nesse ponto, fazendo um breve comparativo com a SEC, nos Estados Unidos, Rodrigues (2016) cita lições trazidas pelos professores Maria Elisabeth Ramos e José de Faria Costa, os quais apontam que aquele que detém informações privilegiadas

deve escolher um caminho dentre duas alternativas possíveis: divulgar a informação de forma abrangente (respeitando a legislação específica) ou, caso decida omitir a informação, deve também se abster de promover negociações de ações para obter proveito econômico, assim como não repassar a terceiros.

Retomando a análise do art. 155, da LSA, no parágrafo segundo, o legislador atribuiu ao administrador o dever de não deixar que a informação seja utilizada por seus subordinados ou terceiros de sua confiança, podendo ser configurada a responsabilidade por omissão.

No parágrafo terceiro, a seu turno, é trazida a possibilidade do agente prejudicado ser reparado pelos danos ocorridos, ou seja, trata-se da responsabilização civil do administrador pelos danos por ele causados. Analisaremos essa parte no tópico seguinte, quando tratarmos do *insider trading* no âmbito civil.

O fator determinante é para caracterização da assimetria informacional: relevância e sigilo da informação capazes de colocar em risco o funcionamento harmônico do mercado financeiro.

2.4.2 Âmbito civil

Quando há o dever de reparar eventuais danos causados à empresa, aos acionistas, ou até mesmo a terceiros e quaisquer investidores lesados pela prática do uso indevido de informação privilegiada, caracteriza-se a responsabilidade civil do criminoso.

Há diversas formas de buscar a tutela jurídica dos direitos, seja demandando pela individual, seja ingressando pela via coletiva. Como bem preleciona Prado (2020), as ações judiciais coletivas promovem a redução de custos judiciais, economia processual e ampliação da tutela jurisdicional. Constituem ferramentas disponibilizadas àqueles que tiveram seu patrimônio ofendido por praticantes do *insider trading* no mercado de valores mobiliários a fim de que sejam ressarcidos pelos prejuízos sofridos ou, como diz os autores dizem “para que haja indenização por danos difusos causados ao mercado” (PRADO, 2020, p. 59) Em sequência, insta mencionar a Lei nº 7.913/1989 que dispõe sobre a ação civil pública de responsabilidade por danos causados aos investidores no mercado de

valores mobiliários, tendo competência para instaurá-la, de ofício, o Ministério Público Federal ou a CVM – esta última, novidade trazida pela redação da Lei 14.195 de 2021, que alterou o caput do art. 1º e o §2º do art. 2º desta lei -. Essa lei entrou no ordenamento jurídico brasileiro para dar maior proteção aos investidores do mercado financeiro de forma específica, haja vista que a lei antecessora, ainda vigente - Lei nº 7.347/85 – não fornecia em seu texto a tutela necessária aos investidores.

Feitas considerações acima quanto às ações judiciais coletivas, segue-se. Em 2001, como já citamos anteriormente, uma série de modificações e incrementos ocorreram na Lei nº 6.404/76 – LSA -, através da Lei nº 10.303/2001. Dentre eles, foi incluído ao art. 155 o parágrafo 4º, que possui a seguinte redação: “É vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários” (BRASIL, 2001).

Essa alteração transformou em ilícito civil a conduta praticada pela figura dos *insiders* secundários, que antes não sofriam punição por negociar dentro do mercado financeiro fazendo uso de informação relevante com intuito de obter vantagem indevida para si ou outrem. Agora, podem responder civilmente por isso.

Ainda quanto ao dispositivo supramencionado, é destacado por Silva e Lage (2017, p. 48) que:

[...] aquele que pratica o *insider trading*, necessariamente estará obrigado a indenizar a pessoa que foi vítima do uso indevido de informações privilegiadas. Contudo, a legislação que rege a matéria, não prevê a hipótese de se anular o negócio jurídico realizado entre o *insider* e o investidor prejudicado, até porque previsão legislativa nesse sentido causaria grande dano ao mercado, tendo em vista a existência de transações em massa e consecutivas.

Assunto que deve ser estudado nos próximos anos pelos pesquisadores é quanto à possibilidade de anulação do negócio jurídico firmado entre o *insider* infrator e o investidor prejudicado, como apontam os autores acima, haja vista o imenso volume de operações financeiras realizadas dentro de um curto espaço de tempo, dificultando rastrear os agentes e suas ordens de forma precisa dentro do mercado financeiro.

Outros aspectos cíveis merecedores de apreciação são os artigos 158 e 159, também da LSA, que trabalham as matérias referentes à responsabilidade dos administradores e a ação de responsabilidade civil contra o administrador, respectivamente. Conforme disposição legal, o administrador irá responder civilmente pelos prejuízos que causar:

i. quando proceder dentro de suas atribuições ou poderes, com culpa ou dolo; ii. quando agir com violação da lei ou do estatuto. E a ação de responsabilidade civil por conta dos prejuízos causados ao patrimônio da companhia contra o administrador será de legitimidade da própria companhia instaurá-la, mediante prévia deliberação da assembleia-geral.

Com isso, se demonstrado o nexo de causalidade entre o prejuízo experimentado pela companhia e o *insider trading* praticado por algum administrador, este poderá, ainda, ser responsabilizado civilmente por meio de ação proposta pela mesma sociedade.

Frisa-se que, nos moldes do art. 165 da LSA, os membros do conselho fiscal da empresa têm deveres iguais aos dos administradores, e em caso de danos causados por omissão de seus deveres, responderão por eles, analisando seus atos praticados com dolo ou culpa, ou que vierem a violar a lei ou estatuto.

Silva e Lage (2017), apresentam o dever de diligência do administrador, insculpido no art. 153 da LSA e no art. 1011 do Código Civil (CC) brasileiro, este último aduz: “o administrador da sociedade deverá ter, no exercício de suas funções, o cuidado e a **diligência** que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração de seus próprios negócios” (grifo nosso). Assim como os deveres de lealdade e informação, o administrador tem a obrigação de zelar pela postura ética de seus serviços, é essa postura que a companhia espera de seus profissionais internos e é o determinado pela lei.

É válido comentar que, ao violar os deveres citados no parágrafo anterior, a ilicitude da conduta do criminoso fere frontalmente o princípio da boa-fé objetiva da relação jurídica entre os agentes negociantes das ações no mercado financeiro, conforme art. 113 do CC/2002 aduz: “os negócios jurídicos devem ser interpretados conforme a boa-fé e os usos do lugar de sua celebração”. (BRASIL, 2002).

Brevemente, para conceituar negócio jurídico, o doutrinador Flávio Tartuce (2019) define como ato jurídico em que existe a partir de uma composição de interesses das partes com uma finalidade específica. No mercado financeiro a relação entre os sujeitos é firmada com o fim de “comprar e vender” ativos por um determinado valor; para que um venda, outro indivíduo deve comprar para que assim a negociação seja exaurida, liquidada por completa.

Retornando à análise da capacidade de responsabilidade civil, há que se destacar que a ocorrência da prática do *insider trading* desencadeia prejuízos incomensuráveis à imagem da empresa envolvida no escândalo, conforme noticiado por D'Andréa (2013). De forma síncrona fere todo o mercado de valores mobiliários, ao passo que retira do investidor a confiança de depositar seu patrimônio em um ambiente inseguro, obscuro.

Observa-se que ao atingir a imagem de determinada empresa, conforme supracitado, gera danos que acarretam ferimentos à honra objetiva da companhia, dando margem, portanto, a danos extrapatrimoniais passíveis de compensação por danos morais, acarretados à credibilidade, estabilidade e eficiência do mercado de capitais.

Seguindo nessa linha de raciocínio, com relação à pessoa jurídica cuja honra objetiva foi atingida, esta poderia postular do infrator - o agente responsável pelo uso abusivo da informação privilegiada - uma demanda judicial, postulando do infrator uma compensação/reparação pelo dano moral sofrido. Tal interpretação encontra amparo legal na súmula nº 227 do Superior Tribunal de Justiça (STJ) que dispõe “a pessoa jurídica pode sofrer dano moral” (BRASIL, 1999).

Com relação aos danos causados ao mercado de capitais de forma genérica, seria possível pensar, em tese, na postulação de “danos morais coletivos”, cuja postulação poderia ser veiculada em “ação civil pública”, ajuizada pelo MPF em face do agente responsável pelo uso abusivo da informação privilegiada. Com relação aos “danos morais coletivos”, o STJ, em numerosos julgados, tem delineado suas hipóteses de cabimento, asseverando o seguinte:

É cabível, em tese, por violação a direitos transindividuais, a condenação por dano moral coletivo, como categoria autônoma de dano, a qual não se relaciona necessariamente com aqueles tradicionais atributos da pessoa humana - dor, sofrimento ou abalo psíquico. Precedentes.[...]. (grifo nosso) (BRASIL, 2020).

O Código Civil, por sua vez, também pode ser invocado para responsabilizar aqueles que cometem o ato ilícito, a fim de que seja reparado qualquer dano advindo da (i) violação do direito do investidor ou que (ii) exceda os limites impostos pelo seu fim econômico ou social, pela boa-fé ou pelos bons costumes, conforme se pode depreender dos arts. 927, 186 e 187 da referida codificação.

Antes prosseguir, é relevante rememorar que, conforme o art. 935 do Código Civil: “A responsabilidade civil é independente da criminal, não se podendo questionar mais

sobre a existência do fato, ou sobre quem seja o seu autor, quando estas questões se acharem decididas no juízo criminal” (BRASIL, 2002).

Portanto, a busca da reparação na esfera cível não fica obstada caso exista uma demanda penal concomitante. Entretanto, não mais se poderá questionar sobre a existência do fato ou sobre quem seja o seu autor se estas questões se acharem categoricamente decididas no juízo criminal.

2.4.3 Âmbito penal

Inicialmente, como já abordamos, até o ano de 2001 o *insider trading* era punido somente no plano administrativo através da CVM e civilmente nas hipóteses de reponsabilidade civil a fim de reparar danos causados aos agentes investidores lesados. Com o advento da lei 10.303/2001 a prática do *insider trading* foi configurada como crime em nosso ordenamento jurídico, havendo pela primeira vez a expansão da tutela estatal para o campo do Direito Penal Econômico, após a inserção do art. 27-D na Lei 6.385/76, sendo destinado à repressão do “Uso indevido de informação privilegiada”, que sofreu última alteração dada pela Lei nº 13.506/2017. Nesse sentido elaboramos um quadro comparativo a fim de demonstrar essa alteração da redação do dispositivo.

Quadro 01 - Quadro comparativo entre as modificações da redação do art. 27-D na Lei 6.385/76

Art. 27-D da Lei 6.385, de 1976, conforme a redação dada pela Lei 10.303, de 2001	Art. 27-D da Lei 6.385, de 1976, conforme a redação dada pela Lei 13.506, de 2017
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:	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.	Pena – Reclusão, de 1 (um) a 5 (cinco) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime.
§ 1º Incorre na mesma pena quem repassa informação sigilosa relativa a fato relevante a que tenha tido acesso em razão de cargo ou posição que ocupe em emissor de valores mobiliários ou em razão de relação comercial, profissional ou de confiança com o emissor.	§ 1º Incorre na mesma pena quem repassa informação sigilosa relativa a fato relevante a que tenha tido acesso em razão de cargo ou posição que ocupe em emissor de valores mobiliários ou em razão de relação comercial, profissional ou de confiança com o emissor.
	§ 2º A pena é aumentada em 1/3 (um terço) se o agente comete o crime previsto no caput deste artigo valendo-se de informação relevante de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo.

Fonte: Elaboração própria.

É interessante ressaltar que antes da edição da Lei 13.506 de 2017 no dispositivo supramencionado, o tipo penal era objeto de grande debate doutrinário, conforme aponta Bottino e Guerra (2019), haviam diversas teses e questionamentos quanto a aplicabilidade e o alcance do artigo. Após a edição os debates foram renovados e observou-se maior simplificação do texto e aumento do alcance do tipo penal, que ao olhar de Tomal (2021), tendo como intuito dar maior eficácia da repressão do ilícito, criminalizando-o em todas as suas facetas.

Antes da edição da Lei de 2017, o tipo penal era aplicável somente àquelas pessoas que deviam zelar pelo dever de guardar sigilo, realizavam negociações no mercado de capitais utilizando informações recebidas por conta da função que ocupavam em seus cargos. Dessa forma, a punição era aplicada estritamente aos “*insiders primários*” – classificação que será analisada adiante.

Após a edição da Lei de 2017, as modificações na redação afastaram o dever de sigilo como um elemento do tipo, dando abertura para que qualquer pessoa que venha utilizar informação privilegiada com o intuito de negociar no mercado de capitais seja responsabilizada penalmente. Portanto, a possibilidade de punir, agora, alcança os “*insiders secundários*”, que antes eram penalizados apenas na esfera administrativa. Ainda quanto as novidades trazidas com a edição promovida pela Lei 13.506 de 2017, no art. 27-D da Lei 6.385/76, acrescenta Bottino e Guerra (2019, p. 3): “o legislador ainda previu a punição do agente que transmite a terceiros a informação adquirida a partir do cargo ou posição que ocupa, ainda que não faça uso do recurso em negociação no mercado de capitais nem tenha a finalidade de obter vantagem”.

Ao analisar a pena ao condenado pela prática, observa-se que não houve alterações com a promulgação da Lei 13.506, de 2017, contudo, foi acrescentado o §2º ao art. 27-D, que estabelece um aumento de 1/3 da pena, nos casos do agente que deveria obrigatoriamente zelar pelo sigilo, negociar ações para obter vantagem indevida. Prado (2020, p. 31), frisa “[...] a prática da conduta por titular de dever de sigilo não é mais pressuposto do tipo, mas causa de aumento de pena aplicável [...]”.

Há que se destacar que o dispositivo penal é uma norma penal em branco, visto que se faz necessário extrair dados de diversas legislações como, da LSA, da L. 6.385/76 e da Resolução Nº 44 da CVM, de forma complementar, com a finalidade do intérprete conseguir utilizar integralmente o artigo. Conforme aponta Capez (2017, p. 47), o conceito de norma penal em branco é “uma norma cuja descrição da conduta está incompleta, necessitando de complementação por outra disposição legal ou regulamentar”.

Reitera-se a postura do legislador em optar por simplificar o tipo penal através dessas alterações, a fim de propiciar um cenário abrangente de incriminação dos sujeitos que cometem o ilícito de se valer de informações relevantes de forma indevida no mercado de capitais.

Nota-se que as modificações substanciais dos requisitos para configuração do *insider trading*, promovidas pelo legislador, visaram tornar a repressão mais contundente. Apesar disso, doutrinadores acreditam, e dados empíricos sinalizam, que essas alterações não alcançam o objetivo pretendido. Trata-se de um crime complexo em toda sua estrutura, questão que torna dificultosa a coleta de provas robustas, requisito

essencial para incriminação dos agentes na esfera penal, obstaculizando o combate efetivo do ilícito tenebroso ao mercado de capitais.

Fator que se faz importante discorrer é sobre a característica do Direito Penal ser aplicado em nosso ordenamento jurídico somente em *ultima ratio*, ou seja, deve perpetrar de forma subsidiária a outros meios de sanção, como na esfera administrativa e civil. Na visão de Rodrigues (2016, p. 233):

A regulação reativa ou sancionatória deve sempre ceder à regulação estratégica proativa, sob o espectro conjugado dos princípios da subsidiariedade e da eficiência. Quanto menos gravoso o grau de intervenção e satisfatório o resultado por ele obtido, mais eficiente é a regulação econômica.

Ainda na seara criminal, destaca-se, também, com nitidez a presença de deveres fundamentais que visam ser respeitados pelo dispositivo legal, sendo eles o dever de informar, o de manter sigilo e o de lealdade junto dos demais participantes.

Com o intuito de dar ênfase àqueles que possuem o dever de guardar sigilo, a Resolução CVM nº 44 de 2021 traz em seu art. 8º a seguinte redação:

Art. 8º Os acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, e empregados da companhia, devem guardar sigilo das informações relativas a ato ou fato relevante às quais tenham acesso privilegiado em razão do cargo ou posição que ocupam, até sua divulgação ao mercado, bem como zelar para que subordinados e terceiros de sua confiança também o façam, respondendo solidariamente com estes na hipótese de descumprimento (CVM, 2021).

Assim, demonstra-se a responsabilidade que um acionista controlador, diretor, membros do conselho fiscal e administrativo, dentre outros agentes que compõem o quadro de funções técnicas ou consultivas de determinada companhia, possuem diante as informações relevantes que circulam dentro da estrutura em que exercem suas funções. Na hipótese de vazar dados sigilosos, desencadeará assimetria informacional entre os investidores que possuem acesso e aos que não possuem, podendo vir a acarretar efeitos maléficos, como por exemplo a perda de confiança dos investidores lesados no mercado, causando então um prejuízo financeiro incalculável ao país.

Proença (2005) aponta, quanto ao sujeito ativo, por razão da ocupação que exerce, por seu ofício, tem contato direto com informações privilegiadas, sendo por exemplo os administradores da companhia, dentre outros, que devem zelar pelo sigilo. Contudo, como visto, terceiros também podem punidos, como preceitua o art. 29 do

Código Penal. Já os sujeitos passivos o autor descreve como sendo os investidores lesados e a companhia, também prejudicada pelo ilícito.

A competência para julgar crimes envolvendo o *insider trading* é da Justiça Federal, com competência recursal, portanto, dos Tribunais Regionais Federais (TRF's). A justificativa se dá pelo que se concebe na Carta Magna, especificadamente, no art. 109 que atribui aos juízes federais a competência para processar e julgar crimes, nos casos determinados por lei, contra o sistema financeiro e a ordem econômico-financeira (inciso VI).

Há também exemplos, consolidados pelo Superior Tribunal de Justiça quanto à competência federal para julgar crimes envolvendo o ilícito, um deles é o RHC nº 82.799, que segue:

[...] A regra prevista no art. 109, VI, da CF fixa a competência federal para o processamento e o julgamento dos crimes contra o sistema financeiro e contra a ordem econômico-financeira, desde que determinados por lei, isto é, conquanto haja previsão expressa acerca dos crimes financeiros quanto à competência federal, como ocorre, por exemplo, com a Lei n. 7.492/1986, em seu art. 26. 4. A Lei n. 6.385/1976, ao dispor sobre os crimes contra o mercado de capitais - os quais, ao menos em tese, poderiam atingir o complexo sistema financeiro -, nada previu a respeito da competência. Logo, sob o prisma do art. 109, VI, da Constituição Federal, não se justificaria a vis atractiva do Juízo Federal; entretanto, mostra-se equivocado concluir nessa direção com base na análise isolada do referido dispositivo. É necessário verificar se o delito, como se depreende na espécie, se enquadra em alguma das hipóteses previstas no art. 109, IV, da CF. Precedentes. 5. Em qualquer caso de delito que repercuta no sistema financeiro ou que faça parte dos crimes contra a ordem econômico-financeira, cuja legislação que os prevê não contenha dispositivo específico que importe na fixação da competência federal, há que se avaliar, no caso concreto, a existência de circunstância de fato que demonstre a existência de efetiva lesão a bens, serviços ou direitos da União, de suas autarquias ou empresas públicas. **Assim, nessas hipóteses, mesmo que não haja previsão na legislação infraconstitucional, como é a exigência do art. 109, VI, da Constituição Federal, o delito será processado e julgado perante a Justiça Federal, mas por incidência do disposto no art. 109, IV, da Lei Maior.** [...] (grifo nosso) (BRASIL, 2018).

A legitimidade ativa para propor ação penal pública é do Ministério Público Federal. Objeto de análise em tópico futuro, traremos o famoso caso envolvendo Sadia e Perdigão, o qual foi julgado pelo TRF da 3ª Região.

Conforme Santos (2009), o crime cometido pelo sujeito que pratica o *insider trading* é classificado como formal e de perigo abstrato. Isso significa dizer que não se faz necessário que o agente consiga obter a vantagem que inicialmente desejava, bastando, para a configuração, que haja o potencial lesivo do ilícito.

Destaca-se ainda, que a vontade consciente da utilização do fato relevante ainda não divulgado, para negociação de ativos no mercado de valores mobiliários, em nome próprio ou de terceiros, é o elemento subjetivo do delito, conforme informa o Comitê Consultivo de Educação da CVM (2017). Entra-se no tópico para detalhar o conceito de fato relevante.

2.4.3.1 Fato relevante

Observa-se que para que se configure o ilícito é necessário que o agente possua acesso à informação relevante ainda não divulgada ao mercado e que em sequência obtenha proveito para si ou para outrem desta informação. Portanto, insta fazer necessário discorrer brevemente sobre o que se considera “relevante”.

Nas palavras de Tomal (2021, p. 12), “a relevância é apurada em função do impacto potencial da informação sobre a decisão dos investidores de comprar, vender ou manter valores mobiliários, com influência sobre a cotação destes em bolsa.”.

Nos moldes do disposto na Resolução CVM nº 44, de 2021, no artigo 2º, define-se ato ou fato relevante:

Considera-se relevante, para os efeitos desta Instrução, 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;

III - na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados (CVM, 2021).

Na leitura do dispositivo é possível sintetizar que o fato relevante é aquele que tem a capacidade de influir de modo ponderável na cotação dos valores mobiliários e na decisão dos investidores. Destaca-se a necessidade do fato ser tão expressivo a ponto de influenciar a direção que o mercado se posicionará diante da notícia quando chegar ao público de investidores em geral.

Lucchesi (2011), aponta que é o fato de a informação não ser conhecida pelo mercado em geral que a faz ser relevante, trazendo vantagem e privilégio àquele que a possui

em relação aos demais investidores que participam do mercado de capitais. Portanto, não trata de qualquer tipo de informação, devendo ser considerada relevante a que possuir capacidade de influir na cotação dos valores ou na decisão dos investidores e que devam ser mantidas em sigilo.

No parágrafo único do art. 2º da Resolução há um rol exemplificativo, contendo vinte dois incisos, de atos ou fatos considerados relevantes.

Recentemente, com a publicação da Resolução CVM nº 44/2021, no art. 13, caput, parágrafo primeiro, incisos V e VI, um novo conceito de informação relevante foi adicionado:

Art. 13. É vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, mediante negociação de valores mobiliários.

§ 1º Para fins da caracterização do ilícito de que trata o caput, presume-se que:

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 (grifo nosso) (CVM, 2021).

Com essas inovações significativas, reitera-se, agora podendo presumir que algumas informações ou fatos são relevantes após um dado momento. Conforme o dispositivo, é possível presumir que a informação é relevante quando se inicia estudos ou análises referentes a matérias sensíveis da companhia, como operações de incorporação, cisão total ou parcial, fusões, e em outros casos constantes no texto legal. Também foi adicionada outra novidade, agora são presumidas relevantes as informações que versarem sobre solicitações de recuperação judicial ou extrajudicial e de falência solicitados pela companhia. O momento em que se inicia o aspecto relevante é quando iniciados os estudos ou análises relativas a tal pedido.

Insta mencionar que, tratam-se de presunções relativas, que necessitam de análise em conjunto com outros elementos que sejam capazes de indicar se o ilícito previsto no caput foi ou não praticado de fato, conforme aponta o parágrafo segundo, inciso I, do referido dispositivo. Sob esse aspecto, foi uma das mudanças trazidas pela

Resolução, merecedora de análise, é a substituição do termo “vedações” por “presunções”.

Para que uma informação perca sua característica de ser privilegiada, discorre Maciel e Martin (2016, p. 55):

Somente a divulgação pública dessas informações confidenciais as liberará da qualidade jurídica de informação privilegiada e permitirá ao *insider*, em igualdade informacional aos demais investidores externos à companhia, negociar títulos mobiliários no mercado de capitais.

Assim, concluída a análise das esferas administrativa, civil e penal, chega-se ao tópico dos casos práticos envolvendo a presença do *insider trading*.

2.5 CASOS CONCRETOS

2.5.1 Sadia-Perdigão

Um dos casos mais emblemáticos na seara criminal envolvendo a prática do *insider trading* sem sombra de dúvidas é o da Sadia-Perdigão, tendo em vista que até os dias de hoje é a única condenação penal com trânsito em julgado.

O evento decorreu após o envolvimento de um ex-diretor de finanças e relações com investidores da Sadia (Luiz Gonzaga Murat Júnior), de um ex-superintendente de empréstimos estruturados do ABN Amro – banco que fornecia assessoria a operação - (Alexandre Ponzio de Azevedo) e de um ex-conselheiro da Sadia (Romano Ancelmo Fontana Filho), serem acusados de utilização de informação privilegiada após realizarem movimentações, no mercado financeiro, negociando *American Depositary Receipts* (ADRs) da Perdigão na Bolsa de Nova York no ano de 2006.

A informação relevante que detinham era de uma Oferta Pública de Aquisição (OPA) que a Sadia realizaria para adquirir todas as ações que haviam da empresa concorrente. Tal junção entre as companhias iria gerar um acréscimo na cotação dos valores das ações antecipadamente adquiridas pelos acusados, gerando vantagem indevida a eles em comparação aos demais investidores.

Faz-se importante mencionar que foi a primeira denúncia pela prática do delito na esfera criminal, conforme salienta Prado (2020), tendo sido oferecida pelo MPF de São Paulo no ano de 2009 – ação essa que decorreu após celebração de convênio

entre o órgão citado e a CVM com o intuito de reprimir a prática do *insider trading* no ano de 2008.

Outra característica inédita à época foi a colaboração internacional envolvendo o Brasil, através da CVM e os Estados Unidos, através da *Securities and Exchange Commission* – SEC. A união entre os países ocorreu em virtude das negociações realizadas pelos executivos do grupo e o executivo da instituição financeira terem sido executadas em sede de paraíso fiscal na bolsa de valores americana.

Prado (2020) resgata os fatos da época apontando que o ex-diretor de relações com investidores desembolsou lucro de US\$ 58,5 mil, o ex-conselheiro lucrou US\$ 139,1 mil e o ex-superintendente do banco US\$ 51,6 mil dólares.

Conforme consta na Ação Penal nº 0005123-26.2009.4.03.6181, na primeira instância as condenações foram as seguintes: (i) o ex-diretor teve decretada pena privativa de liberdade de um ano e nove meses de reclusão, tendo regime estipulado inicialmente aberto, que foi substituída por inabilitação do exercício do cargo de administrador ou conselheiro fiscal da companhia aberta até o prazo da pena de reclusão, além de ter que arcar com multa no valor de mais de R\$ 349.000,00 reais; (ii) ao ex-conselheiro foi decretada pena privativa de liberdade de um ano, cinco meses e quinze dias de reclusão, tendo, também, regime inicial na modalidade aberta, que foi substituída por proibição do exercício do cargo de administrador ou conselheiro fiscal da companhia aberta pelo prazo da pena de reclusão, além de ter que arcar com multa no valor superior a R\$ 374.000,00 reais. Quanto ao ex-superintendente, este, celebrou termo de compromisso e pagou valor de R\$ 238.000,00 reais, após julgamento de Processo Administrativo Sancionador da CVM, destaca Prado (2020).

Em sede de 2ª instância, no ano de 2013, o TRF da 3ª região, por meio do voto do Desembargador Federal Exmo. Sr. Luiz Stefanini, decidiu da seguinte forma:

[...] Em razão da gravidade do ato ilícito cometido pelos acusados, que colocou em risco o correto funcionamento do mercado de valores mobiliários, a astúcia de um dos réus, ao se utilizar de uma empresa offshore com propósito de ocultar das autoridades brasileiras a negociação de valores mobiliários, e o grande lucro potencialmente auferido, **fixo o valor mínimo a título de reparação de danos morais coletivos**, em consonância com as disposições contidas no artigo 11, §1º, inciso III, da Lei nº 6.385/76 **em R\$ 254.335,66 (duzentos e cinquenta e quatro mil, trezentos e trinta e cinco reais, e sessenta e seis centavos) para o acusado Luiz Murat, e de R\$ 305.036,36 (trezentos e cinco mil, trinta e seis reais, e trinta e seis centavos) para o acusado Romano Ancelmo**, em virtude da vantagem econômica obtida, conforme foi apurada na decisão de primeiro grau.

Há de se ressaltar que o quantum fixado acima para cada um dos réus foi a título de valor mínimo para reparação dos danos causados pelo delito, sendo que nada impede o ajuizamento eventual da ação de natureza coletiva no juízo cível. [...] (grifo nosso). (BRASIL, 2013).

Nota-se que ocorreu a majoração das penas dos réus, destacando a gravidade do crime que cometeram, colocando em risco a integridade do sistema financeiro nacional, o funcionamento do mercado de valores mobiliários, e também, a segurança dos investidores. Além disso, o desembargador relator ressaltou que os valores fixados da multa foram especificamente voltados aos danos causados pelo delito, deixando clara a possibilidade de ingresso de ações coletivas dos agentes prejudicados na esfera cível.

Em seguida, no ano de 2016, em sede de Recurso Especial ao STJ – REsp. 1.569.171/SP -, por meio do voto do Ministro Relator Exmo. Sr. Gurgel de Faria a corte reconheceu a prescrição da pretensão punitiva, nos termos do art. 109, V, c/c o art. 110, §1º, ambos do Código Penal do ex-conselheiro – Romano Ancelmo. Quanto ao ex-diretor – Luiz Gonzaga Murat – a corte julgou pelo afastamento da condenação ora arbitrada, para reparação a título de danos morais coletivos.

Por fim, somente no ano de 2017, após última tentativa de recurso dos réus, ocorreu o trânsito em julgado da ação no momento em que a 2ª Turma do Supremo Tribunal Federal – Relator: Min. Dias Toffoli -, negou provimento ao Recurso Extraordinário com Agravo Regimental. Vislumbra-se a ementa abaixo:

Agravo regimental no recurso extraordinário com agravo. Matéria criminal. Pena. Dosimetria. Ofensa reflexa ao texto constitucional. Apelação. Reformatio in pejus. Não ocorrência. Efeito devolutivo do recurso da acusação. Precedentes. Agravo não provido. 1. O exame de legislação infraconstitucional é inadmissível em recurso extraordinário, por configurar ofensa reflexa à Constituição. 2. A jurisprudência do Supremo Tribunal é pacífica no sentido de que a questão relativa à dosimetria da pena configura ofensa reflexa ao texto constitucional, por demandar exame prévio da legislação infraconstitucional. 3. Por força do efeito devolutivo da apelação, todo o conhecimento da matéria impugnada é devolvido ao Tribunal ad quem (RHC nº 122.178/SP, Primeira Turma, de minha relatoria, DJe de 17/11/14). 4. Na espécie, limitou-se o tribunal local, com estrita aderência ao recurso da acusação, a indicar os elementos que, a seu ver, melhor densificavam os vetores negativos considerados pela sentença na fixação da pena-base e que tornavam mais censurável a conduta do agravante. 5. Agravo regimental a que se nega provimento. (BRASIL, 2017b).

Portanto, como pôde ser analisado, trata-se de um caso merecedor de destaque até os dias atuais quando o assunto é *insider trading*, por razões que perpassam pela repercussão nacional e internacional, e por ser o primeiro caso do ilícito a ser levado na seara criminal que correu o trânsito em julgado do processo.

Poderiam ser matéria de análise outros casos, também, que não ocorreram o trânsito em julgado na esfera criminal, mas surtiram repercussões sobre o uso indevido de informações privilegiadas na mídia nacional e a punição dos agentes no âmbito administrativo e civil, como por exemplo o caso do empresário Eike Batista, no ano de 2019, acusado de negociar papéis da OSX e OGX auferido vantagem indevida. Outro exemplo, é o caso dos irmãos Joesley e Wesley Batista, administradores do grupo JBS denunciados pelo MPF de venderem ações de emissão da JBS S.A. no mercado financeiro, além de movimentarem quantidades volumosas de dólares no final do pregão do mercado, no ano de 2017.

Conforme bem preleciona Prado (2020), levando em consideração o cenário criminal, é possível notar o maior acionamento do Poder Judiciária, que se faz mais presente, assim como as demais instituições e dispositivos legais nos assuntos relacionados ao combate do uso de informação privilegiada pelos *insiders*.

Espera-se, então, cada vez mais denúncias por parte do MPF, a fim de que sejam efetivamente punidos os agentes que venham a cometer esse crime atentatório ao sistema financeiro nacional e o mercado financeiro como um todo.

2.5.2 Casos julgados recentemente pela CVM

O final do trabalho se aproxima, agora, serão demonstrados brevemente dois casos recentes julgados pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) através de Processos Administrativos Sancionadores (PAS) um deles no mês de junho de 2020 e outro em maio de 2021 que foram coletados do site oficial do Governo.

O Primeiro, PAS 19957.005966/2016-38, tem como acusado Carlos Tavares D'Amaral, então diretor administrativo da Hering, pela venda de ações ordinárias (HGT3) de emissão da Companhia, utilizando-se de informação privilegiada no ano de 2015. A acusação é fundada na apuração da eventual infração ao art. 155, §1º da LSA c/c art. 13 da Instrução CVM Nº 358/2002, tendo em vista vendas de ações realizadas por Carlos nos dias 13 e 22 de abril de 2015. No relatório da acusação consta que ele alienou vinte mil ações da empresa utilizando-se de informação ainda não divulgada, buscado auferir vantagem financeira na antecipação à previsível oscilação negativa do preço das ações que ocorreria em virtude da divulgação do formulário de informações trimestrais da companhia que ocorreria em maio daquele

ano. Conforme relatório da Diretora Relatora - Flávia Sant'Anna Perlingeiro – menciona-se:

[...] a Acusação concluiu que “o referido Diretor teria auferido menores benefícios se tivesse negociado após a divulgação dos resultados do período”, pois, nos dias 13 e 22.04.2015, vendeu a preços médios de R\$ 17,17 e R\$ 16,90, respectivamente, enquanto no dia seguinte à divulgação do ITR (08.05.2015), o preço médio foi de R\$ 14,09. (CVM, 2020).

Apesar dos esforços da acusação em demonstrar a má-fé do Acusado, da rejeição do Comitê de Termo de Compromisso à proposta feita pela defesa do mesmo, e da tentativa de configurar como crime o ato praticado pelo Diretor, tendo a MM. Juíza da 1ª Vara Federal de Florianópolis determinado o arquivamento dos autos, sob alegação da falta de elementos subjetivos e provas frágeis quanto à existência de dolo na conduta contra o acusado, o resultado final seguiu com a decisão do Colegiado da CVM, de forma unanime, na absolvição de Carlos Tavares D'Amaral, após análise do caso e acompanhamento do voto da Diretora Relatora.

[...] Mesmo que, por um lado, não se possa afirmar, categoricamente, que o Acusado não tenha tido intenção de se antecipar a um movimento de queda na cotação das Ações, previsível diante da inquestionável relevância da informação que ainda não havia sido divulgada ao mercado; por outro lado, por todas as razões já apontadas, **remanesço com fundada dúvida acerca da configuração do elemento subjetivo do tipo neste caso**. Assim, por todo o exposto, considerando o contexto fático-probatório trazido aos autos e sopesando os contraindícios analisados, **não formo convicção em favor da tese acusatória, razão pela qual voto por sua absolvição, em homenagem ao princípio do *in dubio pro reo***. (grifo nosso) (CVM, 2020).

O segundo caso, PAS CVM nº 19957.007486/2018-73, foi instaurado pela Superintendência de Relações com Empresas e envolve apuração de responsabilidade de Edison Cordaro, diretor de relações com investidores da Indústrias J.B. Duarte S.A., acusado de negociar ações com base em informações privilegiadas, recai sob a infração do art. 155, §4º da LSA c/c art. 13, §4º, da Instrução CVM nº 358/2002; de não enviar formulários dos valores mobiliários negociados e detidos por administradores à CVM, infringido o art. 11, §5º da Instrução CVM nº 358/2002, além de cometer falha informacional em relação aos formulários de referência. Iremos nos ater somente quanto à acusação relacionada a prática do *insider trading*.

Conforme consta no relatório do Diretor Relator – Alexandre Costa Rangel -, apuram-se irregularidades do acusado que, quinze dias antes da divulgação ao público do formulário de informações trimestrais de 31.03.2017, negociou ações de emissão da Companhia tendo posse de informação privilegiada.

Em seu voto, o Relator apontou que não há controversas sobre o fato de que o acusado realizou negociações de ações de emissão da companhia utilizando-se de informações privilegiadas. Ambos os lados – defesa e acusação – concordaram que o acusado recebeu informações constantes no formulário em razão do cargo que exercia na companhia.

Em sequência, o Relator reiterou a gravidade da conduta cometida, a importância da transparência da divulgação da informação relevante aos participantes do mercado, além de ter deixado claro seu posicionamento quanto a falta de argumentos consistentes, por parte do acusado, que conseguissem interferir em qualquer das presunções de existência, relevância, posse e uso da informação privilegiada, nos termos da Instrução CVM nº 358/2002.

Se faz oportuno destacar o seguinte trecho do voto:

[...] o Acusado procura desconstituir a presunção de uso de informação privilegiada sob o argumento de que o lucro das operações foi irrisório; e que as negociações teriam sido realizadas para honrar pagamentos “de contas básicas atinentes à sua subsistência”, considerando que à época “estavam pendentes de pagamento remunerações a ele devidas pela Companhia”. De acordo com a defesa, tais fatos demonstrariam que os negócios foram realizados de boa-fé, sem a intenção de obter vantagem indevida; Também não concordo com esses argumentos; Quanto à questão do lucro irrisório, **a caracterização do *insider trading* não depende do resultado auferido nas negociações**. A obtenção de benefício financeiro não constitui elemento do tipo administrativo e legal aqui abordado e, **assim, o fato de as operações terem produzido um resultado pouco expressivo não descaracteriza a irregularidade objeto deste Processo**. (grifo nosso) (CVM, 2021).

Por fim, feitas as análises do caso e de modo a acompanhar o voto do Diretor Relator, o Colegiado da CVM decidiu, de forma unânime, pela condenação de Edison Cordaro ao caso envolvendo matéria de uso indevido de informação privilegiada a uma multa de R\$ 200.000,00.

Assim elucida o final voto:

[...] Com fundamento no art. 11, incisos I e II, da Lei nº 6.385/1976, voto pela condenação do Acusado, na qualidade de diretor de relações com investidores da Companhia: (i) à penalidade de multa pecuniária no valor de R\$ 200.000,00 (duzentos mil reais), por infração ao art. 155, §4º, da Lei nº 6.404/1976, c/c o §4º do art. 13 da Instrução CVM nº 358/2002, pelo uso de informação privilegiada ao negociar com ações ordinárias de emissão da Companhia no período de 15 (quinze) dias anteriores à divulgação do ITR referente ao primeiro trimestre de 2017. (CVM, 2021).

Portanto, após a leitura dos dois casos consegue-se compreender a dificuldade que os julgadores possuem para identificar as provas sem que haja a dúvida, devendo ser estudado cada caso na medida de suas peculiaridades.

3 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este trabalho discorreu sobre o *insider trading*, ilícito praticado por aqueles que se utilizam de informações privilegiadas para obterem vantagem indevida dentro do mercado de valores mobiliários. Buscou-se, através de lentes doutrinárias, jurisprudenciais e acadêmicas, trazer seu conceito e suas classificações no decorrer do texto.

Nos tópicos iniciais foram tratados o breve contexto histórico, sendo citada a grande força dos Estados Unidos ao ser um dos países pioneiros a desenvolver mecanismos específicos para combater as irregularidades dessa prática, como órgãos de combate especializados e dispositivos legais abrangentes. Na mesma linha, se observou que o Brasil não ficou para trás, também se mostrando interessado na repressão o ilícito no mercado financeiro interno.

Demonstrou-se, também, os entes que desempenham papel fundamental para o impedimento da propagação do *insider trading* no cenário interno do país, visando a proteção do sistema financeiro nacional. Nesse ponto, destaca-se a posição ineludável da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), atuando na linha de frente ao combate dessa prática.

Estudou-se os dispositivos legais do ordenamento jurídico pátrio que contribuem para punir os agentes se valem das informações relevantes e buscam auferir vantagem de forma indevida, através do estudo nas esferas administrativa, civil e penal. Merecedor de destaque nesses tópicos, foi a atenção atribuída na coleta de dados buscando a maior atualização do ano de 2021, tema deste trabalho, a Resolução nº 44 da CVM que foi publicada em agosto do presente ano, substituindo a Instrução CVM 358 de 2002, utilizada até então por todos os trabalhos de pesquisa encontrados. Muitos estudos e novidades ainda serão desenvolvidos nos próximos anos pelas academias e doutrinadores.

Nos casos concretos, foi elucidado o caso Sadia-Perdigão, sendo este, o único caso com trânsito em julgado na seara criminal, até os dias atuais, contendo a matéria de *insiders* envolvidos com a utilização de informação privilegiada. Houve repercussão nacional e olhos da mídia ao assunto pouco explorado. Também, discorreu-se sobre dois Processos Administrativos Sancionadores (PAS) julgados pela CVM entre o ano de 2020 e 2021.

Feita as considerações supracitadas, se faz necessário destacar o objetivo contributivo e informativo deste trabalho para o cenário ainda em construção quanto ao combate ao *insider trading*. Não se trata de um trabalho com dados finitos. Pelo contrário, busca-se instigar o desenvolvimento de novas pesquisas, levantamento de problemas e detalhes ainda debatidos sobre o tema.

Conforme analisado, o bem jurídico que se visa tutelar é a confiança dos investidores. Contudo, apesar dos esforços do legislador em buscar punir os infratores nas três esferas já citadas, é perceptível a dificuldade dos julgadores em apurar e aplicar sanções aqueles que praticam o ilícito. A razão apontada é a dificuldade de se coletar provas contundentes em um ambiente complexo e veloz, com inúmeras pessoas ingressando simultaneamente, da mesma forma, executando operações em massa, dificultando a fiscalização precisa de cada um que se encontra negociando no mercado financeiro.

Por conta da tecnologia, o mercado a todo momento se remodela, ficando mais ágil, mais dinâmico, propiciando a entrada de cada vez mais pessoas interessadas em investir. Na mesma linha cresce a possibilidade do aumento de crimes envolvendo o uso indevido de informações privilegiadas. Para que haja progresso, é necessário a capacitação regular daqueles incumbidos de: i. instaurar inquéritos administrativos, ii. realizar denúncias, iii. julgar os casos relacionados ao *insider trading*, dentre outros.

Sincronicamente, faz-se imprescindível o investimento e o comprometimento das Companhias em fiscalizar seus profissionais que trabalham internamente, a fim de que não haja vazamentos indesejáveis de informações relevantes. No caso de alguma falha, seja promovida, instantaneamente, a devida punição ao(s) envolvido(s) e divulgação do ocorrido às autoridades competentes.

A atenção dada pelo legislador em buscar o fortalecimento da economia brasileira, gera confiança e estímulos aos investidores nacionais e estrangeiros que se sentem mais seguros em depositar seus investimentos em um país que se empenha na construção de legislações repressivas ao ilícito. Em 2017, houve alteração do tipo penal no art. 27-D na Lei nº 6.385/1976, e recentemente ocorreu a publicação da Resolução nº 44 da CVM. Além dos dados levantados nesta pesquisa e a partir das demais atualizações legislativas que serão desenvolvidas se espera ampliação ao alcance efetivo da punibilidade dos agentes que fazem uso de informações

privilegiadas dentro do mercado financeiro, com intuito de auferir vantagem indevida para si ou para outrem.

REFERÊNCIAS

BARTH, Ingrid G. Origens das Bolsas de Valores. 2009. Elaborado por O Economista. Disponível em: <<https://www.oeconomista.com.br/origens-das-bolsas-de-valores>>. Acesso em: 18 de set. de 2021;

BOTTINO, Thiago; GUERRA, Luis Roberto Cordeiro. O crime de uso indevido de informação privilegiada (insider trading): a persistente dificuldade probatória do delito após a edição da Lei 13.506, de 2017. Revista da PGBC, v. 13, n. 1, p. 135-150, jun. 2019. Disponível em: <<https://revistapgbc.bcb.gov.br/revista/article/download/1008/34/767>>. Acesso em 17 de out. de 2021;

BRASIL. Constituição da República Federativa do Brasil de 1988. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm>. Acesso em: 5 de set. de 2021;

BRASIL. Emenda Constitucional nº 40, de 29 de maio de 2003. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/emendas/emc/emc40.htm>. Acesso em: 8 de set. de 2021;

BRASIL. Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/leis_2001/l10303.htm>. Acesso em: 10 de set. de 2021;

BRASIL. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/l10406compilada.htm>. Acesso em: 14 de set. de 2021;

BRASIL. Lei nº 13.506, de 13 de novembro de 2017a. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2017/lei/L13506.htm>. Acesso em: 10 de set. de 2021;

BRASIL. Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l4728compilado.htm>. Acesso em: 12 de set. de 2021;

BRASIL. Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm>. Acesso em: 3 de set. de 2021;

BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm>. Acesso em: 3 de set. de 2021;

BRASIL. Lei nº 7.347, de 24 de julho de 1985. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l7347orig.htm>. Acesso em: 12 de out de 2021;

BRASIL. Lei nº 7.913, de 7 de dezembro de 1989. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l7913.htm>. Acesso em: 12 de out de 2021;

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Quinta Turma. Recurso Especial 1569171/SP 2014/0106791-6. Relator: Min. Gurgel de Faria. Julgado em 16/02/2016. Data de Publicação: DJe 25/02/2016 RT vol. 967 p. 477. 2016;

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Sexta Turma. Recurso em Habeas Corpus 82799/RJ 2017/0074762-0. Recorrente: Eike Fuhrken Batista. Recorrido: Ministério Público Federal. Relator: Ministro Rogerio Schietti Cruz. Julgado em 27/11/2018. Data de Publicação: DJe 06/12/2018. 2018;

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Súmula nº 227. A pessoa jurídica pode sofrer dano moral. Diário da Justiça: Brasília, DF. p. 49. 1999;

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Terceira Turma. Agravo Interno nos EDcl no AREsp 1618776/GO. Agravante: Banco do Brasil AS. Agravado: Ministério Público do Estado de Goiás. Rel. Ministra Nancy Andrigli. Julgado em 24/08/2020, DJe 27/08/2020. 2020;

BRASIL. Supremo Tribunal Federal. Segunda Turma. Recurso Extraordinário com Agravo Regimental ARE 971036 AgR. Relator: Min. Dias Toffoli. Data de julgamento: 05/05/2017. 2017b;

BRASIL. Tribunal Regional Federal da 3ª Região. Quinta Turma. Apelação Criminal 00051232620094036181/SP. Relator: Desembargador Federal Luiz Stefanini. Julgado em 04/02/2013. Data de Publicação: e-DJF3 Judicial 1 DATA:14/02/2013. 2013;

CAPEZ, Fernando. Curso de Direito Penal. Volume 1. Parte Geral: arts. 1º a 120º. 21. ed. – São Paulo: Saraiva. 2017;

CELLIM, Sarah Barros. Aspectos históricos e penais de casos de Insider Trading. Jusbrasil. 2016. Disponível em:

<<https://sarahbc.jusbrasil.com.br/artigos/337509597/aspectos-historicos-e-penais-de-casos-de-insider-trading>>. Acesso em: 2 de out. de 2021;

CMV – Comissão de Valores Mobiliários. Instrução CVM nº 31/1984. Disponível em: <<http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst031.html>>. Acesso em: 10 de set. de 2021;

CMV – Comissão de Valores Mobiliários. Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002. Disponível em: <<http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/300/inst358consolid.pdf>>. Acesso em: 10 de set. de 2021;

CMV – Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador CVM nº 19957.005966/2016-38. Diretora Relatora: Flávia Sant'Anna Perlingeiro. Data do julgamento: 16/06/2020. 2020;

CMV – Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador CVM nº 19957.007486/2018-73. Diretor Relator: Alexandre Costa Rangel. Data do julgamento: 11/05/2021. 2021;

CMV – Comissão de Valores Mobiliários. Relatório CVM. 2018. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/publicacao/relatorio_anual/anexos/Relatorio_Anuual_CVM_2018.pdf>. Acessado em: 26 de set. de 2021;

CMV – Comissão de Valores Mobiliários. Resolução CVM nº 44, de 23 de agosto de 2021. Disponível em: <<https://www.in.gov.br/en/web/dou/-/resolucao-cvm-n-44-de-23-de-agosto-de-2021-340157281>>. Acesso em 17 de out. de 2021;

CORREA, Robson. Insider Trading e a Legislação Brasileira. 2014. Disponível em: <<https://robsoncorrea.jusbrasil.com.br/artigos/168985336/insider-trading-e-a-legislacao-brasileira>>. Acesso em: 15 de set. de 2021;

CVM – Comissão de Valores Mobiliários; Comitê Consultivo de Educação da CVM. Direito do Mercado de Valores Mobiliários. 1. ed. - Rio de Janeiro: CVM, 2017. Disponível em: <https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/Livro_top_Direito.pdf>. Acesso em: 05 de out de 2021;

D'ANDRÉA, Gabriella. Insider Trading: entenda e saiba as consequências desta prática. Infomoney. 2013. Disponível em: <<https://www.infomoney.com.br/onde-investir/insider-trading-entenda-e-saiba-as-consequencias-desta-pratica/>>. Acesso em: 19 de set de 2021;

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais – Regime Jurídico. Rio de Janeiro: Editora Renovar. 2008;

GRANDIS, Rodrigo de. Aspectos penais do uso de informação privilegiada (insider trading) no direito brasileiro. Direito penal econômico: crimes financeiros e correlatos. São Paulo: Saraiva. 2011;

LAGE, Telder Andrade. O insider trading: o alcance da proibição do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais e a responsabilidade do insider. Dissertação (Mestrado em Direito Empresarial) – Faculdade de Direito Milton Campos, Nova Lima, Minas Gerais. 2011;

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Mercado de capitais e insider trading. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 1982;

LUCCHESI, Guilherme Brenner. 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, p. 150, mai./jun. 2011;

MACIEL, Karina Teresa da Silva; MARTIN, Antônio. Efetividade da repressão ao insider trading. Revista a barriguda, Campina Grande, Paraíba. v. 2, n. 3, p. 48-73, jan/abr. 2016;

MENDES, Wilson Coelho. Insider trading e informação relevante: elementos no direito administrativo e penal. Monografia. Direito. Universidade de Brasília. Brasília, Distrito Federal. 2017;

Müssnich, Francisco Antunes Maciel. O insider trading no direito brasileiro. Dissertação (Mestrado em Direito da Regulação) – Escola de Direito do Rio de Janeiro da Fundação Getúlio Vargas, Botafogo, Rio de Janeiro. 2015;

PRADO, Viviane Muller. Insider trading: normas, instituições e mecanismos de combate no Brasil. 2ª ed. Belo Horizonte: Arraes Editores, 2020;

PROENÇA, José Marcelo Martins. Insider Trading – regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2005;

RODRIGUES, Fillipe Azevedo. Intervenção pública e proibição do insider trading - Eficiência e ultima ratio na responsive regulation. RIL Brasília a. 53 n. 210 abr./jun. 2016;

SÁNCHEZ, Eduardo da Cruz Rios. Insider trading e o dever de sigilo do insider primário com o advento da Lei nº 13.506/2017. Monografia Final de Curso, Faculdade de Direito, Universidade de Brasília, Brasília, DF. 2019. p. 39;

SANTOS, Alexandre Pinheiro dos. Prevenção e combate ao insider trading são cruciais. Consultor Jurídico. 2009. Disponível em: <<https://www.conjur.com.br/2009-dez-15/prevencao-combate-crime-insider-trading-sao-essenciais>>. Acesso em: 21 de set de 2021;

SCHERER, Tiago Damasceno. O “insider trading” na legislação brasileira. 2017. TCC. Graduação. Direito. Universidade Feevale. Novo Hamburgo, Rio Grande do Sul. 2017;

SEC. What We Do. Disponível em: <<https://www.sec.gov/about/what-we-do>>. Acesso em: 25 de ago. de 2021;

SILVA, Cristian Kiefer da; LAGE, Telder Andrade. Insider Trading: uma realidade à luz do direito brasileiro e a responsabilidade civil e criminal do insider. Revista Brasileira de Direito Empresarial. Maranhão. v. 3, n. 2, p. 40-59, jul./dez. 2017;

TARTUCE, Flávio. Manual de Direito Civil: volume único. 9. ed. – Rio de Janeiro: Forense, São Paulo: Método. 2019;

TOMAL, Robert Thadeus. A prova do insider trading secundário no âmbito administrativo: contribuição para o estudo do art. 27-d da lei nº 6.385/1976 em sua nova redação. 2021. TCC. Graduação. Direito. Setor de Ciências Jurídicas da Universidade Federal do Paraná. Curitiba, Paraná. 2021.