

**Universidade de Brasília – UnB
Faculdade de Direito**

Eduardo da Cruz Rios Sánchez

***Insider trading e o dever de sigilo do insider primário com o advento da Lei
nº 13.506/2017***

*Insider trading and the duty of confidentiality of the corporate insider with the enactment of Law No. 13.506 of
2017*

Brasília
2019

UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA
FACULDADE DE DIREITO

***Insider trading* e o dever de sigilo do *insider* primário com o advento da Lei
nº 13.506/2017**

Autor: Eduardo da Cruz Rios Sánchez

Orientador: João Costa Neto

Monografia apresentada como requisito parcial à
obtenção do grau de Bacharel, no Programa de
Graduação da Faculdade de Direito da
Universidade de Brasília.

Brasília, ____ de _____ de ____.

FOLHA DE APROVAÇÃO

Eduardo da Cruz Rios Sánchez

***Insider trading* e o dever de sigilo do *insider* primário com o advento da Lei nº 13.506/2017**

Monografia apresentada como requisito parcial à obtenção do grau de Bacharel, no Programa Graduação da Faculdade de Direito da Universidade de Brasília.

Aprovada em: ___ de _____ de _____.

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. João Costa Neto
(Orientador – Presidente)

Prof. Dr. Emerson Silva Barbosa
(Membro)

Prof. Dr. Paulo Cesar Villela Souto Lopes Rodrigues
(Membro)

Prof. Dr.
(Suplente)

Agradecimentos

Primeiramente, à minha mãe, Ana Luiza Rios, que me proveu de todo o suporte de emocional e material para que eu me tornasse a pessoa que sou e, acima de tudo, é o meu supremo exemplo de ética, sabedoria, mérito, carinho, honra e superação, seu amor e ensinamentos são parte de minha essência.

Fundamental agradecer ao meu pai, Jaime Sánchez, por ser um pai que forneceu muito mais do que minhas necessidades materiais e parentais, em verdade, por ser meu modelo de resiliência, ambição, perspicácia, relacionamento e apreço, sua trajetória me mostrou o potencial que a vida pode ter e a capacidade que tenho de moldá-la.

Imprescindível agradecer aos meus irmãos, Jaime, Veronica, e Alberto. À Veronica por me orientar a sempre ter um olhar crítico sobre as situações, tendo a ética como norte para qualquer escolha, assim como a coragem para enfrentar qualquer obstáculo não importa quão adverso seja. A Jaime agradeço por ter me ensinado a sempre buscar a melhor solução, não importa o problema, a ter uma visão holística do cenário. E a Alberto, agradeço sua felicidade e alegria sempre presentes, sei que serás um grande homem.

Elementar agradecer ao meu amado padrasto, Wilson Sandoval, por ter sido como um segundo pai para mim, transmitindo alguns de meus valores mais importantes, como humildade, generosidade e a confiança na boa-fé dos outros.

Agradeço a todos meus amigos do Galois e do Marista, especialmente Vitor Valentim, Leonardo Marques, Geovanna Gravia, Diogo Eira, Pedro Pellegrino e Mateus Bastos, demonstrações vivas de que certas amizades serão para sempre e que os amigos são a família que você escolhe ao longo da vida.

Na faculdade não poderia ter escolhido semestre melhor para ingressar, nota-se que trata-se de mais do que um semestre (*mes que un semestre*), falo de uma verdadeira família que foi formada principalmente por aqueles que ingressaram no segundo semestre de 2013, mas que, como um coração de mãe, abarcou novos integrantes. Juventudaria, vocês tem meu eterno carinho e agradecimento, é uma honra ser parte disso.

À equipe de estagiários da PFE/CADE, em especial, Iago Vieira, Vitor Lintomen, Leandro Franco, Júlia Braga, Paloma Costa e Rafael Andrade (*in memoriam*), tenho que agradecer a cada um de vocês por ter mudado minha vida de forma singular, o aprendizado que tenho com vocês é inestimável.

Um dos maiores desafios que tive na faculdade foi o de liderar o centro acadêmico da Faculdade de Direito Universidade de Brasília (CADIr/UnB), agradeço a toda equipe que idealizou e materializou o sonho que foi a Ex Nunc, em particular meus estimados amigos João Pedro Mello, Victor Aguiar, Matheus Martins, Matheus Barra e Pedro Estrela.

O desafio seguinte que me foi apresentado, o de presidir a empresa júnior de Direito de minha faculdade, a Advocatta, juntamente com meu caro amigo Mateus Soares, foi extremamente enriquecedor para o desenvolvimento de meu espírito empreendedor. Agradeço à Advocatta e a toda a equipe de 2016, especialmente Filipe Senna, Fernando Lima, Cláudio Barbosa e Matheus Vinícius, que compuseram a diretoria executiva conosco, por meio de

nosso árduo trabalho saímos de uma empresa recém formada e endividada, para nos tornarmos a empresa júnior de Direito com maior faturamento do país, título que foi orgulhosamente mantido pelas gerações seguintes até o momento. Não poderia deixar de agradecer o meu grande amigo Rodrigo Faria, por aceitar me suceder e realizar um excelente trabalho.

A Advocatta permitiu que eu pudesse expandir meus horizontes para fora da Faculdade de Direito e trabalhar no fantástico Movimento Empresa Júnior, sendo-me oportunizado participar como co-fundador e assumir a Vice Presidência de Desenvolvimento da Rede da Confederação de Empresas Juniores dos Estados Unidos (*Vice President of Network Development of Junior Enterprise USA*), devem ser ressaltadas minhas grandes amigas Ana Flávia Castro, Giovana Travassos e Luiza Aviani.

Agradeço também à equipe do Pinheiro Neto Advogados pela engradecedora experiência de estágio, notadamente Heloísa Lohane, por ter estado diariamente ao meu lado, literalmente.

Crucial agradecer a Roberto Caldas, não só por me convidar a trabalhar com ele, mas precisamente pela surpreendente experiência que isso tem se mostrado, diariamente aprendo com seu vasto conhecimento jurídico, advocatício, humano e humanístico, paradigma profissional que me inspira como homem e futuro advogado.

Além de todos os já mencionados, faz-se necessário agradecer meus grandes amigos Henrique Amaral, Fernando Pena, Ciro Barbosa, Thiago Callak, Mateus Alves e Vinicius Navarenho, que são parte indispensável de minha trajetória.

Essencial agradecer ao meu caríssimo amigo, Wilson Coelho, por todo o suporte na elaboração do presente trabalho, sem sua ajuda não este trabalho não teria sido realizado.

Inobstante, agradeço ao meu amigo Daniel Seiffert, por toda a ajuda e conversas quanto à elaboração desta monografia.

Por fim, agradeço ao meu caro orientador, João Costa Neto, por ter estado ao meu lado desde o início e, mesmo após uma mudança diametralmente oposta no tema de minha monografia, assumido comigo o desafio de escrever este trabalho, sua orientação foi fundamental para mim.

FICHA CATALOGRÁFICA

da Cruz Rios Sánchez, Eduardo

Insider trading e o dever de sigilo do insider primário com o advento da Lei nº 13.506/2017 / Eduardo da Cruz Rios Sánchez; orientador João Costa Neto. -- Brasília, 2019.

70p. Monografia (Graduação - Direito) -- Universidade de Brasília, 2019.

1. Insider trading. 2. Insider primário. 3. Lei nº 13.506/2017. 4. Dever de sigilo. I. Costa Neto, João, Doutor em Direito.

REFERÊNCIA BIBLIOGRÁFICA

SÁNCHEZ, Eduardo da Cruz Rios. 2019. 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, número de páginas p. 70.

Sumário

2. INTRODUÇÃO	130
2. ASPECTOS HISTÓRICOS E SOCIOECONÔMICOS DO MERCADO DE CAPITAIS	13
2.1. Evolução histórica e formação do mercado de capitais	13
2.2. O mercado de capitais e seus aspectos socioeconômicos	14
2.3. O mercado de capitais no Brasil	17
2.4. O modelo de governança corporativa brasileiro no mercado de capitais	21
3. A REGULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS NO BRASIL	24
3.1. O Conselho Monetário Nacional e o Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional	24
3.2. A Comissão de Valores Mobiliários	24
3.3. A importância da CVM para o mercado de capitais	26
3.3.1. Processo administrativo sancionador no mercado de capitais	27
3.3.2. Conflito entre o processo administrativo sancionador e o processo penal	34
4. INSIDER TRADING	36
4.1. O <i>insider trading</i> no Direito Comparado	36
4.1.1. O <i>insider trading</i> nos Estados Unidos	38
4.2. O <i>insider trading</i> no Brasil	43
4.3. Os tipos de <i>insider</i>	54
4.4. O dever de sigilo	55
4.5. Informação Privilegiada e Informação Relevante	56
4.6. A Criminalização do <i>Insider Trading</i> no Brasil	59
5. CONCLUSÃO	63
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	66

Resumo

O presente estudo objetiva analisar o tratamento da conduta de *insider trading*, em especial no que toca ao dever de sigilo, com o advento da Lei nº 13.506/2017. Para isso, serão examinados o histórico, os conceitos fundamentais e os aspectos socioeconômicos do mercado de capitais. Assim, será possível analisar-se a regulação do mercado de capitais no Brasil, inclusive o processo administrativo sancionador perante a Comissão de Valores Mobiliários, o qual sanciona a prática do delito em foco presentemente, o uso da indevida de informação privilegiada. Com tudo isso esclarecido, passaremos ao estudo do *insider trading* no Brasil e de maneira comparada, nos Estados Unidos. Por fim, averiguaremos os efeitos das inovações trazidas pela Lei nº 13.506/2017, mormente quanto ao *insider* primário e o dever de sigilo, aferindo-se as novas consequências penais em relação a eles.

Palavras-chaves: *insider trading*; *insider* primário; dever de sigilo; Lei nº 13.506/2017; mercado de capitais.

Abstract

This study aims to analyze the treatment of the conduct of insider trading, especially with regard to the duty of confidentiality, with the enactment of Law No. 13.506 of 2017. In order to do so, the history, fundamental concepts and the socioeconomic aspects of the capital market. Hence making it possible for the analysis of the capital markets regulation in Brazil, including the administrative sanction proceedings before the Securities and Exchange Commission, which sanctions the practice of insider trading. Having that clarified, we will move on to the study of insider trading in Brazil and, comparably, to the United States. Lastly, we will examine the effects of the novelties brought by Law No. 13.506 of 2017, above all in respect to corporate insiders and the duty of confidentiality, assessing the penal consequences regarding them.

Keywords: insider trading; corporate insider; duty of confidentiality; Law No. 13.506 of 2017; capitals market.

Lista de Acrônimos

Art. – Artigo

CF/1988 – Constituição Federal de 1988

CDC – Código de Defesa do Consumidor

CEE – Comunidade Econômica Europeia

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

DJe – Diário de Justiça Eletrônico

IN – Instrução Normativa

LSA – Lei das Sociedades Anônimas

LVM – Lei de Valores Mobiliários

OPA – Oferta Pública de Aquisição

PAS – Processo Administrativo Sancionador

Rel. – Relator

REsp – Recurso Especial

SEC – Securities and Exchange Commission

STJ – Superior Tribunal de Justiça

TRF – Tribunal Regional Federal

1. INTRODUÇÃO

O processo histórico que levou à criação e formatação da economia hodierna adveio do aperfeiçoamento de várias normas e processos econômicos e jurídicos, que nos trouxeram ao modelo e estrutura que vivemos hoje, caracterizados, entre outros elementos, pela abundância e velocidade da troca de informações.¹ Em razão disso, a tutela jurídica da informação passou a ser fundamental para um mercado saudável, em especial para o mercado de capitais, no qual são negociados os títulos e valores mobiliários das companhias, com valores baseados nas informações disponíveis ao mercado.

O presente Trabalho de Conclusão de Curso objetiva tratar de uma das condutas mais maléficas ao mercado de capitais², o *insider trading*, especificamente sobre o *insider* primário e o seu dever de sigilo.

O *insider trading*, como expresso pela recente Lei nº 13.506/2017³, se refere ao ato de “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”, sendo o *insider* primário aquele que, em razão de cargo ou função, tem o dever de manter sigilo quanto a informações privilegiadas.

Nesta monografia, busca-se analisar o dever de sigilo do *insider* primário, dever este anteriormente necessário para a tipificação do crime de *insider trading*. Com o advento da Lei nº 13.506/17, o dever de sigilo deixou de ser uma obrigatoriedade para a imputação do crime de *insider trading*, de forma que o *insider* secundário passou a ser criminalizado. Apesar da alteração, o dever de sigilo do *insider* primário segue como

¹ NETO, Benedicto de Souza Mello. Crimes Contra o Mercado de Capitais. – Curitiba, Juruá, 2015. p. 11.

² MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel . O insider trading no direito brasileiro. São Paulo: Saraiva, 2017. p.19.

³ "Art. 27-D. Utilizar informação relevante de que tenha conhecimento, ainda não divulgada ao mercado, que seja capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiros, de valores mobiliários:

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. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

§ 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.” Acessível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385compilada.htm.

obrigação legal, e o seu descumprimento é elemento majorante da sanção administrativa e da pena do crime de *insider trading*.

Para a realização do objetivo proposto pelo presente trabalho, inicia-se a discussão com o Capítulo 1 “Aspectos históricos e socioeconômicos do mercado de capitais”. O primeiro capítulo tem como foco o mercado de capitais, abordando-se a história de como foi formado, seus principais elementos e sua importância socioeconômica, introduzindo os fundamentos para que possa entender o seu funcionamento e, posteriormente os efeitos do *insider trading* nele.

Com os princípios e funcionamento do mercado de capitais esclarecidos, passa-se ao estudo da regulação do mercado de capitais no Brasil, inclusive o processo administrativo sancionador dentro do mercado de capitais, para que, dessa forma, no capítulo seguinte seja possível abordar o *insider trading per se*.

Uma vez estabelecidos os conceitos necessários para a compreensão do que é e como funciona o mercado de capitais, assim como é atuação do Estado para regulá-lo, discute-se um dos ilícitos mais perniciosos no mercado de capitais, o *insider trading*. Para isso, o Capítulo 3 explora o histórico de sua tipificação e criminalização nos Estados Unidos, depois examina-se seu histórico e criminalização no Brasil. Por fim, analisa-se os principais elementos do *insider trading* e a conceituação de seus praticantes, momento em que é abordado o cerne do presente estudo: o dever de sigilo do *insider* primário dentro da nova legislação, a Lei nº 13.506/2017.

Dessa forma, torna-se essencial esmiuçar o que é a violação do dever de sigilo pelo *insider* primário, como ferramenta para analisar os julgados da CVM e concluir pela pelos efeitos produzidos pela Lei nº 13.506/2017 na sanção e criminalização dos *insiders* primários.

2. ASPECTOS HISTÓRICOS E SOCIOECONÔMICOS DO MERCADO DE CAPITAIS

2.1. Evolução histórica e formação do mercado de capitais

A economia de mercado em que vivemos, caracterizada pela globalização e pela rápida e eficiente troca de informações, foi fruto de um longo processo histórico, como ensina NETO:

“O atual estágio da economia de mercado - globalizada, sem fronteiras, altamente dependente da rápida e eficiente circulação de informações - é fruto de gradativa evolução histórica, tendo-se desenvolvido, num primeiro momento (séculos XV e seguintes), pela mobilização de capitais, criação de instrumentos financeiros, incremento do financiamento às companhias comerciais, surgimento das bolsas de valores, para atingir a consolidação a partir do século XIX, com a Revolução Industrial, e século XX, com o desenvolvimento dos transportes e dos meios de comunicação.”⁴

Isso somente foi possível mediante o acúmulo de capitais, que passou a ocorrer mais intensamente com o fim do feudalismo e o início do mercantilismo, levando ao avanço técnico nas atividades financeiras da Europa. Como consequência, além do maior acúmulo de capital, as trocas comerciais entre nações se tornaram cada vez mais fortes e competitivas, além de se possibilitar o financiamento de empreendimentos vultosos e arriscados. Esses investimentos cada vez mais volumosos exigiram “empresas sólidas, ricas e confiáveis, cuja existência dependia da congregação de capitais diversos, difundindo-se, dessa maneira, as sociedades por ações”⁵.

A evolução e dinamização das relações comerciais e econômicas levou à criação das sociedades anônimas. Com o objetivo de diminuir o risco por meio da sua mitigação entre várias pessoas e da divisão do capital em pequenas parcelas, conseguiu-se agrupar elevadas quantidades de capital requerido por certas empresas⁶. A estrutura da sociedade anônima se tornou bastante atrativa dentro desse contexto, pois a responsabilidade do sócio é limitada ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas⁷.

⁴ NETO, Benedicto de Souza Mello. Crimes Contra o Mercado de Capitais. – Curitiba, Juruá, 2015. p. 11.

⁵ NETO, Benedicto de Souza Mello. Crimes Contra o Mercado de Capitais. – Curitiba, Juruá, 2015. p. 19-20.

⁶ NETO, Benedicto de Souza Mello. Crimes Contra o Mercado de Capitais. – Curitiba, Juruá, 2015. p. 21.

⁷ MARTINS, Fran. Curso de direito comercial: empresa comercial, empresários individuais, microempresas, sociedades comerciais, fundo de comércio. Ed. Ver. E atual. – Rio de Janeiro, Forense, 2005. p. 279.

Cabe notar que existem dois principais tipos de sociedades anônimas, as sociedades anônimas abertas e as fechadas. As sociedades anônimas abertas são aquelas que têm seus títulos e valores mobiliários negociados no mercado de valores mobiliários, enquanto as fechadas são as que não praticam referida negociação, como disposto no art. 4º da Lei nº 6.404/1976, a Lei das Sociedades Anônimas (LSA)⁸.

Nesse sentido, a sociedade anônima aberta é apta a captar recursos mediante a oferta de seus títulos e valores mobiliários, que são títulos de crédito emitidos, como ações e debêntures⁹. O progresso do mercado fez com que as sociedades anônimas se expandissem, especialmente com a industrialização, o que gerou a demanda por um meio favorável à compra e venda de valores mobiliários, “um mecanismo de coleta e fornecimento de recursos imprescindível a tal desenvolvimento”¹⁰, ou seja, o mercado de capitais.¹¹

2.2. O mercado de capitais e seus aspectos socioeconômicos

O mercado de capitais é o mercado em que as empresas distribuem valores mobiliários com o objetivo de obter capitalização e liquidez para seus títulos por meio da negociação de seus valores mobiliários, atendendo à oferta e procura de capital para investimento mediante a canalização da poupança¹² que é direcionada de acordo com o interesse dos investidores.¹³

A função primordial do mercado de capitais é a formação de capital, o que não necessariamente ocorrerá. A formação do capital sucede por meio da transformação de serviços específicos do mercado em diferentes aspectos e formas, estas atividades servem brilhantemente para o entendimento do funcionamento do mercado de capitais, conforme traz PROENÇA, da seguinte forma:

⁸ Art. 4º Para os efeitos desta Lei, a companhia é aberta ou fechada conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários. Acessível em http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm

⁹ NEGRÃO, Ricardo. Manual de direito comercial e de empresa, volume 1: teoria geral da empresa e direito societário / Ricardo Negrão. – 12. Ed. – São Paulo: Saraiva, 2015. p. 438.

¹⁰ PONTES, Aloysio Lopes. Instituições financeiras privadas. Rio de Janeiro: Forense, 1973. p.13-14.

¹¹ COSTA, Angelo Augusto; MORAES, Renato José de. Insider Trading. Revista dos Tribunais. São Paulo, v.723, p. 695-702. p. 696, jan. 1996.

¹² PINHEIRO, Juliano Lima. Mercado de Capitais: fundamentos e técnicas. 3. Ed. São Paulo: Atlas, 2015. p. 135.

¹³ Nas palavras de Adam Smith: “ao perseguir seus próprios objetivos, o indivíduo muitas vezes promove o interesse da sociedade muito mais eficazmente do que quanto tencionava realmente promovê-lo.” SMITH, Adam. A riqueza das nações - investigações sobre sua natureza e suas causas. São Paulo: Abril Cultural, 1983. p 379.

- “a) conversão de ativos líquidos em investimentos fixos - um poupador pode desejar aplicar o seu dinheiro por um certo período (seis meses ou cinco anos), mas ele pode não estar inclinado a optar por investimentos fixos e sem liquidez, a exemplo do investimento direto em uma fábrica; um mercado de capitais bem organizado permite, exatamente, este tipo de intercâmbio de oportunidades de investimento;
- b) transformação de prazos - um mercado de capitais é planejado para transformar empréstimos tomados possivelmente em longo prazo; o emprestador original pode resolver liquidar seu investimento quando assim o desejar, enquanto o tomador recebe recursos de longo prazo, aplicáveis em investimento de longo prazo, por um período de tempo definido e sob acordos fixados de retorno e reembolso;
- c) transformação de magnitudes de capital - representadas pela transformação de pequenos e médios montantes de capital em grandes montantes; isso se verifica porque, no mercado de capitais, o capital, via de regra, é acumulado gradativamente, ou seja, pequenas quantias, surgindo umas após as outras, acabam tornando-se grandes investimentos, somente viáveis por meio dos serviços de captação do mercado de capitais;
- d) transformação de riscos - o risco, ao se investir dinheiro, significa tanto o risco de retorno e reembolso, com o risco provocado pela inexistência de liquidez no caso de o investidor querer resgatar o seu investimento; ambos são, de fato, reduzidos quando se dispõe de um mercado de capitais bem organizado.”¹⁴

Cabe mencionar que, além dos efeitos e transformações referidos acima, o mercado de capitais produz outros efeitos relevantes, como (i) a dinamização da transferência entre poupança e investimento, por intermédio de títulos padronizados e opções de investimento, não tendo o emprestador que se preocupar com o pagamento e nem com os recebíveis advindos do empréstimo, uma vez que, em regra, quem administra a relação comercial é a instituição financeira; e (ii) a transparência e informações quanto aos investimentos, assim como a facilidade de se obter informações adicionais. Isso tudo, evidentemente, é potencializado por um mercado de capitais bem regulamentado e desenvolvido.¹⁵

Para o bom funcionamento do mercado de capitais algumas precondições devem ser observadas:

"Trata-se de precondições na órbita político-institucional, [...] é essencial uma política governamental explícita para o seu fortalecimento, caracterizada por uma firmeza de convicções e estabilidade nas regras do jogo, tomando medidas coerentes com o objetivo do desenvolvimento futuro do mercado de capitais"¹⁶.

Procura-se, assim, políticas liberais e fomentadoras de oportunidades suficientes para as atividades financeiras, atuando para a proteção dos contratos e acordos

¹⁴ PROENÇA, José Marcelo Martins. Repúdio ao insider trading. In: JÚNIOR, Francisco Satiro de Souza, Direito, gestão e prática: Mercado de Capitais. - São Paulo, Saraiva, 2013. p. 22-23.

¹⁵ PROENÇA, José Marcelo Martins. Insider Trading. – São Paulo, Quartier Latin, 2005. p. 74.

¹⁶ EIZIRIK, Nelson; NETTO, Horácio de Mendonça. O privilegiamento de informações o caso Petrobrás. Revista Brasileira de Mercado de Capitais, Rio de Janeiro, v. 10, p. 7, 1978.

financeiros existentes. Dessa forma, para o crescimento do mercado de capitais, faz-se necessária uma estrutura institucional adequada, com estabilidade política, confiabilidade nas instituições e transparência nas informações aos investidores.¹⁷

O mercado de capitais possui papel fundamental no crescimento econômico e no aprimoramento da economia de um país, sendo forma eficaz de fomentar o avanço econômico via maior indução ao investimento *nas* empresas e *das* empresas, tanto nacionais quanto estrangeiras. A Conselheira Cristiane Alckmin trouxe esclarecedora exposição do funcionamento e da importância do mercado de capitais em seu voto no ato de concentração nº 08700.004860/2016-11, que tratou da importante operação de fusão entre a BMF&BOVESPA S.A. - Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (BVMF) e a CETIP S.A. - Mercados Organizados (Cetip):

“Dado que o setor privado precisa realizar investimentos, o mercado de capitais é o lugar onde as negociações entre investidores e poupadores ocorrem de forma ágil (*matching rápido*), em ambiente seguro, com regras claras e observado por um atento regulador (CVM ou BCB, a depender do segmento), gerando liquidez aos ativos das empresas, viabilidade no seu processo de capitalização e compartilhamento de risco entre os agentes econômicos. Garantir um desenvolvimento salutar deste mercado, por isso, é desejável, pois esta é uma das vias para estimular os investimentos das empresas, que, por sua vez, fomentam o crescimento do PIB.”¹⁸

O mercado de capitais promove avanços nos mais variados setores da economia, por meio da alocação eficiente e eficaz de recursos nesses setores, que advém da interação entre poupança e investimento feita pelo mercado de capitais. Ensina PROENÇA que “o mercado de capitais pode, num primeiro momento, incentivar a formação de poupança e, num segundo passo, transformá-la em investimentos, por meio de ofertas padronizadas e de um sistema dinâmico de contratações”¹⁹. Insta ressaltar o caráter estimulador que o mercado tem para o empreendedorismo, facilitando a criação e desenvolvimento de novas empresas e tecnologias:

¹⁷ PROENÇA, José Marcelo Martins. Insider Trading. – São Paulo, Quartier Latin, 2005. p. 75-76.

¹⁸ Voto da Conselheira Relatora Cristiane Alckmin Junqueira Schmidt no Ato de Concentração nº 08700.004860/2016-11, perante o Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE) no dia 22.03.2017. p. 4. (BRASIL. Conselho Administrativo de defesa econômica. Ato de Concentração n. 08700.004860/2016-11. Voto da Conselheira Relatora Cristiane Alckmin Junqueira Schmidt no, perante o Conselho Administrativo de Defesa Econômica, 22.03.2017.

¹⁹ PROENÇA, José Marcelo Martins. Repúdio ao insider trading. In: JÚNIOR, Francisco Satiro de Souza, Direito, gestão e prática: Mercado de Capitais. - São Paulo, Saraiva, 2013. p. 25.

"Permite também o mercado de capitais o surgimento de novas tecnologias e de empresas pioneiras que atuam em novas áreas, já que, se não existisse o mercado de capitais, democratizando a propriedade das empresas e diluindo os riscos inerentes aos negócios, provavelmente somente os ramos econômico-empresariais mais tradicionais atrairiam novos investimentos, o que restringiria ou mesmo obstaría o desenvolvimento econômico."²⁰

Isso destaca outro importante papel do mercado de capitais, o de distribuidor de renda, inclusive internacionalmente. Tal papel se dá em razão de o mercado de capitais favorecer os projetos mais lucrativos, sendo o capital um dos fatores de produção mais escassos. Assim, "pouco importa se encontra-se em países desenvolvidos ou em desenvolvimento, o seu adequado aproveitamento impulsionará, inevitavelmente, o crescimento dos setores produtivos da economia"²¹. Tais afirmativas são feitas com base no campo teórico, pois sabe-se que diversos outros fatores influenciam a economia e o funcionamento do mercado de capitais, como as dificuldades dos países em desenvolvimento, descontroladas das taxas de juros e a liberdade do mercado.

Nesse sentido, PROENÇA cita o Professor Karl Häuser, para esplêndida explanação de como o mercado de capitais contribui para a desconcentração de renda e riqueza:

- "a) permite taxas mais altas de juros ou retornos aos poupadores, particularmente a pequenos poupadores e àqueles que vivem de rendas;
- b) oferece formas de investimento mais diretas do que quaisquer outras possíveis, ou seja, há mais participação do que exclusivamente direitos à renda monetária, aproximando-se o poupador do investidor;
- c) diminuem-se as tensões sociais por meio de uma maior diluição da propriedade do capital privado; e
- d) há oportunidade de uma tributação mais direta, mais equânime, pois, na maioria dos casos, dividendos e outros retornos de capital podem facilmente ser taxados na fonte."²²

Portanto, o mercado de capitais é parte fundamental para o crescimento e desenvolvimento socioeconômico de um país, possuindo precondições que devem ser observadas para que possa funcionar de maneira proveitosa, assim, podendo contribuir para o crescimento econômico da nação e para a distribuição de sua renda e riqueza.

2.3. O mercado de capitais no Brasil

²⁰ NETO, Benedicto de Souza Mello. Crimes Contra o Mercado de Capitais. – Curitiba, Juruá, 2015. p. 37.

²¹ PROENÇA, José Marcelo Martins. Insider Trading. – São Paulo, Quartier Latin, 2005. p. 78.

²² PROENÇA, José Marcelo Martins. Insider Trading. – São Paulo, Quartier Latin, 2005. p. 79.

Historicamente, boa parte das empresas brasileiras têm como característica serem negócios familiares ou, ao menos, serem administrados por seus proprietários, como ilustra CLEMENTE: “o contexto histórico em que vêm se desenvolvendo as empresas brasileiras, mormente as companhias abertas, é o de controle concentrado em poucos donos – não raro vinculados por laços familiares”²³. O perfil cultural das empresas brasileiras possui peculiaridades muito importantes para se entender sua administração e a visão de seus acionistas, PROENÇA traz a seguinte caracterização:

“A tradição latina e o ideário de religião católica traçaram a regra da preservação da família e do seu patrimônio, reservando para o acionista minoritário o papel de intruso e atribuindo à abertura do capital apenas a desvantagem incômoda da prestação contínua de contas ao mercado e à imprensa”²⁴

A evolução do mercado e o crescimento dos negócios brasileiros levou a demanda por crédito e uma estrutura de capital para que houvesse o aumento da escala produtiva. Isso levou as empresas a abrirem seu capital e profissionalizarem sua administração.²⁵

O mercado de capitais brasileiro é regulamentado pela Lei nº 6.385/1976, a Lei dos Valores Mobiliários (LVM), que também foi responsável pela criação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). No mesmo ano foi regulamentada a Lei nº 6.404/1976, também conhecida com a Lei das Sociedades por Ações - Lei das S.A.

Originariamente, o mercado de capitais brasileiro estava estruturado em volta do Estado, tendo nele o seu principal indutor e agente fomentador. Tal cenário mudou com a promulgação da LSA, que trouxe um novo paradigma ao empresariado brasileiro ao regulamentar “a estrutura básica que as empresas deveriam seguir em sua contabilidade, forma organizacional, direitos e deveres de dirigentes e acionistas, além de padronizar diversas práticas existentes”²⁶.

O investimento no mercado de capitais brasileiro foi por muito tempo caracterizado como investimento de curto prazo, devido a alta liquidez capital, tornando-se um mercado atrativo para investidores que não se preocupassem com dividendos, lucro,

²³ CLEMENTE, E. S. Governança corporativa e questões jurídicas concretas. In: CANTIDIANO, L. L., CORRÊA, R. (orgs.). Governança corporativa: empresas transparentes na sociedade de capitais. São Paulo: Lazuli Editora, 2004 (Série Apimec).

²⁴ PROENÇA, José Marcelo Martins. Insider Trading. – São Paulo, Quartier Latin, 2005. p. 84.

²⁵ VIEIRA, Solange Paiva; MENDES, André Gustavo Salcedo Teixeira. Governança corporativa: evolução e impactos no mercado de capitais brasileiro. Revista do BNDES, Rio de Janeiro, v. 11, n. 22, p. 105, 2004.

²⁶ VIEIRA, Solange Paiva; MENDES, André Gustavo Salcedo Teixeira. Governança corporativa: evolução e impactos no mercado de capitais brasileiro. Revista do BNDES, Rio de Janeiro, v. 11, n. 22, p. 106, 2004

conselho de administração ou práticas de gestão, entre outros fatores. Entretanto, a evolução do mercado de capitais brasileiro, que foi transformando-se em um mercado cada vez mais competitivo, levou a profissionalização da gestão das empresas, afastando a influência dos proprietários e familiares das decisões cotidianas da administração empresarial. Nesse sentido, buscou-se conduzir a gestão das empresas com o objetivo de maximizar o interesse dos proprietários.²⁷

Na década de 1990, com as privatizações ocorridas no Brasil e consequente avantajado crescimento do mercado de capitais, os conceitos e tipos de valores mobiliários aceitos e regulamentados segundo a legislação brasileira foram amplamente expandidos, sendo que no final da década de 90 o Conselho Monetário Nacional (CNM) chegou a incluir, por via administrativa, novos ativos financeiros no rol dos valores mobiliários, o que tornou difícil a fiscalização e a compreensão dos parâmetros utilizados pelo CNM para criação de novos valores mobiliários.²⁸

“Em outras palavras, ao mesmo tempo em que era facultado ao Conselho Monetário Nacional criar novos valores mobiliários, não existia, todavia, um conceito do referido instituto, levando à conclusão de que a criação desses valores era algo aleatório, prescindindo o Conselho Monetário Nacional de um critério legal delimitador ou mesmo orientador.”

Além disso, PROENÇA nota que “o cenário, porém, nunca foi estruturalmente positivo, sequer alicerçado em bases consistentes. Mesmo a legislação societária, na parte protetória dos investidores, sofreu um forte golpe no início das privatizações”, refletindo na diminuição do número de negócios, na perda de liquidez e concentração do mercado de capitais brasileiro.²⁹

Esse contexto levou o legislador brasileiro a criar condições seguras e adequadas à capitalização das empresas, com uma efetiva democratização do capital, para obter a confiança e proteção do futuro investidor, por meio da promulgação das Leis nºs 10.303/2001 e 10.411/2002, além do Decreto nº 3.995/2001, que, além de outras disposições, alteraram a LVM e a LSA, como incentivo ao mercado de capitais.³⁰

Entre as inovações de referidas normas, foram feitas modificações sistemáticas no sistema de valores mobiliários, a inclusão de novos valores mobiliários e se suprimiu

²⁷ VIEIRA, Solange Paiva; MENDES, André Gustavo Salcedo Teixeira. Governança corporativa: evolução e impactos no mercado de capitais brasileiro. Revista do BNDES, Rio de Janeiro, v. 11, n. 22, p. 106, 2004.

²⁸ NETO, Benedicto de Souza Mello. Crimes Contra o Mercado de Capitais. – Curitiba, Juruá, 2015. p. 45-47.

²⁹ PROENÇA, José Marcelo Martins. Insider Trading. – São Paulo, Quartier Latin, 2005. p. 80-81.

³⁰ PROENÇA, José Marcelo Martins. Insider Trading. – São Paulo, Quartier Latin, 2005. p. 90.

completamente a possibilidade de o Conselho Monetário Nacional aumentar a previsão dos valores mobiliários.³¹ EIZIRIK conclui desta maneira:

“[C]om as reformas da Lei das S/A, contudo, tal situação inverteu-se por completo: de restrito demais o conceito de valor mobiliário passou a ser amplo, passando a incluir todo e qualquer contrato de investimento coletivo, se ofertados ao público, e também os chamados derivativos”³²

Ademais, houve inovações importantes quanto à CVM, que recebeu novas atribuições e mais poderes de fiscalização, passou a assumir uma condição reguladora, além de ganhar mais autonomia orçamentária e independência do Governo Federal. Dos novos poderes e atribuições outorgados à CVM, PROENÇA dá destaque a duas atribuições regulamentares que a CVM assumiu no lugar do Conselho Monetário Nacional:

- “1) a indicação dos tipos de instituições financeiras que poderão exercer atividades no mercado de valores mobiliários, assim como dos tipos de operações e serviços que poderão prestar nesse mercado;
- 2) a especialização dessas operações e serviços e em que condições as sociedades integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários poderão acumular diferentes tipos de operações e serviços.”³³

Fundamental notar que, naquele momento, ocorreu “a tipificação de novos crimes ligados ao mercado de capitais, quais sejam: manipulação de mercado; uso indevido de informação privilegiada (*insider trading*) e exercício irregular de cargo, profissão, atividade ou função.”³⁴ Essa tipificação teve importante efeito para o mercado de capitais brasileiro:

“A ampliação do elenco de crimes contra o mercado de capitais trouxe maior credibilidade ao investimento nesse mercado, reprimindo a ação de indivíduos mal intencionados, aspirantes ao enriquecimento fácil e ilícito.”³⁵

Outras relevantes mudanças decorrentes da Lei nº 10.303/2001 foram relativas aos direitos dos acionistas minoritários, que passaram a participar nas decisões administrativas e ter o direito de recesso³⁶. Dessa forma, por meio da redução dos riscos e

³¹ NETO, Benedicto de Souza Mello. Crimes Contra o Mercado de Capitais. – Curitiba, Juruá, 2015. p. 49.

³² EIZIRIK, Nelson. Os valores mobiliários na nova Lei das S/A. Revista de direito mercantil industrial, econômico e financeiro. São Paulo, v. 124, p. 74. out/dez. 2001.

³³ PROENÇA, José Marcelo Martins. Insider Trading. – São Paulo, Quartier Latin, 2005. p. 90-91.

³⁴ PROENÇA, José Marcelo Martins. Insider Trading. – São Paulo, Quartier Latin, 2005. p. 90-91.

³⁵ PROENÇA, José Marcelo Martins. Insider Trading. – São Paulo, Quartier Latin, 2005. p. 98.

³⁶ O direito de recesso ou de retirada consiste na faculdade assegurada aos acionistas minoritários de, caso discordem de certas deliberações da Assembleia Geral, nas hipóteses expressamente previstas em Lei, retirar-se

maximização da participação dos acionista minoritários no controle da empresa, o mercado de capitais brasileiros foi se tornando mais atrativo para os acionistas meramente investidores, em vez dos acionistas meramente especuladores.³⁷

Em 2017, foi promulgada a Lei nº 13.506/2017, que aperfeiçoou o processo administrativo sancionador no âmbito do mercado de capitais, abarcando tanto demandas dos reguladores quanto do mercado³⁸. Cabe mencionar que referida lei seguiu em grande parte o disposto anteriormente por meio da Medida Provisória nº 784/2017, que, entre outras disposições, buscava aprimorar o regime sancionatório no mercado financeiro. Tal lei aumentou a segurança e confiabilidade do mercado, seguindo a tendência mundial de aumentar as penas dos crimes cometidos contra o mercado de capitais, assim como modernizou o processo sancionador ao permitir acordos administrativos no âmbito da CVM. Outrossim, aprimorou-se a descrição do crime de *insider trading*, que não mais depende do dever de sigilo para sua tipificação, de maneira que o *insider* secundário passou a ser criminalizado.

Referidas mudanças legislativas foram criando uma conscientização das empresas quanto à necessidade de um modelo de governança corporativa brasileiro:

“Hoje, não se pode negar, ocorreram avanços consideráveis, devidos à conscientização dos mais jovens relativamente à necessidade de profissionalização das empresas, a fim de se alcançar um nível de excelência em governança corporativa, mesmo entre as empresas de capital fechado.”³⁹

2.4. O modelo de governança corporativa brasileiro no mercado de capitais

Assim como o modelo norte-americano, o modelo de governança corporativa brasileiro focou em tratar a questão da relação entre administradores e acionistas. Como bem abordado por VIEIRA e MENDES:

“No Brasil, os mecanismos de governança têm evoluído fundamentalmente focados na questão da relação entre administradores e acionistas, o que denota uma tendência a seguir o modelo de governança norte-americano, em que os primeiros conflitos entre a direção da empresa e seus acionistas datam do início da década de 1980.”⁴⁰

da companhia, recebendo o valor das ações de sua propriedade (art. 137, caput, da Lei das S.A.). Acessível em https://www.investidor.gov.br/menu/Menu_Investidor/acionistas/direito_de_recesso.html.

³⁷ PROENÇA, José Marcelo Martins. *Insider Trading*. – São Paulo, Quartier Latin, 2005. p. 95.

³⁸ MYANAKI, Caue Rezende. *PACHECO, João Marcelo Gonçalves. APROVADA LEI COM ALTERAÇÕES IMPORTANTES NOS PROCESSOS ADMINISTRATIVOS DA CVM*. Acessível em <http://www.pinheironeto.com.br/Pages/publicacoes-detalhes.aspx?nID=1061>.

³⁹ PROENÇA, José Marcelo Martins. *Insider Trading*. – São Paulo, Quartier Latin, 2005. p. 84.

O mercado de capitais brasileiro, como abordado acima, tinha um perfil empresarial formado por empresas familiares ou administradas por seus proprietários, as quais viam os investidores como intrusos em seu negócio. Assim, os acionistas eram, em grande parte, especuladores buscando alta liquidez em negócios de curto prazo⁴¹. As modificações legislativas de 2001 permitiram que o mercado de capitais brasileiro se profissionalizasse mais e reduzisse as incertezas do mercado, provendo um tratamento igualitário entre os acionistas.⁴²

Outra mudança importante na evolução do mercado de capitais brasileiro foi tipificação dos crimes contra o mercado de capitais, baseada na demanda do mercado por transparência e credibilidade nos registros, assim como por proteção maior dos investidores.⁴³

Dessa maneira, a governança corporativa passou a ter uma importância cada vez maior no Brasil. Em 2000, antes mesmo das reformas legislativas, a Bovespa, passou a utilizar critérios para classificar as empresas em níveis de governança, como resposta às demandas do mercado. Faz-se importante entender o que seria essa governança corporativa:

“Falar em governança corporativa significa discutir a minimização da assimetria de informação existente entre a empresa e os diversos agentes envolvidos, a saber, acionistas credores, fornecedores e empregados. A maior transparência proposta pela governança tenderá a induzir à redução do custo de capital, uma vez que os credores terão maior credibilidade nos dados da empresa e os acionistas estarão dispostos a investir, se acreditarem que o grupo controlador ou gestor não poderá manipular as informações em proveito próprio.”⁴⁴

A promulgação da Lei nº 13.506/2017 teve um papel fundamental no reforço legislativo da governança corporativa, porquanto (a) criou a possibilidade da realização de acordo administrativo em processo de supervisão no âmbito da CVM, colocando a proteção do bom funcionamento do mercado de capitais acima da função penalizadora do Estado; (b)

⁴⁰ VIEIRA, Solange Paiva; MENDES, André Gustavo Salcedo Teixeira. Governança corporativa: evolução e impactos no mercado de capitais brasileiro. Revista do BNDES, Rio de Janeiro, v. 11, n. 22, p. 107, 2004.

⁴¹ “Não é de espantar, portanto, que o perfil típico do minoritário brasileiro seja o do especulador, que entra na sociedade já com a perspectiva e expectativa da saída. Não apenas ao minoritário não é dado qualquer direito a participar da sociedade, como é forte o estímulo para que saia.” KOZLOWSKI, W. Breves notas de governança corporativa acerca do conflito de interesses na sociedade anônima. In: CANTIDIANO, L. L., CORRÊA, R. (orgs.). Governança corporativa: empresas transparentes na sociedade de capitais. São Paulo: Lazuli Editora, 2004 (Série Apimec).

⁴² VIEIRA, Solange Paiva; MENDES, André Gustavo Salcedo Teixeira. Governança corporativa: evolução e impactos no mercado de capitais brasileiro. Revista do BNDES, Rio de Janeiro, v. 11, n. 22, p. 109, 2004

⁴³ PROENÇA, José Marcelo Martins. Insider Trading. – São Paulo, Quartier Latin, 2005. p. 98.

⁴⁴ VIEIRA, Solange Paiva; MENDES, André Gustavo Salcedo Teixeira. Governança corporativa: evolução e impactos no mercado de capitais brasileiro. Revista do BNDES, Rio de Janeiro, v. 11, n. 22, p. 104-105, 2004.

aprimorou a descrição do crime de *insider trading*, ampliando o escopo de pessoas que podem ser penalizadas pelo crime, o que resguarda o mercado de capitais tanto dos malfeitores que atuam diretamente na empresa, quanto dos que atuam indiretamente ou são externos a ela, conforme será doravante esmiuçado.

Portanto, a governança corporativa é essencialmente um conjunto de práticas privadas que buscam, juntamente com a legislação, reforçar o salutar funcionamento e desenvolvimento do mercado de capitais. Assim, serve para o manter transparente e confiável, protegendo-o dos interesses de um acionista ou grupo de acionistas, que, a curto ou longo prazo, gerariam danos ao mercado de capitais, em busca de proveito próprio.

3. A REGULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS NO BRASIL

3.1. O Conselho Monetário Nacional e o Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional

A regulação do mercado de capitais brasileiro cabe essencialmente à Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e ao Conselho Monetário Nacional (CMN), além do papel auxiliar prestado pelas bolsas de valores e entidades do mercado de balcão.⁴⁵

A instância suprema do Sistema Financeiro Nacional é o CMN, sendo ele formado pelo Ministro da Economia, na qualidade de presidente do CNM, pelo Secretário Especial da Fazenda e pelo presidente do Banco Central do Brasil (BACEN). O CMN é o órgão responsável editar normas regulamentares orientadoras do mercado financeiro, e consequentemente do mercado de capitais.

O Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN), é o órgão recursal de decisões administrativas dentro do Sistema Financeiro Nacional, a quem cabe julgar, em última instância, as decisões proferidas pela CVM e pelo BACEN em processos administrativos, bem como as decisões aplicadas pelo Conselho de Controle de Atividades Financeiras (COAF) em processos de lavagem de dinheiro.

Por fim, “Abaixo do CMN está a Comissão de Valores Mobiliários, órgão responsável pela regulação direta do Mercado de Capitais”⁴⁶. Insta trazer breve elucidação de EIZIRIK quanto a diferença no exame feito pela CVM e pelo CRSFN:

“O exame da gravidade das penas pode ser realizado com maior conhecimento de causa pela CVM do que pelo CRSFN, uma vez que tal autarquia constitui o órgão estatal especializado para a regulamentação do mercado de capitais, apto, portanto, a realizar um exame mais acurado das eventuais consequência negativas de determinada conduta e da adequação da medida punitiva cabível”⁴⁷

3.2. A Comissão de Valores Mobiliários

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM), como mencionado acima, é a agência responsável por regular diretamente o mercado de capitais, tendo sido instituída pela

⁴⁵ ALONSO, Leonardo. Crimes contra o Mercado de Capitais. Dissertação de Mestrado - Universidade de São Paulo, São Paulo, 2015. p. 42.

⁴⁶ ALONSO, Leonardo. Crimes contra o Mercado de Capitais. Dissertação de Mestrado - Universidade de São Paulo, São Paulo, 2015. p. 42.

⁴⁷ EIZIRIK, Nelson et al. Mercado de capitais - regime jurídico. 3. ed., rev e ampli. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

Lei nº 6.385/1976 (LVM). Quanto à sua natureza jurídica, o art. 5^o⁴⁸ da LVM estabelece que a CVM é uma autarquia em regime especial, com independência administrativa para exercer sua competência fiscalizatória do mercado de capitais, competência disposta pelo art. 8^o da LVM⁴⁹.

O objetivo fundamental da CVM é assegurar o bom desempenho do mercado de capitais⁵⁰, para isso tem o papel de evitar ou coibir fraudes e ilícitos no âmbito do mercado de capitais, promovendo transparência e equidade entre os agentes que operam no mercado. Dessa maneira, fortalecendo e desenvolvendo o mercado de capitais, em observância ao art. 4^o da LVM⁵¹.

Os princípios e normas trazidos pela Constituição de 1988 robusteceram o poder regulatório no mercado de capitais, em especial com fulcro no caput do art. 174⁵², que

⁴⁸ “Art. 5^o É instituída a Comissão de Valores Mobiliários, entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária.”

Acessível em http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385.htm.

⁴⁹ “Art. 8^o Compete à Comissão de Valores Mobiliários:

I - regulamentar, com observância da política definida pelo Conselho Monetário Nacional, as matérias expressamente previstas nesta Lei e na lei de sociedades por ações;

II - administrar os registros instituídos por esta Lei;

III - fiscalizar permanentemente as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários, de que trata o Art. 1^o, bem como a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem, e aos valores nele negociados;

IV - propor ao Conselho Monetário Nacional a eventual fixação de limites máximos de preço, comissões, emolumentos e quaisquer outras vantagens cobradas pelos intermediários do mercado;

V - fiscalizar e inspecionar as companhias abertas dada prioridade às que não apresentem lucro em balanço ou às que deixem de pagar o dividendo mínimo obrigatório.

Acessível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385.htm.

⁵⁰ PROENÇA, José Marcelo Martins. Insider Trading. – São Paulo, Quartier Latin, 2005. p. 176.

⁵¹ Art. 4^o O Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários exercerão as atribuições previstas na lei para o fim de:

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

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

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

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

a) emissões irregulares de valores mobiliários;

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

c) o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários. (Alínea incluída pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

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.”

Acessível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385.htm

determina ao Estado o papel de “agente normativo e regulador da atividade econômica”, tacitamente conferindo à CVM o poder de fiscalização e regulação do mercado de capitais.

A criação e estruturação da CVM sofreu clara influência do modelo norte-americano, que têm como órgão análogo a *Securities and Exchange Commission* (SEC), ambos sendo agência reguladoras federais com poderes híbridos dirigidas por um colegiado composto por cinco membros. Além disso, as duas agências supervisionam os mercados de capitais, apesar da natureza privada e auto-regulatória das bolsas de valores. Entretanto, vale notar que a razão para criação de referidos órgãos reguladores do mercado de capitais foi diversa, nos EUA a SEC foi criada para coibir práticas inadequadas em um mercado já estabelecido, enquanto a CVM foi criada para desenvolver o incipiente mercado de capitais brasileiro.⁵³

3.3. A importância da CVM para o mercado de capitais

Para que a funções constitucionais atribuídas ao mercado de capitais possam ser cumpridas é necessária a “proteção da capacidade funcional”, devendo ser proporcionadas aos agentes as condições para que atuem nesse sentido. KUMPEL conceitua esta necessidade pela proteção da capacidade funcional da seguinte forma:

“A necessária proteção da capacidade funcional do Mercado de Capitais requer medidas apropriadas, de maneira que seus vários seguimentos de mercado possam eficientemente cumprir as funções a eles atribuídas. Disso resulta a distinção entre três aspectos muito intrincados da proteção da capacidade funcional: (1) a capacidade funcional institucional, (2) a capacidade funcional operacional e (3) a capacidade funcional alocativa.”⁵⁴

Segundo KUMPEL⁵⁵, esses três aspectos podem ser divididos dois grupos. O primeiro grupo abarcaria a capacidade funcional institucional, relativa às condições essenciais para enforçar o funcionamento eficiente do mercado, como o dever de informar, o tratamento

⁵² “Art. 174. Como agente normativo e regulador da atividade econômica, o Estado exercerá, na forma da lei, as funções de fiscalização, incentivo e planejamento, sendo este determinante para o setor público e indicativo para o setor privado.”

Acessível em http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm.

⁵³ ALONSO, Leonardo. Crimes contra o Mercado de Capitais. Dissertação de Mestrado - Universidade de São Paulo, São Paulo, 2015. p. 43.

⁵⁴ KUMPEL, Siegfried. Direito do Mercado de Capitais - do ponto de vista do direito europeu, alemão e brasileiro. Rio de Janeiro: Renovar: 2007. p. 22-23.

⁵⁵ KUMPEL, Siegfried. Direito do Mercado de Capitais - do ponto de vista do direito europeu, alemão e brasileiro. Rio de Janeiro: Renovar: 2007. p. 22-24.

equitativo e a fiscalização efetiva estatal. Enquanto o segundo grupo seria formado pela capacidade funcional operacional e pela capacidade funcional alocativa, relativas à transferência dos recursos da poupança aos investimentos de maior rentabilidade, em um cenário de risco igual, logrando o menor custo possível para a realização da transferência de recursos.

DUBEUX classifica os fatores de maior interesse que devem ser promovidos pela regulação e tutela estatal do mercado de capitais são a eficiência na determinação do valor dos títulos negociados, a eficiência na transferência de títulos entre os participantes do mercado, a equidade nas relações do investidor com seu intermediários financeiro e a manutenção da confiança do público investidor no mercado de capitais.⁵⁶

Portanto, para se proteger a higidez e o desenvolvimento do mercado de capitais se faz necessário o Direito Sancionador, cabendo à CVM promovê-lo, como será visto a seguir.

3.3.1. Processo administrativo sancionador no mercado de capitais

O Direito Sancionador busca prevenir e combater ilícitos por meio de um papel repressivo e pedagógico. Alternativamente cabem também outras formas de combater e prevenir os ilícitos contra o mercado de capitais. Nesse diapasão, SANTOS, OSÓRIO e WELLISCH elucidam que:

“[C]onsistem na orientação, na educação e na prevenção em sentido estrito, inclusive por meio de estímulos constantes de normas premiais, com incentivos sociais ou econômicos a condutas positivas de jurisdicionados ou administrados.”⁵⁷

Para melhor conceituar em que consiste a sanção administrativa e porque ela se aplica aos ilícitos cometidos no mercado de capitais, vale trazer o ensinamento de OSÓRIO:

[C]onsiste a sanção administrativa em um mal ou castigo, porque tem efeitos aflitivos, com alcance geral e potencialmente pro futuro, imposto pela Administração Pública, materialmente considerada, pelo Judiciário ou por corporações de direito público, a um administrado, jurisdicionado, agente público,

⁵⁶ DUBEUX, Julio Ramalho. A Comissão de Valores Mobiliários e os principais instrumentos regulatórios do mercado de capitais brasileiro. Porto Alegre: Sergio Antonio Fabris, 2006. p. 32-33.

⁵⁷ SANTOS, Alexandre Pinheiro e OSÓRIO, Fábio Medina e WELLISCH, Julya Sotto Mayor. Mercado de Capitais: Regime Sancionador. p 25.

pessoa física ou jurídica, sujeitos ou não a especiais relações de sujeição com o Estado, como consequência de uma conduta ilegal, tipificada em norma proibitiva, com uma finalidade repressora ou disciplinar, no âmbito de aplicação formal e material do Direito Administrativo.”⁵⁸

Esclarecido o conceito de sanção administrativa facilita-se a compreensão do processo sancionador.

Os princípios da atividade administrativa sancionatória possuem substanciais semelhanças com o da atuação jurídica sancionatória, de maneira que se pressupõe certa aproximação do Direito Administrativo Sancionador com o Direito Penal. Isso se verifica ao notarmos que os dois tem como fundamento a proteção de valores substantivos e adentram em núcleos estruturantes de direitos fundamentais dos acusados, como o direito de defesa e o da segurança jurídica, ambos resguardados pelas cláusulas constitucionais de proteção, mesmo que de forma matizada na esfera administrativa em relação à esfera jurídica.⁵⁹ Inobstante, exige-se proporcionalidade e razoabilidade na ponderação dos direitos dos acusados, pois não se pode inviabilizar a tutela dos direitos difusos ou coletivos atingidos por atos ilícitos.⁶⁰

Para que se possa entender o procedimento punitivo quanto aos crimes contra o mercado de capitais são necessárias certas considerações quanto às regras aplicáveis ao processo administrativo sancionador na CVM, órgão especializado na prevenção e investigação aos referidos ilícitos.

O Processo Administrativo Sancionador (PAS) no mercado de capitais tem seus contornos delineados por diversos comando legais e pela jurisprudência da CVM, do CRSFN e dos tribunais. Pertence à Administração Pública o poder de orientar os agentes do mercado em certa direção, portanto, primariamente, a competência para sancionar está restrita à CVM, cabendo ao Judiciário o papel secundário, de controle de legalidade *stricto sensu*.⁶¹

O inciso V do art. 9º, da LVM⁶², determina expressamente que o procedimento, no âmbito do mercado de capitais, dos processos administrativos sancionadores será fixado

⁵⁸ MEDINA OSÓRIO, Fábio. Direito administrativo sancionador. 3. ed. São Paulo: RT, 2009. p. 64.

⁵⁹ SANTOS, Alexandre Pinheiro e OSÓRIO, Fábio Medina e WELLISCH, Julya Sotto Mayor. Mercado de Capitais: Regime Sancionador. p 26-34.

⁶⁰ SANTOS, Alexandre Pinheiro e OSÓRIO, Fábio Medina e WELLISCH, Julya Sotto Mayor. Mercado de Capitais: Regime Sancionador. p 41.

⁶¹ SANTOS, Alexandre Pinheiro e OSÓRIO, Fábio Medina e WELLISCH, Julya Sotto Mayor. Mercado de Capitais: Regime Sancionador. p 42.

⁶² “Art 9º A Comissão de Valores Mobiliários, observado o disposto no § 2º do art. 15, poderá:

V - apurar, mediante processo administrativo, atos ilegais e práticas não equitativas de administradores, membros do conselho fiscal e acionistas de companhias abertas, dos intermediários e dos demais participantes do mercado;“

Acessível em http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm.

pela CVM. A norma vigente que estabelece as regras do rito ordinário do PAS na CVM é a Deliberação CVM nº 538/2008. Essa norma determina que o PAS poderá ter duas fases, uma inquisitorial e outra contraditória.⁶³

A fase inquisitorial é iniciada com a instauração do inquérito administrativo, que ocorre quando são encontrados indícios de ilícitos contra o mercado de capitais, mas que não são elementos suficientes para ser configurada a autoria e materialidade. Nota-se que se esses elementos forem configurados é dispensada a instauração do inquérito administrativo, sendo oferecido diretamente o termo de acusação, conforme disposto no art. 8º da Deliberação CVM nº 538/2008⁶⁴. A CVM terá, partir da instauração do inquérito, o prazo de 90 dias, prorrogáveis⁶⁵, para apurar os fatos sob investigação, devendo fazer uso de suas prerrogativas e requisitar informações⁶⁶. Em decisão proferida pelo STF em caso que analisava precisamente inquérito administrativo perante à CVM, decidiu-se que o amplo direito ao contraditório não deve ser necessariamente observado nessa fase⁶⁷.

Uma vez encerrada a etapa investigativa do inquérito administrativo e obtidas provas suficientes de materialidade do fato e autoria, será elaborado relatório de acusação, nos moldes do disposto no art. 6º da Deliberação CVM nº 538/2008:

“nome e qualificação dos acusados; narrativa dos fatos investigados que demonstre a materialidade das infrações apuradas; análise de autoria das infrações apuradas, contendo a individualização da conduta dos acusados, fazendo-se remissão expressa às provas que demonstrem sua participação nas infrações apuradas; os dispositivos legais ou regulamentares infringidos; proposta de comunicação a que se refere o art. 10, se for o caso.”⁶⁸

⁶³ SANTOS, Alexandre Pinheiro e OSÓRIO, Fábio Medina e WELLISCH, Julya Sotto Mayor. Mercado de Capitais: Regime Sancionador. p 188.

⁶⁴ Art. 8º O termo de acusação será elaborado por qualquer das Superintendências da CVM quando os elementos de autoria e materialidade da infração forem suficientes para o seu oferecimento. Acessível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/index.html?numero=538&lastNameShow=&lastName=&buscado=true&pasta=deli&filtro=todos&contCategoriasCheck=1&vimDaCategoria=%2Flegislacao%2Fdeli%2F>.

⁶⁵ Conforme a Deliberação 538:

“Art. 4º. Os trabalhos de investigação devem ser concluídos em 90 (noventa) dias contados da data de instauração do inquérito administrativo, podendo tal prazo ser prorrogado, mediante pedido motivado encaminhado ao Superintendente Geral, por período que este julgue adequado para a conclusão das investigações.

Acessível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/index.html?numero=538&lastNameShow=&lastName=&buscado=true&pasta=deli&filtro=todos&contCategoriasCheck=1&vimDaCategoria=%2Flegislacao%2Fdeli%2F>.

⁶⁶ SANTOS, Alexandre Pinheiro e OSÓRIO, Fábio Medina e WELLISCH, Julya Sotto Mayor. Mercado de Capitais: Regime Sancionador. p. 190.

⁶⁷ INQUÉRITO ADMINISTRATIVO - COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CONTRADITÓRIO. Descabe ter-se como necessário o contraditório em inquérito administrativo. O instrumento consubstancia simples sindicância visando a, se for o caso, instaurar processo administrativo no qual observado o direito de defesa. - RE 304857, Relator(a): Min. MARCO AURÉLIO, Primeira Turma, julgado em 24/11/2009, DJe-022 DIVULG 04-02-2010 PUBLIC 05-02-2010 EMENT VOL-02388-02 PP-00366 -.

⁶⁸ <http://www.cvm.gov.br/legislacao/deliberacoes/deli0500/deli538.html>

Em caso contrário, nas hipóteses que a investigação conclua pela inexistência de prática ilícita, pela inexistência de provas para fundamentar devidamente uma acusação ou pela prescrição de eventual prática ilícita, deverá ser proposto o arquivamento do inquérito administrativo.⁶⁹

A Lei nº 13.506/2017 adicionou previsão de ser facultado à CVM instaurar PAS no caso de condutas que forem apuradas como de pouca relevância, baixa lesão ao bem jurídico tutelado e que comportem outras medidas de supervisão que a CVM julgue mais efetivas⁷⁰.

A fase contraditória se inicia com a realização da acusação, sendo o acusado intimado para contestar a acusação, podendo requerer diligências ao diretor relator do processo.

Além disso, o acusado tem a oportunidade de celebrar Termo de Compromisso com a CVM, suspendendo o PAS contra ele, procedimento este aperfeiçoado pela Lei nº 13.506/2017. Para isso, o acusado deve se comprometer a cumprir o determinado nos parágrafos 5º a 8º do art. 11, da LVM⁷¹, os quais prescrevem que o acusado cesse a prática de atividades ou atos considerados ilícitos pela CVM e corrija irregularidades apontadas pela CVM, inclusive indenizando prejuízos. Importante notar que o § 6º prevê que referido

⁶⁹ SANTOS, Alexandre Pinheiro e OSÓRIO, Fábio Medina e WELLISCH, Julya Sotto Mayor. Mercado de Capitais: Regime Sancionador. p. 205.

⁷⁰ Art 9º A Comissão de Valores Mobiliários, observado o disposto no § 2º do art. 15, poderá: (...)
§ 4º Na apuração de infrações da legislação do mercado de valores mobiliários, a Comissão priorizará as infrações de natureza grave, cuja apenação proporcione maior efeito educativo e preventivo para os participantes do mercado, e poderá deixar de instaurar o processo administrativo sancionador, consideradas a pouca relevância da conduta, a baixa expressividade da lesão ao bem jurídico tutelado e a utilização de outros instrumentos e medidas de supervisão que julgar mais efetivos.

⁷¹ "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: (...)

§ 5º A Comissão de Valores Mobiliários, após análise de conveniência e oportunidade, com vistas a atender ao interesse público, poderá deixar de instaurar ou suspender, em qualquer fase que preceda a tomada da decisão de primeira instância, o procedimento administrativo destinado à apuração de infração prevista nas normas legais e regulamentares cujo cumprimento lhe caiba fiscalizar, se o investigado assinar termo de compromisso no qual se obrigue a: (Redação dada pela Lei nº 13.506, de 2017)

I - cessar a prática de atividades ou atos considerados ilícitos pela Comissão de Valores Mobiliários; e

II - corrigir as irregularidades apontadas, inclusive indenizando os prejuízos.

§ 6º O compromisso a que se refere o parágrafo anterior não importará confissão quanto à matéria de fato, nem reconhecimento de ilicitude da conduta analisada.

§ 7º O termo de compromisso deverá ser publicado no sítio eletrônico da Comissão de Valores Mobiliários, com discriminação do prazo para cumprimento das obrigações eventualmente assumidas, e constituirá título executivo extrajudicial. (Redação dada pela Lei nº 13.506, de 2017)

§ 8º Não cumpridas as obrigações no prazo, a Comissão de Valores Mobiliários dará continuidade ao procedimento administrativo anteriormente suspenso, para a aplicação das penalidades cabíveis." Acessível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385compilada.htm.

compromisso não importará em confissão das práticas, de maneira a incentivar a celebração de acordos e buscar soluções consensuais aos conflitos. Caso as obrigações não sejam cumpridas nos prazos estabelecidos, a suspensão do PAS será revogada e ele voltará a tramitar para a aplicação das penalidades cabíveis, nos termos do § 8º do art. 11 da LVM.

Outra possibilidade é uma inovação trazida pela Lei nº 13.506/2017, a celebração de Acordo Administrativo em Processo de Supervisão. Cuida-se de procedimento similar ao Acordo de Leniência já aplicado em outros tipos de processo administrativo sancionador, como o perante o Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE). Por meio desse mecanismo, poderá ser firmado um acordo administrativo em processo de supervisão entre a CVM e pessoas físicas ou jurídicas que confessarem a prática de infração de competência jurisdicional da CVM, apesar do artigo somente prever expressamente o Banco Central do Brasil. Esse acordo está condicionado à efetiva colaboração das pessoas que o firmarem para apurar os fatos da infração, comprová-la e identificar outros possíveis envolvidos na infração, como disposto nos incisos I e II do caput do art. 30, da Lei nº 13.506/2017⁷².

O resultado do Acordo Administrativo em Processo de Supervisão poderá ser a redução de um terço a dois terços da penalidade aplicável ou mesmo a extinção da ação punitiva da CVM. Entretanto, para ser elegível a celebrar este acordo, deverá preencher os requisitos listados no § 2º do art. 30, da Lei nº 13.506/2017:

§ 2º O acordo de que trata o caput deste artigo somente poderá ser celebrado se forem preenchidos, cumulativamente, os seguintes requisitos:

- I - a pessoa jurídica for a primeira a se qualificar com respeito à infração noticiada ou sob investigação;
- II - o envolvimento na infração noticiada ou sob investigação a partir da data de propositura do acordo cessar completamente;
- III - o Banco Central do Brasil não dispuser de provas suficientes para assegurar a condenação administrativa das pessoas físicas ou jurídicas por ocasião da propositura do acordo; e
- IV - a pessoa física ou jurídica confessar participação no ilícito, cooperar plena e permanentemente com as investigações e com o processo administrativo e comparecer, sob suas expensas, sempre que solicitada, a todos os atos processuais, até seu encerramento.

⁷² Art. 30. O Banco Central do Brasil poderá celebrar acordo administrativo em processo de supervisão com pessoas físicas ou jurídicas que confessarem a prática de infração às normas legais ou regulamentares cujo cumprimento lhe caiba fiscalizar, com extinção de sua ação punitiva ou redução de 1/3 (um terço) a 2/3 (dois terços) da penalidade aplicável, mediante efetiva, plena e permanente cooperação para a apuração dos fatos, da qual resulte utilidade para o processo, em especial:

I - a identificação dos demais envolvidos na prática da infração, quando couber;

II - a obtenção de informações e de documentos que comprovem a infração noticiada ou sob investigação.

Essencial notar que a celebração do Acordo Administrativo em Processo de Supervisão não tem efeito fora do âmbito das penalidades administrativas, de forma que a CVM continua com o dever legal de informar ao Ministério Público a prática ou indícios de crimes de ação pública, em respeito ao art. 12 da LVM⁷³ e art. 9º da Lei Complementar nº 105/2001⁷⁴. Portanto, é possível a atuação do Ministério Público ou de outros órgãos públicos, dentro de suas respectivas competências, contra as pessoas que celebraram o acordo.

Existe crítica doutrinária quanto à não harmonização da sanção no âmbito administrativo com o âmbito penal, que gera insegurança aos que buscam uma tutela coerente do Estado, conforme será visto adiante.

Por fim, não acontecendo as hipóteses referidas acima, ocorrerá o julgamento colegiado pela CVM, o qual deve ser convocado com no mínimo de 15 dias de antecedência, poderá a defesa do advogado realizar sustentação oral por quinze minutos prorrogáveis por mais quinze minutos. Assim, encerra-se a fase contraditória.

Na hipótese da CVM julgar que houve infração contra o mercado de capitais que seja de competência jurisdicional da CVM, poderão ser aplicadas as sanções previstas no rol taxativo do art. 11 da LVM:

“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: (Redação dada pela Lei nº 13.506, de 2017)

I - advertência;

II - multa;

III - (revogado); (Redação dada pela Lei nº 13.506, de 2017)

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; (Redação dada pela Lei nº 13.506, de 2017)

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; (Redação dada pela Lei nº 13.506, de 2017)

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

⁷³ Art. 12. Quando o inquérito, instaurado de acordo com o § 2º do art. 9º, concluir pela ocorrência de crime de ação pública, a Comissão de Valores Mobiliários oficiará ao Ministério Público, para a propositura da ação penal.

⁷⁴ Art. 9º Quando, no exercício de suas atribuições, o Banco Central do Brasil e a Comissão de Valores Mobiliários verificarem a ocorrência de crime definido em lei como de ação pública, ou indícios da prática de tais crimes, informarão ao Ministério Público, juntando à comunicação os documentos necessários à apuração ou comprovação dos fatos.

entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários; (Incluído pela Lei nº 9.457, de 5.5.1997)

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. (Incluído pela Lei nº 9.457, de 5.5.1997)

§ 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: (Redação dada pela Lei nº 13.506, de 2017)

I - R\$ 50.000.000,00 (cinquenta milhões de reais); (Redação dada pela Lei nº 13.506, de 2017)

II - o dobro do valor da emissão ou da operação irregular; (Redação dada pela Lei nº 13.506, de 2017)

III - 3 (três) vezes o montante da vantagem econômica obtida ou da perda evitada em decorrência do ilícito; ou (Redação dada pela Lei nº 13.506, de 2017)

IV - o dobro do prejuízo causado aos investidores em decorrência do ilícito. (Redação dada pela Lei nº 13.506, de 2017)

§ 2º Nas hipóteses de reincidência, poderá ser aplicada multa de até o triplo dos valores fixados no § 1º deste artigo. (Redação dada pela Lei nº 13.506, de 2017)

§ 3º As penalidades previstas nos incisos IV, V, VI, VII e VIII do caput deste artigo somente serão aplicadas nos casos de infração grave, assim definidas em normas da Comissão de Valores Mobiliários, ou nos casos de reincidência. (Redação dada pela Lei nº 13.506, de 2017)

§ 4º As penalidades somente serão impostas com observância do procedimento previsto no § 2º do art. 9º desta Lei, cabendo recurso para o Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. (Redação dada pela Lei nº 9.457, de 5.5.1997) (...)

§ 13. Adicionalmente às penalidades previstas no caput deste artigo, a Comissão de Valores Mobiliários poderá proibir os acusados de contratar, por até de 5 (cinco) anos, com instituições financeiras oficiais e de participar de licitação que tenha por objeto aquisições, alienações, realizações de obras e serviços e concessões de serviços públicos, no âmbito da administração pública federal, estadual, distrital e municipal e das entidades da administração pública indireta. (Incluído pela Lei nº 13.506, de 2017)''

Apesar de longa, a transcrição dos trechos acima do art. 11 da LVM se fez necessária para demonstrar as relevantes mudanças trazidas pela Lei nº 13.506/2017, que aumentou consideravelmente o valor das penalidades aplicáveis pela CVM. Ademais, a Lei nº 13.506/2017 findou tema que era alvo de debate pelo colegiado da CVM, ao prever expressamente que a CVM poderá aplicar as penalidades do art. 11 da LVM isoladamente ou cumulativamente. Além disso, foi incluída a proibição de contratação com instituições financeiras oficiais, por até 5 anos, e de participar de licitações envolvendo a administração pública direta e indireta.

No que toca às principais mudanças favoráveis ao acusado dispostas pela Lei nº 13.506/2017, incluiu-se expressamente que deverão ser observados os princípios da proporcionalidade e da razoabilidade, a capacidade econômica do infrator e os motivos que justifiquem sua imposição, no momento da aplicação da multa. Também acabou-se com importante debate ao ser incluída proibição expressa de agravamento das penalidades aplicadas na hipótese do acusado recorrer da decisão da CVM ao CRSFN.

3.3.2. Conflito entre o processo administrativo sancionador e o processo penal

Como órgão especializado responsável pela proteção e fiscalização do mercado de capitais, a CVM tem atuado vigorosamente no combate aos crimes contra o mercado de capitais, por meio do julgamento dos processos administrativos sancionadores, dos Termos de Compromisso e, mais recentemente, por meio dos Acordos Administrativos em Processo de Supervisão.

Todavia, os julgamentos proferidos pela CVM não vinculam eventuais sanções fora do âmbito administrativo, pois não há previsão legislativa que vincule as interpretações penais às administrativas e vice-versa. Isso abre espaço para que sejam proferidas decisões com interpretações diversas, ou mesmo contrárias, no âmbito administrativo e penal sobre um mesmo fato⁷⁵. Esse fato se agrava devido a CVM ter o dever de comunicar ao Ministério Público o possível cometimento de crimes, mesmo antes do julgamento administrativo.

Dessa forma, tramitam dois processos penalizando os mesmos fatos de maneira independente, um na esfera administrativa e outro na esfera penal. Ao se considerar que o Estado, lidando com institutos idênticos, pode chegar a conclusões diferentes, percebe-se a falta de normas que harmonizem ordenamento jurídico e a resultante insegurança gerada aos tutelados⁷⁶.

Tal consideração é reforçada ao verificar-se que as sanções administrativas e penais possuem objetivos muito próximos⁷⁷. Quanto a isso, parte da doutrina sugere que somente casos graves, em que a punição administrativa fosse verificada insuficiente, a lei penal deveria ser aplicada, de forma que se limitasse, clara e expressamente, a atuação do Estado nos crimes contra o mercado de capitais⁷⁸.

A incoerência quanto à competência fiscalizadora e sancionadora dos crimes contra o mercado de capitais promove insegurança jurídica e, segundo os ensinamentos de CANOTILHO, o Estado de Direito tem como um dos seus fundamentos a segurança do jurídica dos tutelados, que, a partir da boa-fé, presumem harmonia entre os atos praticados pelos agentes do Estado⁷⁹. Assim, não podem os entes estatais tomarem posições incoerentes,

⁷⁵ CODORNIZ, Gabriela e PATELA, Laura. Comentários à Lei do Mercado de Capitais. Lei nº 6385/76. p. 619.

⁷⁶ NORONHA, Edgar Magalhães. Curso de Direito Penal. São Paulo, Saraiva, 1999. p. 13.

⁷⁷ SANTOS, Alexandre Pinheiro e OSÓRIO, Fábio Medina e WELLISCH, Julya Sotto Mayor. Mercado de Capitais: Regime Sancionador. p. 35.

⁷⁸ CODORNIZ, Gabriela e PATELA, Laura. Comentários à Lei do Mercado de Capitais. Lei nº 6385/76. p. 620.

sob pena de deslegitimar a autoridade do poder coercitivo da Administração⁸⁰. Nesse sentido, SANTOS, OSÓRIO e WELLISCH esclarecem que:

“[A] independência entre as instâncias (civil, penal e administrativa) não pode justificar automática dupla punição de jurisdicionado ou administrado, com quebra de proporcionalidade, ou um conjunto de soluções contraditórias, sob pena de afronta ao princípio da razoabilidade e da proporcionalidade e à boa-fé objetiva que se exige permanentemente do Estado.”⁸¹

O STF tem se posicionado pela harmonização do ordenamento jurídico em relação aos atos processuais praticados em processos administrativos no mercado financeiro sob competência do Banco Central do Brasil. A suprema corte pátria entende que a decisão absolutória proferida pelo BACEN obsta o andamento de ação penal que tratar sobre os mesmo fatos.⁸²

Considerando-se que o mercado de capitais é um segmento do mercado financeiro, é possível – se não esperável – que entendimento análogo seja aplicado ao mercado de capitais. Ademais, insta citar-se o princípio do *non bis in idem*, o qual deveria vetar a dupla punição em casos com os sujeitos, fatos e fundamentos idênticos, oriundos de um processo complexo interpretativo⁸³.

⁷⁹ CANOTILHO, J.J. Gomes. Direito constitucional. Coimbra: Almedina, 1991. p. 384.

⁸⁰ TELLES, Antonio A. Queiroz. Introdução ao direito administrativo. 2 ed, São Paulo, RT, 2.000, p. 50.

⁸¹ SANTOS, Alexandre Pinheiro e OSÓRIO, Fábio Medina e WELLISCH, Julya Sotto Mayor. Mercado de Capitais: Regime Sancionador. p. 35.

⁸² Confirmam-se os seguintes precedentes do STF: HC.324/SP, de relatoria do Min. Nelson Jobim, DJ 13.8.2002; HC 23.674/SP, de relatoria do Min. Carlos Velloso, DJ 16.4.2004; e HC 95.507, de relatoria do Min. Cesar Peluso, DJ 22.4.2010.

⁸³ SANTOS, Alexandre Pinheiro e OSÓRIO, Fábio Medina e WELLISCH, Julya Sotto Mayor. Mercado de Capitais: Regime Sancionador. p. 61-71.

4. *Insider trading*

A Lei nº 13.506/2017 alterou a tipificação do crime de *insider trading*, também conhecido como “uso indevido de informação privilegiada”, retirando o dever de sigilo dos elementos tipificadores do crime. Segundo MÜSSNICH, *insider trading* é tido como um dos ilícitos “mais perniciosos no mercado de capitais (...) Isso porque o insider trading fere um dos princípios mais relevantes do mercado de capitais, pois abala a confiança dos investidores”⁸⁴. Nesse sentido, PROENÇA faz o seguinte esclarecimento sobre a fundamentação para se legislar sobre o *insider trading*:

“A legislação acerca do *insider trading* atém-se, fundamentalmente à alocação dos direitos da propriedade em informações corporativas e, conseqüentemente, à distribuição da renda derivada de tais informações. O Estado aparece, destarte, criando e protegendo os direitos de propriedade.”⁸⁵

Apesar de existir legislação e tipificação específica quanto ao *insider trading*, a responsabilização dos seus praticantes (“*insiders*”) é complexa, como será visto adiante.

Nesse sentido existe aprofundado debate sobre como conceituar e se aferir, de fato, a prática de *insider trading* e prevenir que a conduta ocorra. A análise da história do *insider trading* nos permite compreendê-lo melhor e nos facilita o entendimento de práticas para sua prevenção e repressão, para isso faremos breve estudo do *insider trading* nos Estados Unidos, berço teórico mundial, depois estudaremos o caso brasileiro. Posteriormente, conceituaremos os tipos e elementos do *insider trading*, por fim chegando ao exame da criminalização do *insider trading* no Brasil.

4.1. O *insider trading* no Direito Comparado

O combate e a repressão ao *insider trading* é um fenômeno recente, mesmo nos países desenvolvidos, pois somente na década de 1990 a normatização dessa questão realmente ganhou impulso, com raras exceções.⁸⁶

⁸⁴ MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel . O insider trading no direito brasileiro. São Paulo: Saraiva, 2017. p.19.

⁸⁵ PROENÇA, José Marcelo Martins. Insider Trading. – São Paulo, Quartier Latin, 2005. p. 210.

⁸⁶ PROENÇA, José Marcelo Martins. Insider Trading. – São Paulo, Quartier Latin, 2005. p. 205.

Entre os países com mercados mais representativos e avançados, os Estados Unidos foram o primeiro país a legislar sobre a prevenção e repressão ao *insider trading*, inicialmente com legislações estaduais, conhecidas como *blue sky laws*, e, posteriormente, com a edição do *Securities Act of 1933* e do *Securities and exchange Act of 1934*, reflexo da famosa Crise da Bolsa de Nova Iorque de 1929.⁸⁷

Na Europa, o primeiro país a legislar sobre a questão foi a França em 1967. Com as exceções da Suécia e Inglaterra, que legislaram sobre o assunto, respectivamente, em 1971 e 1980, a maior parte dos outros países europeus com mercados desenvolvidos e relevantes somente editaram ou promulgaram normas sobre *insider trading* por volta da década de 1990.⁸⁸

Apesar da ampla normatização da prevenção e combate ao *insider trading*, um estudo publicado em 2002 mostrou que, até 1988, havia 103 países com bolsas de valores, dos quais, 87 contava com legislação sobre *insider trading*, porém somente 38 deles executaram tal legislação⁸⁹. Tal estudo destacou, ainda, que, nos países desenvolvidos, a taxa de aplicação era bem mais alta que a dos países emergentes: 82% dos países desenvolvidos aplicaram algum tipo de procedimento, enquanto somente 25% dos países emergentes fizeram o mesmo⁹⁰.

Interessante notar que o Brasil foi vanguarda ao legislar sobre a proibição do uso de informação privilegiada já em 1965, com a publicação da Lei nº 4.728/1965, em seu artigo 3º, inciso X:

"Art. 3. Compete ao Banco Central: (...)

X - fiscalizar a utilização de informações não divulgadas ao público em benefício próprio ou de terceiros, por acionistas ou pessoas que, por força de cargos que exerçam, a elas tenham acesso."⁹¹

Ocorre que, apesar de ter sido dado ao Banco Central a competência de investigar casos referentes ao uso de informação privilegiada, não lhe foi atribuído o poder de polícia necessário para que houvesse a aplicação do referido dispositivo, como explanado por COMPARATO⁹² e LEÃES⁹³. Dessa forma, a regulamentação efetiva da prevenção e combate

⁸⁷ PROENÇA, José Marcelo Martins. *Insider Trading*. – São Paulo, Quartier Latin, 2005. p. 205-209.

⁸⁸ PROENÇA, José Marcelo Martins. *Insider Trading*. – São Paulo, Quartier Latin, 2005. p. 205.

⁸⁹ Bhattacharya, Utpal and Daouk, Hazem, *The World Price of Insider Trading*. *Journal of Finance*, February 2002. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=249708>

⁹⁰ PROENÇA, José Marcelo Martins. *Insider Trading*. – São Paulo, Quartier Latin, 2005. p. 209.

⁹¹ Acessível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L4728.htm.

ao *insider trading* ocorreu com a vigência da Lei nº 6.404/1976 (LSA), ainda consideravelmente bem situada em relação à maior parte dos países desenvolvidos.

Com isso em mente, passa-se ao estudo de como foi feita a normatização da prevenção e repressão ao *insider trading* nos Estados Unidos, para possibilitar a compreensão de forma mais ampla do caminho e da evolução do conceito de *insider trading* e dos mecanismos para sua prevenção e repressão.

4.1.1. O *insider trading* nos Estados Unidos

Os Estados Unidos foram pioneiros ao legislar sobre a prevenção e repressão do que viria a ser conhecido como *insider trading*, legislação esta nascida da intenção de preservar a equidade entre os agentes do mercado de capitais⁹⁴. Assim, fundamental se faz estudar o nascimento da legislação referente ao *insider trading*, bem como entendê-la no maior e mais avançado mercado de capitais do mundo.

Nos anos 1920, logo após o fim da Grande Guerra, os Estados Unidos iniciaram um período de grande crescimento econômico, que levou a uma estrondosa valorização e crescimento do mercado capitais norte-americano. Entretanto, parte significativa da valorização do mercado de capitais norte-americano se deu baseada na esperança popular de que o investimento em mercado de valores mobiliários levaria ao enriquecimento rápido, portanto, uma bolha especulativa. Isso era possível em razão da filosofia estatal “focada no mérito dos empreendimentos para os quais se pretendesse buscar recursos junto ao público”.⁹⁵

Naquela época, não havia efetiva legislação que protegesse os investidores em nível nacional de práticas fraudulentas de agentes que se valiam da sua posição no mercado de capitais para obter vantagem em detrimento dos outros, apesar de que vários estados norte-americanos já tinham normas protetoras de fraudes contra o mercado de capitais, como as *blue sky laws*. Para isso, incube trazer os ensinamentos de LEÃES:

“A primeira ‘lei do céu azul’ foi promulgada em Kansas, em 1911. Nos dois anos subseqüentes, dezoito outros Estados adotaram leis semelhantes, em rápida

⁹² COMPARATO, Fábio Konder. *Insider Trading: sugestões para uma moralização do nosso mercado de capitais*. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo, n.2, 1971.

⁹³ LEÃES, Luis Gastão Paes de Barros. *Mercado de Capitais e Insider Trading*. p. 173.

⁹⁴ PROENÇA, José Marcelo Martins. *Insider Trading*. – São Paulo, Quartier Latin, 2005. p. 213.

⁹⁵ SANTOS, Alexandre Pinheiro e OSÓRIO, Fábio Medina e WELLISCH, Julya Sotto Mayor. *Mercado de Capitais: Regime Sancionador*. p. 130.

sucessão. Entre 1914 e 1916, porém, submetidas à apreciação judicial, vários desses diplomas não lograram passar pelos testes de constitucionalidade. Em Michigan, na Virgínia Ocidental e em Iowa, as cortes declararam inconstitucionais as leis de seus Estados. A pendência foi solvida, finalmente, em 1917, nos chamados Blue Sky Cases (a saber, Hall v. Geiger-Jones Co., Caldwell v. Sioux Falls Stock Yards Co. e Merrick v. N.W. Halsey & Co.), quando a Suprema Corte considerou as leis do céu azul dos vários Estados como exercício natural do poder de polícia estadual, enfatizando-lhes destarte a constitucionalidade. Os pronunciamentos da Corte Suprema estimularam ampla adoção, pelos Estados, de leis disciplinadoras do mercado de títulos dentro de suas fronteiras. Na altura de 1919, trinta e dois Estados dispunham de Blue Sky Laws, e, em 1933, quando surgiu o primeiro diploma federal, quarenta e sete Estados e o Havaí, com a exceção de Nevada, já contavam com legislação semelhante. Ao sustentar a constitucionalidade da legislação estadual, a Corte Suprema impôs limites ao seu alcance. Limitadas às fronteiras estaduais, as leis do céu azul não atingiriam as operações de títulos e valores (securities) realizadas em seu território, através do correio e de outros instrumentos do comércio inter-estadual que, por disposição constitucional, era da competência do Governo Central.⁹⁶

Nesse cenário, ocorreu o infame *crash* da Bolsa de Nova Iorque de 1929. Apurou-se à época que a crise no mercado de capitais teve entre seus causadores diversas práticas fraudulentas, como o *insider trading*. Assim, verificou-se a necessidade de se regulamentar o setor de mercado de capitais e de se repensar o sistema, para que buscar a equidade entre os agentes do mercado de valores mobiliários, uma vez que existia alto grau de tolerância com condutas de agentes que se valiam do seu conhecimento do mercado e posição estratégica para se beneficiarem.

A partir disso, em resposta à crise econômica que assolava o país, como parte integrante do pacote *New Deal*, foram editadas as primeiras normas federais em busca da equidade entre os agentes do mercado de capitais, o *Securities Act of 1933* e o *Securities Exchange act of 1934*. Na seção 16 (b) do *Securities Exchange act of 1934* foi disposto o primeiro comando normativo federal de combate ao *insider trading*, criando-se a *Securities Exchange Comission*, dispositivo que merece ser transcrito em razão de ser inspiração para todos os outros sistemas de prevenção e repressão ao *insider trading* e o modelo para o sistema brasileiro:

Securities Exchange Act, Seção 16 (b): A fim de reprimir a utilização abusiva de informação que venha a obter o titular de mais de 10% de ações da mesma categoria, o administrador e o alto empregado, em razão da posição que ocupam na empresa, todo o lucro auferido com a recompensa ou revenda de suas ações, dentro de seis meses a partir da venda ou da compra anteriormente feita por essas mesmas pessoas, exceção feita aos títulos adquiridos de boa-fé em virtude de transação anteriormente compromissada, deverá reverter em proveito da sociedade emissora,

⁹⁶ LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Mercado de capitais e insider trading. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 1982, p. 83-84.

independentemente da intenção que porventura tenha impulsionado essas pessoas a realizarem a operação descrita. A ação judicial objetivando esse resultado, a ser proposta segundo princípios de direito e equidade, compete inicialmente à própria sociedade, mas se essa não a intenta dentro do prazo de 60 dias a contar da data da intimação para tanto, qualquer acionista tem legitimidade, como autêntico substituto processual, para ajuizar a ação *uti singuli*. Prescreverá, porém, essa ação em 2 (dois) anos, contados da realização do lucro. Essa subseção não se aplica ao caso em que as pessoas titulares de mais de 10% da compra e revenda, nem se aplica às hipóteses expressamente excluídas pela SEC, por meio de atos normativos específicos.⁹⁷

Os principais efeitos da nova normatização foram a responsabilização do *insider* independentemente de prova de efetiva utilização de informações confidenciais, presumindo-se *juris et de jure*⁹⁸ a má-fé do agente se preenchidas certas condições, como a compra e venda ou venda e compra do valor mobiliário, em um período de seis meses, da empresa em que o agente tivesse administração ou controle de mais de 10% de qualquer classe de valor mobiliário.⁹⁹ Porém, as penalidades impostas pelo referido dispositivo foram alvo de severas críticas, especialmente quanto ao curto lapso temporal avaliado para aferir-se a prática de *insider trading*¹⁰⁰, de somente 6 meses, além da exclusão da penalização do uso de informações privilegiadas de segunda mão, que, apesar serem difíceis de provar, merecem repressão normativa.¹⁰¹

⁹⁷ Tradução transcrita da obra de LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Mercado de capitais e insider trading. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 1982, p. 143. Texto original: “SEC. 16. DIRECTORS, OFFICERS, AND PRINCIPAL STOCKHOLDERS. [...] (b) For the purpose of preventing the unfair use of information which may have been obtained by such beneficial owner, director, or officer by reason of his relationship to the issuer, any profit realized by him from any purchase and sale, or any sale and purchase, of any equity security of such issuer (other than an exempted security) or a security-based swap agreement involving any such equity security within any period of less than six months, unless such security or security-based swap agreement was acquired in good faith in connection with a debt previously contracted, shall inure to and be recoverable by the issuer, irrespective of any intention on the part of such beneficial owner, director, or officer in entering into such transaction of holding the security or security-based swap agreement purchased or of not repurchasing the security or security-based swap agreement sold for a period exceeding six months. Suit to recover such profit may be instituted at law or in equity in any court of competent jurisdiction by the issuer, or by the owner of any security of the issuer in the name and in behalf of the issuer if the issuer shall fail or refuse to bring such suit within sixty days after request or shall fail diligently to prosecute the same thereafter; but no such suit shall be brought more than two years after the date such profit was realized. This subsection shall not be construed to cover any transaction where such beneficial owner was not such both at the time of the purchase and sale, or the sale and purchase, of the security or security-based swap agreement or a security-based swap involved, or any transaction or transactions which the Commission by rules and regulations may exempt as not comprehended within the purpose of this subsection. Acessível em <http://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf>.

⁹⁸ MUSSNICH, Francisco Antunes Maciel. A utilização desleal de informações privilegiadas: insider trading no Brasil e nos Estados Unidos. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo, n. 34, p. 31, 1979.

⁹⁹ PROENÇA, José Marcelo Martins. Insider Trading. – São Paulo, Quartier Latin, 2005. p. 217.

¹⁰⁰ EIZIRIK, Nelson. Insider Trading e responsabilidade de administrador de companhia aberta. Revista de Direito Industrial, Mercantil, Econômico e Financeiro, São Paulo, n.50, 1983.

¹⁰¹ COMPARATO, Fábio Konder. Insider Trading: sugestões para uma moralização do nosso mercado de capitais. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo, n.2, 1971.

Outra importante crítica foi quanto a não atribuição de poderes à SEC para punir os infratores, de maneira que somente eram possíveis ações de responsabilidade civil movidas pela própria empresa ou por seus acionistas. A competência judiciária para aplicação da norma foi atribuída à Justiça Federal, podendo o réu ser citado em qualquer lugar do mundo, e sendo o prazo prescricional de dois anos¹⁰². Insta citar a observação de EIZIRIK quanto a intenção do legislador ao editar a norma em tela:

“Como está dito no caso Adler vs. Klanwans (1959), - o Congresso, ao editar a Seção 16(b), não teve a ambição de reprimir *in totum* a prática condenável. (...) O seu efeito preventivo, porém desestimulando especulações desonestas nesse lapso de tempo, produziria um resultado positivo ainda que restrito.”¹⁰³

Com o objetivo de complementar a Seção 10 (b), foi editada a Regra 10 b-5, que trouxe importante inovação ao estabelecer que a responsabilidade do *insider* seria com qualquer agente do mercado lesado pelo uso abusivo de informação sigilosa.¹⁰⁴ Confirma-se a Regra 10 b-5:

Regra 10 (b) – 5: “A toda pessoa, que se utiliza dos meios e instrumentos do comércio estadual, do correio ou dos serviços das bolsas nacionais de valores, é vedado: 1) empregar qualquer manobra, esquema ou artifício fraudulentos; 2) fazer declarações inexatas sobre fatos importantes, ou deixar de revelá-los, quando esses fatos reputados necessários para evitar que as declarações, à luz das circunstâncias em que foram feitas, não sejam enganadoras; ou 3) comprometer-se em ato, prática ou negociação que representa ou representaria uma fraude ou burla em relação a qualquer pessoa.”¹⁰⁵

Dessa forma, a Regra 10 b-5 fez com que as operações realizadas por terceiros vinculados aos administradores ou controladores das empresas emissores também fossem puníveis, independentemente da origem do vínculo.¹⁰⁶ Essa inovação foi fundamental para a repressão do *insider trading* nos Estados Unidos, se tornando norma base para a punição.

¹⁰² PROENÇA, José Marcelo Martins. *Insider Trading*. – São Paulo, Quartier Latin, 2005. p. 218.

¹⁰³ EIZIRIK, Nelson. *Insider Trading e responsabilidade de administrador de companhia aberta*. Revista de Direito Industrial, Mercantil, Econômico e Financeiro, São Paulo, n.50, 1983.

¹⁰⁴ BERTIN, Dirceu. *Insider Trading, controle jurídico do uso indevido de informação privilegiada no mercado de capitais*. Dissertação apresentada ao curso de Pós-Graduação Stricto Sensu em Direito Político e Econômico da Universidade Presbiteriana Mackenzie como requisito para a obtenção do título de mestre, 2010. p. 44.

¹⁰⁵ Tradução transcrita da obra de LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Mercado de capitais e insider trading*. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 1982, p. 146. Texto original: “It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails, or of any facility of any national securities exchange, (1) to employ any device, scheme, or artifice to defraud, (2) to make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statement made, in the light of the circumstance under which they were made, not misleading, or (3) to engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person, in connection with the purchase or sale of any security.” Acessível em <https://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/240.10b-5>.

¹⁰⁶ MUSSNICH, Francisco Antunes Maciel. *A utilização desleal de informações privilegiadas: insider trading no Brasil e nos Estados Unidos*. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo, n. 34, 1979. p. 31.

Além disso, levou a construção de vasta jurisprudência em relação ao *insider trading*, sendo a principal norma utilizada nas manifestações pela SEC.¹⁰⁷

A partir de então, várias novas normas foram editadas, entre elas a Regra 14 E-3 de 1982, responsável por vedar que os *insiders* de uma companhia pudessem dar informações sobre oferta pública de aquisição que não tivesse sido publicizada¹⁰⁸, e o *Insider Trading Sanctions Act of 1984*, que aumentou consideravelmente a multa civil aplicada aos *insiders*, que antes era limitada ao lucro auferido e passou a ser de até três vezes o lucro auferido, além de tornar a sanção penal mais severa.

Em 1988 foi promulgado o *Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act*, que instituiu a obrigação de que houvesse *chinese wall* entre os departamentos de uma instituição financeira. Ou seja, a norma terminou que os departamentos das referidas instituições financeiras fossem claramente separados, para que não houvesse o vazamento de informações sigilosas de um departamento para o outro.¹⁰⁹

Posteriormente, no ano de 2000, editaram-se as regras 10 b5-1 e 10 b5-2, que serviram para aclarar certos aspectos do *insider trading*. Na mesma publicação, anunciou-se o Regulamento FD (*Fair Disclosure*), com o objetivo de reprimir práticas que pudessem gerar assimetria entre os agentes do mercado de capitais.¹¹⁰

Por fim, em 2002, foi promulgado o *Sarbanes-Oxley Act*, com o objetivo de promover a governança corporativa no mercado de capitais norte-americano, principalmente a veracidade das informações prestadas ao mercado, em razão de sérias ocorrências de fraude corporativa em empresas com ações negociadas nas bolsas de valores norte-americanas em meados de 2001 e o início de 2002. Entre as inovações trazidas por essa nova lei, encontra-se a criação de um Conselho Regulador Independente de Contabilidade, controlado pela SEC.¹¹¹

É inegável a importância e influência que os Estados Unidos tiveram na regulação do mercado de capitais em outros países do mundo, fundamentando os princípios essenciais para os reguladores de mercado de capitais, sempre com o intuito de buscar a equidade entre os agentes do mercado de capitais:

¹⁰⁷ COMPARATO, Fábio Konder. *Insider Trading: sugestões para uma moralização do nosso mercado de capitais*. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo, n.2, 1971, p. 43.

¹⁰⁸ EIZIRIK, Nelson. A evolução recente da regulação do mercado de capitais nos Estados Unidos. Revista Brasileira de Mercado de Capitais, Rio de Janeiro, n. 4, 1976.

¹⁰⁹ PROENÇA, José Marcelo Martins. *Insider Trading*. – São Paulo, Quartier Latin, 2005. p. 235.

¹¹⁰ PROENÇA, José Marcelo Martins. *Insider Trading*. – São Paulo, Quartier Latin, 2005. p. 235.

¹¹¹ PROENÇA, José Marcelo Martins. *Insider Trading*. – São Paulo, Quartier Latin, 2005. p. 236.

“O sistema da legislação federal sobre *securities* norte-americana continua sendo a fonte inspiradora da maioria dos países que vem adotando normas sobre *disclosure* e de repressão ao *insider trading*. É nos EUA aonde vem ocorrendo o maior número de casos julgados envolvendo a responsabilidade dos *insiders* e onde, ademais particularmente em anos mais recentes, a autoridade administrativa encarregada de fiscalizar o mercado de capitais - a *Securities and Exchange Commission (SEC)* - vem realizando os esforços mais notáveis na repressão ao *insider trading*”.¹¹²

Efeitos dessa influência norte-americana no direito europeu podem ser encontrados na Diretiva CEE 89/592 de 1989¹¹³, primeira norma editada pela Comunidade Europeia para combater o *insider trading*, pela qual foi definido o que seria informação privilegiada, quem são os *insiders* e as proibições aplicadas a eles, tendo sido posteriormente complementada pela Diretiva 2003/6/CE, de 2003¹¹⁴.

Esclarecido o pioneirismo e o histórico que levou à regulação moderna dos Estados Unidos quanto ao *insider trading*, assim como a influência global que a experiência norte-americana teve, passa-se ao estudo do *insider trading* no Brasil.

4.2. O *insider trading* no Brasil

O Brasil, como o resto do mundo, sofreu profunda influência norte-americana na regulação do seu mercado de capitais, sendo que já em 1940 foi editada a primeira norma relativa ao dever de informar, oriundo do *disclosure* em norte-americano. A norma que nos referimos é o Decreto-lei nº 2.627/1940, que em seu art. 70¹¹⁵ dispunha sobre a prestação de informações ao público, porém somente era aplicável a companhias estrangeiras e quanto a situações muito específicas.¹¹⁶

Em seguida, o inciso X do art. 3º da Lei nº 4.728/1965, também conhecida como Lei do Mercado de Capitais – LMC, previu pela primeira vez a profilaxia contra o *insider trading*¹¹⁷. Assim, foi atribuída ao Banco Central do Brasil (BACEN) a incumbência 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

¹¹² EIZIRIK, Nelson. Insider Trading e responsabilidade de administrador de companhia aberta. Revista de Direito Industrial, Mercantil, Econômico e Financeiro, São Paulo, n.50, 1983.

¹¹³ Acessível em <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=CELEX%3A31989L0592>.

¹¹⁴ Acessível em <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=CELEX%3A32003L0006>.

¹¹⁵ Art. 70. As sociedades anônimas estrangeiras devem, sob pena de ser-lhes cassada a autorização para funcionar no país, reproduzir no órgão oficial da União, e do Estado, si for caso (art. 173), as publicações que, segundo a sua lei nacional ou de origem, sejam obrigadas a fazer relativamente ao balanço, conta de lucros e perdas e atos de sua administração. Acessível em http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/Del2627.htm.

¹¹⁶ PROENÇA, José Marcelo Martins. Insider Trading. p. 274.

¹¹⁷ PROENÇA, José Marcelo Martins. Insider Trading. p. 274.

acesso¹¹⁸. Entretanto, isso foi feito de maneira meramente programática, uma vez que não foi feito o arcabouço normativo necessário para que se pudesse exercer de fato o combate ao *insider trading*, faltava o poder de polícia ao BACEN.¹¹⁹¹²⁰

Foi com o advento da Lei nº 6.404/1976, a Lei das Sociedades Anônimas (LSA), que iniciou uma regulação mais efetiva em relação ao *insider trading*, foram introduzidos mecanismos de prevenção e repressão à referida conduta de forma estruturada.

O art. 157 da LSA traz os dispositivos preventivos, os quais foram inspirados no *duty of disclosure* do sistema norte-americano, o dever de informar no Brasil. Esse instituto estabelece que os administradores das companhias abertas devem informar sobre as transações feitas com ativos da empresa e sobre a ocorrência de fatos relevantes, salvo na hipótese de a exposição do fato relevante ser prejudicial aos interesses da empresa. Ademais, aos acionistas, foi imposto o dever de não utilizarem informações relevantes que possam ter requerido, a não ser no interesse da companhia¹²¹. Veja-se o art. 157 da LSA:

"Art. 157. O administrador de companhia aberta deve declarar, ao firmar o termo de posse, o número de ações, bônus de subscrição, opções de compra de ações e debêntures conversíveis em ações, de emissão da companhia e de sociedades controladas ou do mesmo grupo, de que seja titular.

§ 1º. O administrador de companhia aberta é obrigado a revelar à assembléia-geral ordinária, a pedido de acionistas que representem 5% (cinco por cento) ou mais do capital social:

- a) o número dos valores mobiliários de emissão da companhia ou de sociedades controladas, ou do mesmo grupo, que tiver adquirido ou alienado, diretamente ou através de outras pessoas, no exercício anterior;
- b) as opções de compra de ações que tiver contratado ou exercido no exercício anterior;
- c) os benefícios ou vantagens, indiretas ou complementares, que tenha recebido ou esteja recebendo da companhia e de sociedades coligadas, controladas ou do mesmo grupo;
- d) as condições dos contratos de trabalho que tenham sido firmados pela companhia com os diretores e empregados de alto nível;
- e) quaisquer atos ou fatos relevantes nas atividades da companhia.

§ 2º. Os esclarecimentos prestados pelo administrador poderão, a pedido de qualquer acionista, ser reduzidos a escrito, autenticados pela mesa da assembléia, e fornecidos por cópia aos solicitantes.

§ 3º. A revelação dos atos ou fatos de que trata este artigo só poderá ser utilizada no legítimo interesse da companhia ou do acionista, respondendo os solicitantes pelos abusos que praticarem.

§ 4º. Os administradores da companhia aberta são obrigados a comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da

¹¹⁸ Lei nº 4.728/1965. Acessível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L4728.htm

¹¹⁹ COMPARATO, Fábio Konder. Insider Trading: sugestões para uma moralização do nosso mercado de capitais. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo, n.2, 1971.

¹²⁰ LEÃES, Luis Gastão Paes de Barros. Mercado de Capitais e Insider Trading. p. 173.

¹²¹ MUSSNICH, Francisco Antunes Maciel. A utilização desleal de informações privilegiadas: insider trading no Brasil e nos Estados Unidos. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo, n. 34, p. 31,1979.

assembléia-geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou fato relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia.

§ 5º. Os administradores poderão recusar-se a prestar a informação (§ 1º, alínea e), ou deixar de divulgá-la (§ 4º), se entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia, cabendo à Comissão de Valores Mobiliários, a pedido dos administradores, de qualquer acionista, ou por iniciativa própria, decidir sobre a prestação de informação e responsabilizar os administradores, se for o caso.¹¹²²

No que toca aos dispositivos repressivos, esses foram introduzidos pelo art. 155 da LSA¹²³, sendo ela pioneira a reprimir explicitamente a conduta de *insider trading* no ordenamento jurídico nacional. Assim, foi possível abordar tanto o conceito de *insider trading*, quanto a possibilidade de reparação de danos sofridos pelos lesados pela conduta, sendo a primeira norma conceituar o *insider trading* no Brasil.

Os deveres do administrador trazidos no art. 155 da LSA, formam um grande avanço no combate ao uso indevido de informação privilegiada, pois explicitamente se refere ao dever do administrador de manter sigilo, além de responsabilizá-lo por impedir que a informação seja utilizada por seus subordinados ou terceiros de confiança de forma indevida e, ainda, o responsabiliza civilmente pelos danos causados caso exista prática do uso indevido de informação privilegiada. A referida inteligência legal merece ser conferida adiante:

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.¹²⁴ (grifos pessoais)

¹²² Acessível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm.

¹²³ PROENÇA, José Marcelo Martins. *Insider Trading*. – São Paulo, Quartier Latin, 2005. p. 278.

¹²⁴ Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Acessível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm.

Dessa forma, restou disposto o dever dos administradores de zelarem pela segurança das informações da companhia, estabelecendo o dever de sigilo do administrador e o responsabilizando por possíveis vazamentos de informações por meio de subordinados ou terceiros de confiança.

A partir da análise conjunta dos arts. 155 e 157 da LSA, percebe-se que “a legislação americana portanto, é que alavancou essa questão em outros países, inclusive no Brasil, onde se adotou os seus princípios - *full and fair disclosure* e *loyalty*.”¹²⁵, ou, como lecionado por SANTOS, OSÓRIO E WELLISCH, o padrão do “*disclose or refrain from trading*”¹²⁶. Isso resultou no dever do administrador de divulgar a informação relevante da qual teve conhecimento ou de abster-se de negociar valores mobiliários que possam ser afetados pela informação privilegiada.¹²⁷

Também é importante notar que referido zelo do administrador de manter sigilo sobre fato relevante deve se tornar um zelo pela imediata divulgação da informação, na hipótese de a informação escapar de controle ou de ocorrer oscilação atípica no preço, quantidade ou cotação negociada dos valores mobiliários da companhia ou de títulos a eles referenciados.¹²⁸

Continuando o fortalecimento da regulação do mercado de capitais, assim como a LSA, em 1976, foi promulgada a Lei nº 6.385/1976, a Lei dos Valores Mobiliários (LVM). Foi a partir dessa lei que se criou a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), órgão competente e especializado para fiscalizar, regulamentar, apurar infrações e aplicar sanções administrativas dentro do mercado de capitais. Assim, o Estado reafirmou sua presença e intenção de regular o mercado de capitais brasileiro.¹²⁹

Do exame da LSA e da LVM, depreende-se que ambas estão permeadas pelo princípio do *full disclosure*, conseqüentemente influenciadas pelo modelo norte-americano, estabelecendo que o papel do Estado é exigir somente um nível mínimo de informações a serem prestadas pelo empreendedor que pretende captar a poupança popular, com foco na busca pela equidade entre os agentes do mercado de capitais.¹³⁰ Dessa forma, SANTOS,

¹²⁵ PROENÇA, José Marcelo Martins. *Insider Trading*. – São Paulo, Quartier Latin, 2005. p. 209.

¹²⁶ SANTOS, Alexandre Pinheiro e OSÓRIO, Fábio Medina e WELLISCH, Julya Sotto Mayor. *Mercado de Capitais: Regime Sancionador* – São Paulo, Saraiva, 2012. p. 135.

¹²⁷ SANTOS, Alexandre Pinheiro e OSÓRIO, Fábio Medina e WELLISCH, Julya Sotto Mayor. *Mercado de Capitais: Regime Sancionador* – São Paulo, Saraiva, 2012. p. 135.

¹²⁸ SANTOS, Alexandre Pinheiro e OSÓRIO, Fábio Medina e WELLISCH, Julya Sotto Mayor. *Mercado de Capitais: Regime Sancionador* – São Paulo, Saraiva, 2012. p. 132.

¹²⁹ PROENÇA, José Marcelo Martins. *Insider Trading*. – São Paulo, Quartier Latin, 2005. p. 312.

OSÓRIO E WELLISCH consignam que “a CVM zela, essencialmente, pela adequada aplicação do princípio do *disclosure* no mercado de capitais, sem, contudo atestar a qualidade ou garantir o sucesso de empreendimentos.”¹³¹

Insta ressaltar que já na época em que as duas leis referidas acima foram editadas, o princípio do *disclosure* se associava a fundamentos econômicos, uma vez que em 1979 a CVM publicou o seguinte entendimento no livro “Regulação do mercado de valores mobiliários: fundamentos e princípios”:

"Define-se como mercado eficiente aquele em que um grande número de compradores e vendedores reage através de mecanismos que conduzem o preço dos valores mobiliários a refletirem as informações disponíveis sobre as companhias emissoras. O nível de eficiência do mercado está associado à velocidade de reação dos preços dos valores mobiliários às informações divulgadas. Um sistema de informações deficiente possibilita acesso privilegiado e eventuais retornos extraordinários para alguns, em detrimento dos menos informados. Efeitos danosos também advêm do tempo de que o sistema precisa para disseminar a informação no mercado, possibilitando o acesso de alguns certos dados antes de sua divulgação ampla. O que se deseja, na realidade, é um mercado onde a competição ocorra na interpretação das informações disponíveis e não na tentativa de ter acesso privilegiado a elas.”¹³²

EIZIRIK reforça o entendimento acima, para promover a importância da política de ampla divulgação das informações pelas empresas, para que se possa atingir o maior e melhor nível de eficiência econômica.¹³³ Observa-se que esse dever de *disclosure* é limitado ao dever de lealdade do administrador à companhia, de maneira que o administrador não tem o dever de divulgar informações que podem contrariar os interesses da empresa, portanto revela-se uma razão do dever de sigilo do administrador.

Logo após a promulgação da LSA, foi publicada a Instrução Normativa nº 8/1979 da CVM, a qual determinou que deve ser punida a prática não equitativa no mercado de capitais, definida da seguinte maneira:

“[A]quela de que resulte, direta ou indiretamente, efetiva ou potencialmente, um tratamento para qualquer das partes, em negociações com valores mobiliários, que a coloque em uma indevida posição de equilíbrio ou desigualdade em face dos demais particulares da operação.”¹³⁴

¹³⁰ SANTOS, Alexandre Pinheiro e OSÓRIO, Fábio Medina e WELLISCH, Julya Sotto Mayor. Mercado de Capitais: Regime Sancionador – São Paulo, Saraiva, 2012. p. 130.

¹³¹ SANTOS, Alexandre Pinheiro e OSÓRIO, Fábio Medina e WELLISCH, Julya Sotto Mayor. Mercado de Capitais: Regime Sancionador. p.130.

¹³² Comissão de Valores Mobiliários. Regulação do mercado de valores mobiliários: fundamentos e princípios. Rio de Janeiro, 1979. p. 14-15.

¹³³ EIZIRIK, Nelson. Insider Trading e responsabilidade de administrador de companhia aberta. Revista de Direito Industrial, Mercantil, Econômico e Financeiro, São Paulo, n.50, 1983.

Percebe-se que a norma genérica permitia a sanção administrativa do *insider trading*, vez que o uso de informação privilegiada coloca o *insider* em posição desigual em relação a outros agentes do mercado, resta evidente que referida conduta trata-se de “prática não equitativa”.¹³⁵

Em seguida, a CVM publicou a Instrução nº 31/1984, pela qual dispôs acerca da divulgação e do uso de informações referentes a atos ou fatos relevantes relativos às companhias abertas. Por meio dessa instrução, foi estendido o dever de sigilo para os acionistas controladores de companhia aberta, o que antes era restringido aos administradores. Além disso, proibiu-se a utilização de informação relevante por qualquer pessoa que tenha tido acesso à ela e que soubesse que se tratava de informação privilegiada que não fora divulgada ao mercado.¹³⁶

Ademais, a Instrução nº 31/1984 determinou que a não publicação de informações poderia levar à aplicação de multas pela CVM, assim como poderia levar a suspensão da negociação dos valores mobiliários da companhia, caso persistisse dúvida ao público quanto ao fato relevante. Resta claro o avanço na prevenção e repressão do *insider trading*, com o princípio do *full disclosure*, mediante a ampla divulgação de informações.¹³⁷

Apesar dos avanços normativos, a progressão da sociedade e do mercado de capitais levou a necessidade de que novas práticas fossem reguladas, como a previsão de sanção contra os *insiders* secundários. Estes são pessoas a que recebem a informação de um *insider* primário, neste caso um administrador ou acionista controlador, não tendo o dever de guardar sigilo quanto a informações relevantes não divulgadas ao mercado. Por isso, em tese, poderiam dar dicas a terceiros sem serem infratores, pois não seria configurada a violação ao dever de sigilo estabelecido na Instrução Normativa nº 31/1984, já que esta restringia referido dever aos administradores e acionistas controladores de companhias abertas.¹³⁸¹³⁹

¹³⁴ Acessível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst008.htm>.

¹³⁵ SANTOS, Alexandre Pinheiro e OSÓRIO, Fábio Medina e WELLISCH, Julya Sotto Mayor. Mercado de Capitais: Regime Sancionador. p.127

¹³⁶ PROENÇA, José Marcelo Martins. Insider Trading. p. 283-285.

¹³⁷ EIZIRIK, Nelson. A Instrução CVM 31/84 e a regulação do Insider Trading. Revista de Direito Industrial, Mercantil, Econômico e Financeiro, São Paulo, v.55, 1984.

¹³⁸ EIZIRIK, Nelson. A Instrução CVM 31/84 e a regulação do Insider Trading. Revista de Direito Industrial, Mercantil, Econômico e Financeiro, São Paulo, v.55, 1984.

¹³⁹ PROENÇA, José Marcelo Martins. Insider Trading. p. 255.

Nesse sentido, foram editadas a Lei nº 10.303/2001 e a Instrução Normativa nº 358/2002 da CVM, que objetivaram a consolidação da regulação do mercado de capitais diante de suas novas demandas e das demandas da sociedade.

A Lei nº 10.303/2001 trouxe inovações para enfrentar o *insider trading* tanto de forma preventiva quanto de forma repressiva. Para isso, dentro das inovações, no caráter preventivo, foi introduzido o § 6º¹⁴⁰ ao artigo 157 da LSA, que estabeleceu aos administradores o dever de informar imediatamente à “CVM, bolsa de valores ou entidades do mercado de balcão organizado nas quais os valores mobiliários de emissão da companhia estejam admitidos à negociação” qualquer mudança em suas posições acionárias, nos termos e na forma determinados pela CVM, dessa forma consignando à CVM o poder de exigir referidas informações. A partir da análise sistemática dos comandos normativos, entende-se que esse dever de informar é aplicável aos demais títulos trazidos no caput do art. 157.¹⁴¹ Mais uma medida promotora do princípio do *full disclosure*.

Outrossim, com vista à repressão do *insider trading*, foi adicionado o § 4º ao art. 155 da LSA¹⁴², pelo qual foi “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”. Dessa forma, admitiu-se a figura do *insider secundário*¹⁴³ dentro dos puníveis administrativamente pela prática em comento.

Além disso, foi adicionado o art. 27-D à LVM, por meio do qual se tipificou penalmente o delito de *insider trading*, o qual foi chamado de “uso indevido de informação privilegiada”. Verifique-se:

¹⁴⁰ Art. 157. O administrador de companhia aberta deve declarar, ao firmar o termo de posse, o número de ações, bônus de subscrição, opções de compra de ações e debêntures conversíveis em ações, de emissão da companhia e de sociedades controladas ou do mesmo grupo, de que seja titular.

§6º Os administradores da companhia aberta deverão informar imediatamente, nos termos e na forma determinados pela Comissão de Valores Mobiliários, a esta e às bolsas de valores ou entidades do mercado de balcão organizado nas quais os valores mobiliários de emissão da companhia estejam admitidos à negociação, as modificações em suas posições acionárias na companhia.

Acessível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm

¹⁴¹ CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. A Nova Lei das S/A – São Paulo, Saraiva, 2002, p. 324.

¹⁴² Art. 155. O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios, sendo-lhe vedado:

§ 4o É vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários. Acessível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404compilada.htm.

¹⁴³ Como será melhor explanado a frente, o *insider secundário* é quem não faz parte da empresa e, portanto, não possui acesso direto à informação privilegiada, ou seja, a obtém por meio de outra pessoa, podendo ela ser um *insider primário* ou outro *insider secundário*.

“Uso Indevido de Informação Privilegiada

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

Pena – reclusão, de 1 (um) a 5 (cinco) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime.”¹⁴⁴

Nota-se a influência norte-americana no sistema brasileiro, ao aferir a similaridade com o *Insider Trading Sanctions Act of 1984*, que também estabeleceu uma multa para prática de *insider trading* de até três vezes o lucro auferido.

A Instrução Normativa nº 358/2002 foi editada com o objetivo de atualizar os comandos normativos sobre *insider trading* juntamente com as mudanças trazidas pela Lei nº 10.303/2001, revogando expressamente a Instrução nº 31/1984. Essa Instrução inova ao conceituar e exemplificar o que seria “fato relevante” em seu art. 2º¹⁴⁵, no qual é estabelecido um rol exemplificativo, afastando a possibilidade de que o rol poderia ser taxativo.

Além disso, a referida Instrução titularizou a responsabilidade do dever de divulgação dos fatos relevantes na figura do Diretor de Relações com Investidores e, subsidiariamente, também imputou tal dever aos acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária.

Houve também mudanças relativas ao dever de sigilo quanto às informações relevantes, que teve seu escopo ampliado, não sendo mais dever somente dos administradores e acionistas controladores, conforme disposto no art. 8º:

Art. 8º Cumpre aos 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, 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.¹⁴⁶

¹⁴⁴ Acessível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/leis_2001/110303.htm.

¹⁴⁵ “Art. 2º Considera-se relevante, para os efeitos desta Instrução, qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembléia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável: (...)”

Acessível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst358.html>.

¹⁴⁶ Acessível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst358.html>.

Assim, percebe-se a intenção do regulador de proteger as companhias abertas, como instituições que tornam possível o mercado de capitais, tendo em vista a eficiência do mercado de capitais por meio da equidade de seus agentes, mas limitando o dever de informar à não contrariedade dos interesses da empresa, fortalecendo os interesses da empresa ao estender o dever de sigilo para qualquer pessoa profissionalmente a ela vinculada.

Ademais, o art. 11¹⁴⁷ da Instrução estabeleceu a obrigatoriedade de se publicizar informações sobre negociações de valores mobiliários da própria companhia por diretores, os membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, além do dever de informar quanto aos valores mobiliários de seus cônjuges, companheiros e dependentes.

Ainda, a Instrução Normativa 358/2002, em seu art. 18¹⁴⁸, enquadrou a prática de *insider trading* como infração grave, o que reforça o caráter repreensivo contra o referido ilícito, conforme disposto no art. 11 da LVM¹⁴⁹. Isto foi posteriormente reiterado pelo art. 1º da Instrução Normativa 491/2011¹⁵⁰.

¹⁴⁷ “Art. 11. Os diretores, os membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, ficam obrigados a comunicar à CVM, à companhia e, se for o caso, à bolsa de valores e entidade do mercado de balcão organizado nas quais os valores mobiliários de emissão da companhia estejam admitidos à negociação, a quantidade, as características e a forma de aquisição dos valores mobiliários de sua emissão e de sociedades controladas ou controladoras, que sejam companhias abertas, ou a eles referenciados, de que sejam titulares, bem como as alterações em suas posições. (...)”

§3º As pessoas naturais mencionadas neste artigo indicarão, ainda, os valores mobiliários que sejam de propriedade de cônjuge do qual não estejam separados judicialmente, de companheiro(a), de qualquer dependente incluído em sua declaração anual de imposto sobre a renda, e de sociedades controladas direta ou indiretamente.” Acessível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst358.html>.

¹⁴⁸ “Art. 18. Configura infração grave, para os fins previstos no § 3º do art. 11 da Lei no 6.385/76, a transgressão às disposições desta Instrução.

Parágrafo único. A CVM deverá comunicar ao Ministério Público a ocorrência dos eventos previstos nesta Instrução que constituam crime.” Acessível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst358.html>.

¹⁴⁹ “Art 11. A Comissão de Valores Mobiliários poderá impor aos infratores das normas desta Lei, da lei de sociedades por ações, das suas resoluções, bem como de outras normas legais cujo cumprimento lhe incumba fiscalizar, as seguintes penalidades: (...)”

III - suspensão do exercício do cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários;

IV -inabilitação temporária, até o máximo de vinte anos, para o exercício dos cargos referidos no inciso anterior;

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

VI - cassação da autorização ou registro indicados no inciso anterior;

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. (...)”

§ 3º Ressalvado o disposto no parágrafo anterior, as penalidades previstas nos incisos III a VIII do caput deste artigo somente serão aplicadas nos casos de infração grave, assim definidas em normas da Comissão de Valores Mobiliários.” Acessível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385.htm.

Por fim, foi promulgada a Lei nº 13.506/2017, que promoveu importantes mudanças na regulação do mercado de capitais, principalmente quanto ao processo sancionatório, conforme abordado anteriormente, e na prevenção e repressão ao uso indevido de informação privilegiada.

No caráter preventivo, as alterações mais importantes foram a introdução do Acordo Administrativo em Processo de Supervisão e o aperfeiçoamento do Termo de Compromisso, como abordado no capítulo anterior.

Uma das principais mudanças efetuadas pela Lei nº 13.506/2017 foi o aumento das penalidades aplicáveis pela CVM por infrações no mercado de capitais, consequentemente aplicando-se aos casos de *insider trading*. Por exemplo, a multa prevista no inciso I do § 1º, do art. 11 da LVM passou de R\$ 500.000,00 (quinhentos mil reais) para R\$ 50.000.000,00 (cinquenta milhões de reais). Entretanto, também foi incluída a previsão de que a multa prevista em referido artigo deverá observar os princípios da proporcionalidade e razoabilidade. Para melhor compreensão do aumento no nível de repressão contra o *insider trading*, confira-se a tabela comparativa abaixo:

Art. 11 antes da Lei nº 13.506/2017	Art. 11 com a Lei nº 13.506/2017
§ 1º - A multa não excederá o maior destes valores:	§ 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\$ 500.000,00 (quinhentos mil reais);	I - R\$ 50.000.000,00 (cinquenta milhões de reais);
II - cinquenta por cento do valor da emissão ou operação irregular; ou	II - o dobro do valor da emissão ou da operação irregular;

¹⁵⁰ “Art. 1º Consideram-se infração grave, ensejando a aplicação das penalidades previstas nos incisos III a VIII do art. 11 da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, as seguintes hipóteses:(...)”

I – descumprimento dos seguintes comandos da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976: (...)”

d) art. 155, caput e §§ 1º, 2º e 4º;”

Acessível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst491.html>.

III - três vezes o montante da vantagem econômica obtida ou da perda evitada em decorrência do ilícito.	III - 3 (três) vezes o montante da vantagem econômica obtida ou da perda evitada em decorrência do ilícito; ou
(sem inciso anterior correspondente)	IV - o dobro do prejuízo causado aos investidores em decorrência do ilícito.
§ 2º Nos casos de reincidência serão aplicadas, alternativamente, multa nos termos do parágrafo anterior, até o triplo dos valores fixados, ou penalidade previstas nos incisos III a VIII do caput deste artigo.	§ 2º Nas hipóteses de reincidência, poderá ser aplicada multa de até o triplo dos valores fixados no § 1º deste artigo.

Verifica-se o claro intuito legislativo repressor contra os crimes no mercado de capitais, que, além de aumentar o valor das multas aplicáveis, também adicionou o inciso IV ao art. 11 da LVM e, especialmente, tornou expressa a previsão de que as penalidades poderiam ser aplicadas isolada ou cumulativamente. Ainda, incluiu-se o § 13¹⁵¹ ao art. 11, que possibilitou à CVM proibir ao infrator de contratar com a Administração Pública.

Outra alteração relevante trazida pela Lei nº 13.506/2017 foi em relação ao art. 27-D da LVM, que trata do crime de uso indevido de informação privilegiada, o que será abordado tópico adiante, quando trataremos da criminalização do *insider trading*.

Por todo o exposto, conclui-se que o sistema normativo brasileiro quanto ao *insider trading*, busca promover a equidade dos agentes no mercado de capitais, assim como a proteção da eficiência do mercado e dos interesses das empresas, em detrimento de interesses pessoais. Isso é feito por meio de normas preventivas e repressivas, sendo que as preventivas são focadas no dever de informar, de lealdade e de sigilo, para que exista equidade entre os

¹⁵¹ 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:(...)

§ 13. Adicionalmente às penalidades previstas no caput deste artigo, a Comissão de Valores Mobiliários poderá proibir os acusados de contratar, por até de 5 (cinco) anos, com instituições financeiras oficiais e de participar de licitação que tenha por objeto aquisições, alienações, realizações de obras e serviços e concessões de serviços públicos, no âmbito da administração pública federal, estadual, distrital e municipal e das entidades da administração pública indireta. Acessível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385compilada.htm.

agentes do mercado, enquanto as normas repressivas buscam coibir o uso indevido de informação privilegiada mediante sanções administrativas, cíveis e penais.¹⁵²

Importante elucidar que esse sistema sancionatório regulador do mercado de capitais só é possível em um país com mercado de caráter liberal, que, todavia, tenha um Estado forte praticando um papel regulamentador e fiscalizador de seu funcionamento.¹⁵³ Assim, verifica-se que os deveres e responsabilidades impostos pelos comandos normativos aos administradores e controladores das companhias, quais sejam a LVM, a LSA e as Instruções Normativas da CVM, são colocados de maneira a aproximar a forma de agir deles com a forma de agir do administrador público.¹⁵⁴

4.3. Os tipos de *insider*

Existem dois tipos de *insiders* no mercado de capitais, os *insiders* primários e os secundários. Nas palavras de MÜSSNICH, “Os *insiders* primários, também conhecidos como institucionais, são aquelas pessoas que possuem acesso direto à informação privilegiada, em razão de sua função ou cargo, isto é, que estão no interior da companhia (*corporate insiders*).”¹⁵⁵ Uma característica essencial do *insider* primário é o dever de sigilo, faz-se necessário o dever de sigilo por aquelas pessoas listadas no art. 8º da Instrução Normativa CVM nº 358/2002¹⁵⁶.

Já o *insider* secundário é aquele que não possui acesso direto à informação privilegiada, recebendo a informação por outra pessoa, um *insider* primário ou secundário.¹⁵⁷ São pessoas externas à companhia de onde advém a informação relevante, também conhecidos como *insiders* de mercado ou *outsiders*.¹⁵⁸ Como não são profissionalmente

¹⁵² PROENÇA, José Marcelo Martins. *Insider Trading*. p. 273.

¹⁵³ VEIGA, Alexandre Brandão. *Crime de manipulação, defesa e criação de mercado*. Coimbra: Almeida, 2001. p. 13.

¹⁵⁴ PROENÇA, José Marcelo Martins. *Insider Trading*. p. 310-312.

¹⁵⁵ MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. *O insider trading no direito brasileiro*. São Paulo: Saraiva, 2017. p. 44.

¹⁵⁶ “Art. 8º Cumpram aos 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, 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.” Acessível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/leis_2001/110303.htm.

¹⁵⁷ EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. V. 3. 2ª ed. rev. amp. Quartier Latin. São Paulo. 2015. p.146.

¹⁵⁸ MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. *O insider trading no direito brasileiro*. São Paulo: Saraiva, 2017. p. 44-45.

ligados à empresa, não há como serem obrigados ao dever de manter sigilo, mas somente a não usar indevidamente a informação privilegiada.

Discute-se a possibilidade de existir a figura do *insider* secundário accidental, aquele que por acidente ou mero acesso fortuito à informação privilegiada fizer uso da informação para auferir vantagem para si ou para outrem. O entendimento majoritário da doutrina diz que é necessária a intenção para que seja formado o nexo causal¹⁵⁹¹⁶⁰.

4.4. O Dever de Sigilo

O dever de sigilo é imposto pelo § 1º do art. 155 da LSA¹⁶¹. De acordo com EIZIRIK ET AL, existem dois aspectos do referido dever de sigilo¹⁶²:

- (a) “o primeiro relacionado à manutenção de reserva sobre os negócios da companhia, quando a divulgação de determinadas informações ao público possa resultar em prejuízo à sociedade”; e
- (b) “o segundo relativo à vedação à utilização de informação confidencial”

Nesse sentido, torna-se mister tratar do segundo aspecto, que remete ao § 4º do art. 155 da LSA¹⁶³, que trata do dispositivo societário repressivo do *insider trading*, o qual expressamente pode ser imputado a qualquer pessoa com dever de sigilo. Entretanto, o administrador que auferir vantagem pelo uso de indevido de informação privilegiada pode ser responsabilizado civilmente, caso comprovado dolo ou culpa, nos termos do art. 158 da LSA¹⁶⁴.

¹⁵⁹ MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. O insider trading no direito brasileiro. São Paulo: Saraiva, 2017. p. 45.

¹⁶⁰ CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas. 6. Ed. São Paulo: Saraiva, 2014. P.416-417. v.3.

¹⁶¹ “Art. 155. O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios, sendo-lhe vedado: (...)”

§ 1º Cumpre, ademais, ao administrador de companhia aberta, guardar sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, obtida em razão do cargo e capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários, sendo-lhe vedado valer-se da informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários.” Acessível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404compilada.htm.

¹⁶² EIZIRIK, Nelson et al. Mercado de capitais - regime jurídico. 3. ed., rev e ampli. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 465.

¹⁶³ Art. 155. O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios, sendo-lhe vedado: (...)”

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

¹⁶⁴ Art. 158. O administrador não é pessoalmente responsável pelas obrigações que contrair em nome da sociedade e em virtude de ato regular de gestão; responde, porém, civilmente, pelos prejuízos que causar, quando proceder:

Também cabe mencionar que o dever de sigilo é um mecanismo de defesa da companhia, previsto pela LSA, em relação àqueles que são ligados a ela, em razão de cargo ou função, mas que podem fazer uso indevido disso para auferirem benefício próprio ou de outrem.

Sob a égide da Lei nº 13.506/2017, expandiram-se os efeitos penais do dever de sigilo para além do dever de não usar indevidamente a informação privilegiada, para também ser crime o simples repasse da informação pelo *insider* primário, conforme será melhor elaborado a frente.

4.5. Informação Privilegiada e Informação Relevante

O mercado de capitais é, segundo definição de VEIGA, “um mercado de informações”¹⁶⁵. A função dos agentes econômicos é analisar as informações disponíveis ao mercado quanto a determinado negócio e concluir sobre qual é a conduta mais vantajosa a ser tomada em relação ao negócio. Portanto, a equidade informacional é essencial ao bom funcionamento do mercado de capitais.

Para que exista equidade de informações entre investidores, é necessário que sejam tomadas medidas que promovam a transparência das informações¹⁶⁶. Porém, como abordado anteriormente, o dever de informar dos agentes do mercado e, conseqüentemente, a transparência das informações, são restringidos à não contradição com os interesses da empresa, que não deve ter que informar quando o ato for prejudicial aos interesses dela, em acordo com o § 5º do art. 155 da Lei das Sociedades Anônimas (LSA).

Para proteger a equidade de informações no mercado de capitais na ocorrência desta hipótese, a Instrução Normativa 358/2002 da CVM estabeleceu que a CVM poderá fiscalizar casos de pessoas que utilizam de referida informação em proveito próprio antes de ser publicizada ao mercado.

Os comandos normativos que sancionam a prática de *insider trading*, art. 155 da LSA e art. 27-D da LVM, mencionam dois tipos de informação que não devem ser

I - dentro de suas atribuições ou poderes, com culpa ou dolo; Acessível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404compilada.htm.

¹⁶⁵ VEIGA, Alexandre Brandão. Crime de manipulação, defesa e criação de mercado. Coimbra: Almeida, 2001. p. 41.

¹⁶⁶ FERREIRA, Eduardo Paz. A informação no mercado de capitais. In: Direito dos valores mobiliários. Coimbra: Coimbra. Ed., 2011, v.3. p. 137.

utilizadas indevidamente para obtenção de vantagem própria, quais sejam “informação privilegiada” e “informação relevante”.

Primeiramente, analisa-se o que configura uma informação privilegiada. Conforme trazido no caput do art. 27-D, a informação privilegiada é “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”. Assim, a informação privilegiada é aquela que é, ao mesmo tempo, informação relevante e informação sigilosa. Ora, uma informação relevante que é pública ou que não é sigilosa não é privilegiada, sendo que esse sigilo só se configura enquanto a informação não for divulgada ao mercado.¹⁶⁷

Além disso, cabe observar que informações de mercado não são informações privilegiadas¹⁶⁸, pois os investidores as obtêm mediante pesquisa e análise das informações públicas de certa empresa combinadamente com a análise do mercado, sendo esta informação de uso lícito, servindo de orientação do mercado e dos investidores para determinar os valores mobiliários da companhia.¹⁶⁹

No que toca à informação relevante, a Instrução Normativa nº 358/2002 é o marco legislativo para sua definição. O art. 2º de referida norma define informação relevante da seguinte maneira:

“Art. 2º Considera-se relevante, para os efeitos desta Instrução, qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembléia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável:

I - na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados;

II - na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários;

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

(...)”¹⁷⁰

Posteriormente, o artigo passa a listar rol exemplificativo de atos ou fatos potencialmente relevantes, como a lista possui vinte e dois exemplos, decidiu-se não a transcrever aqui.

¹⁶⁷ PAULA, Áureo Natal de. Crimes contra o sistema financeiro nacional e o mercado de capitais. Curitiba: Juruá, 2006. p. 33.

¹⁶⁸ Ver Processo Administrativo Sancionatório da CVM nº 04/1986.

¹⁶⁹ PROENÇA, José Marcelo Martins. Insider Trading. p. 147.

¹⁷⁰ Acessível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/300/inst358consolid.pdf>

Assim, percebe-se que o regulador utiliza de critérios para determinar o potencial de influência que determinado ato ou fato pode ter sobre a decisão de um investidor negociar, não sendo necessário aferir-se influência efetiva, devendo o julgador guiar-se pelo princípio da razoabilidade.¹⁷¹

O STJ estabeleceu o entendimento de que o *insider trading*, tipificado pelo art. 27-D, tem caráter de norma penal em branco, sendo necessários outros elementos ausentes na lei penal para que possa o fato relevante ser definido¹⁷². Dessa forma, quanto aos critérios a serem analisados no caso concreto para configurar-se a informação relevante, MENDES aponta três tendências:

“(i) o mais comum é auferir a relevância do fato por meio de critérios econômico-financeiros, mas também é possível que a relevância decorra de um caráter eminentemente político-administrativo, técnico ou negocial; (ii) se o fato não for definitivo isso não o descaracteriza automaticamente como relevante, pois o fato relevante deve ser examinado como um processo, e não um evento estanque no tempo, sujeito à divulgação gradual e basta que a informação não seja meramente especulativa (iii) o encaixe do caso concreto em presunções e exemplos normativos de fato relevante é mero reforço ao juízo ponderante, mas não pode ser fator determinante, pois deve-se sempre analisar o contexto em que se insere o fato para verificar sua potencial influência sobre a decisão dos investidores.”¹⁷³

Portanto, para se configurar a informação relevante é necessário o exame do caso concreto, buscando descobrir qual o potencial da informação influenciar a decisão de um agente do mercado de capitais, devendo observar-se o princípio da razoabilidade.

4.6. A Criminalização do *Insider Trading* no Brasil

Desde os anos 1970 existiam aqueles que advertiam pela necessidade de serem editadas normas que protegessem os acionistas de manobras dos administradores das companhias que fossem feitas em interesse próprio, salientando o uso de norma penal para combater a impunidade vantajosa de condutas anti-sociais.¹⁷⁴ Fábio Konder COMPARATO

¹⁷¹ SANTOS, Alexandre Pinheiro e OSÓRIO, Fábio Medina e WELLISCH, Julya Sotto Mayor. Mercado de Capitais: Regime Sancionador. p 144.

¹⁷² REsp 1569171/SP, Rel. Ministro GURGEL DE FARIA, QUINTA TURMA, julgado em 16/02/2016, DJE 25/02/2016.

¹⁷³ MENDES, Wilson Coelho. Insider trading e informação relevante: elementos no direito administrativo e penal. 2017. 94 f. Trabalho de conclusão de curso (Bacharelado em Direito)—Universidade de Brasília, Brasília, 2017. p. 68.

¹⁷⁴ LYRA, Roberto. Criminalidade Econômico-Financeira. 1. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1978. p. 9-11.

indicou que haveria prática recorrente de *insider trading* no mercado de capitais brasileiro, que necessitava uma regulação estatal mais forte.¹⁷⁵

Nesse sentido, Norma Jonssen PARENTE pleiteava que o uso indevido de informação privilegiada fosse enquadrado no art. 171¹⁷⁶ do Código Penal, como crime de estelionato.¹⁷⁷ Posteriormente, Alberto Zacharias Toron alertou pela necessidade de os crimes de colarinho branco, entre eles o *insider trading*, fossem punidos penalmente.¹⁷⁸

A tipificação do crime de *insider trading* no Brasil somente ocorreu com a inclusão do art. 27-D na Lei nº 6.385/1976 - LVM, mediante a promulgação da Lei nº 10.303/2001.

Para tratar da classificação doutrinária do crime de *insider trading*, ainda com base na legislação de 2001, se faz muito bem elaborada a lição de CODORNIZ e PATELA, que listam os elementos essenciais do referido crime:

“Em síntese, o crime de Insider Trading é formal, sendo concretizado com a mera utilização da informação relevante; não admite tentativa, pois se concretiza imediatamente, com a utilização de informação relevante; é próprio, só podendo ser praticado por aquele que deva manter sigilo acerca da informação relevante utilizada; é comissivo, pois há necessidade da efetiva utilização da informação relevante que seja capaz de gerar vantagem ao próprio agente ou a terceiros, em negócios no mercado de valores mobiliários; e admite a coautora e a participação, em hipóteses restritas.”¹⁷⁹

O fato de a Lei nº 10.303/2001 ter qualificado o *insider trading* como crime próprio foi alvo de crítica doutrinária, como trazido por PROENÇA¹⁸⁰ esse é “o grande pecado do legislador brasileiro”, pois limita a autoria àqueles que têm o dever de guardar sigilo, invés de seguir o exemplo da LSA em seu art. 155, § 4º, que aumentaria o escopo repressivo contra o agente que faz o uso indevido de informação privilegiada a “qualquer pessoa que a ela tenha

¹⁷⁵ COMPARATO, Fábio Konder. Insider Trading: sugestões para uma moralização do nosso mercado de capitais. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo, n.2, 1971.

¹⁷⁶ “Art. 171 - Obter, para si ou para outrem, vantagem ilícita, em prejuízo alheio, induzindo ou mantendo alguém em erro, mediante artifício, ardil, ou qualquer outro meio fraudulento:

Pena - reclusão, de um a cinco anos, e multa, de quinhentos mil réis a dez contos de réis.”

¹⁷⁷ PARENTE. Norma Jonssen. Aspectos Jurídicos do insider trading. Rio de Janeiro: CVM, 1978.

Acessível

em:

http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/aceso_informacao/serieshist/estudos/anexos/Aspectos-Juridicos-do-insider-trading-NJP.pdf.

¹⁷⁸ TORON, Alberto Zacharias. Crimes de colarinho branco: os novos perseguidos? Revista Brasileira de Ciências Criminais, São Paulo, ano 7, n.28, p. 73-83,1999.

¹⁷⁹ CODORNIZ, Gabriela e PATELA, Laura. Comentários à Lei do Mercado de Capitais. Lei nº 6385/76. p. 640-641.

¹⁸⁰ PROENÇA, José Marcelo Martins. Insider Trading. p. 320.

tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários”.

Isso mudou com a promulgação da Lei nº 13.506/2017, que passou a criminalizar o uso indevido de informação privilegiada praticado por qualquer pessoa que faça o uso indevido da informação privilegiada, não mais limitando às pessoas com dever de sigilo, assim deixando de ser um crime próprio e abarcando *insiders* primários e secundários. Além disso, foram incluídos os §§ 1º e 2º ao referido artigo. Veja-se:

“Art. 27-D. Utilizar informação relevante de que tenha conhecimento, ainda não divulgada ao mercado, que seja capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiros, de valores mobiliários: (Redação dada pela Lei nº 13.506, de 2017)

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. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

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

§ 2º A pena é aumentada em 1/3 (um terço) se o agente comete o crime previsto no caput deste artigo valendo-se de informação relevante de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo. (Incluído pela Lei nº 13.506, de 2017)¹⁸¹

Pela análise do § 1º, percebe-se que o legislador decidiu por criminalizar todo e qualquer *insider* primário, uma vez que foi criminalizado até o repasse de informação sigilosa relativa a fato relevante, limitado às pessoas que tenham 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.

Desse modo, percebe-se que duas condutas do *insider* primário, a do caput e a do § 1º, não se faz mais necessário para a tipificação de crime o elemento subjetivo do tipo, o nexos causal de intenção de auferir vantagem para si ou para outrem.

Nota-se que o dever de sigilo continua sendo elemento do crime de *insider trading*. Tão somente deixou de ser elemento tipificador, agora passando a ser um majorante da pena quando o *insider* primário comete a conduta tipificada no caput do art. 27-D, nos termos do § 2º.

A partir disso, cabe tratar sobre quem sofre o dano causado pelo *insider trading*. O *insider trading*, assim como os outros crimes contra o mercado de capitais, são classificados dessa maneira em razão de o principal bem jurídico violado ser a confiança e

¹⁸¹ Acessível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385compilada.htm.

credibilidade do mercado de capitais, um interesse jurídico supra individual¹⁸². Confiança e credibilidade que são feridas por referida conduta uma vez que os agentes do mercado considerados *outsiders* são alertados que não estão em posição de equidade com os *insiders*. Apesar disso, não devem ser deixados de lado os danos sofridos pelos investidores especificamente cotados, também importante para o regulador. Outro ponto importante nesse sentido, é a dificuldade de se calcular os prejuízos sofridos pelos investidores prejudicados pela prática do *insider trading*, devido a dificuldade de definir quem teria negociado o determinado valor mobiliário e os efeitos do crime fora do ambiente da Bolsa de Valores.¹⁸³

Desse modo, ressalta-se que o disposto no art. 27-D e nos outros comandos normativos repressivos contra o crime de *insider trading* tutelam a confiabilidade e eficiência do mercado, dentro da conjuntura de fortalecimento do direito penal econômico, o qual tutela os bens jurídicos de natureza econômica.¹⁸⁴ Logo, deve ser seguida e tutelada a missão constitucional de proteger e desenvolver o mercado de capitais, conforme extrai-se dos art. 3º, inciso II, da Constituição Federal, onde é previsto o objetivo de garantir-se o desenvolvimento nacional, e do art. 5º, caput, do texto constitucional, que trata da isonomia, assim aplicando-se aos agentes do mercado, concluindo-se dos referidos artigos a busca por um mercado desenvolvido, conseqüentemente eficiente, e equânime.

Nessa perspectiva, verificou-se que as sanções administrativas são incapazes de inibir a prática de condutas ofensivas ao mercado de capitais, o que torna a sanção penal uma alternativa interessante para reprimir referidas práticas.¹⁸⁵ Isto se dá em razão da sanção penal intimidar e causar posterior estigmatização sobre os agentes delituosos, pois difunde nos cidadãos solidariedade quanto aos valores coletivos indispensáveis à sociedade.¹⁸⁶

Ademais, é importante que não se confunda a figura do especulador com a do *insider*. O especulador tem como objetivo a maximização de seus lucros a partir da pesquisa em relação a previsão do comportamento do mercado e da cotação dos valores mobiliários mediante pesquisas e projeções econômicas. Tais estudos geram custos ao especulador, que evidentemente está assumindo riscos quanto ao investimento.¹⁸⁷ Portanto, o especulador é uma

¹⁸² ARAÚJO JÚNIOR, João Marcelo. Os crimes contra o sistema financeiro no esboço de nova parte especial do Código Penal de 1994. Revista Brasileira de Ciências Criminas, São Paulo, v.3, n.11, p. 145-165, jul./set. 1994. p. 149.

¹⁸³ CODORNIZ, Gabriela e PATELA, Laura. Comentários à Lei do Mercado de Capitais. Lei n. 6385/76 – São Paulo, Quartier Latin. 2015. p. 607-610.

¹⁸⁴ PROENÇA, José Marcelo Martins. Insider Trading. p.320.

¹⁸⁵ PROENÇA, José Marcelo Martins. Insider Trading. p. 317.

¹⁸⁶ GRAU, Eros Roberto. Elementos de Direito Econômico. Editora Revista dos Tribunais, 1981. p. 10.

¹⁸⁷ PROENÇA, José Marcelo Martins. Insider Trading. p. 132.

pessoa que busca oportunidades de investimento no mercado e, por meio de projeções econômicas, realiza operações legalizadas, assumindo riscos que outros não assumem, mas com o mesmo objetivo de qualquer agente do mercado de capitais, a busca do lucro. Diferentemente, o *insider* faz uso de informação relevante da qual os outros agentes do mercado não tiveram acesso e a partir dessa posição de desigualdade aufere lucro.

Uma diferença fundamental entre o especulador e o *insider* é que o especulador aufere sua vantagem por meio de suas pesquisas e projeções, as quais tiveram custos para ele e possuem grau de risco considerável, enquanto o *insider* aufere sua vantagem com base em informação sobre um fato certo, possuindo baixíssimo risco nas operações a serem realizadas.

5. CONCLUSÃO

O mercado de capitais é elemento essencial para o desenvolvimento de uma economia moderna e saudável, possuindo papel importante para a democratização e maximização da eficiência do capital. Tendo em vista a importância socioeconômica deste mercado, cabe ao Estado regulá-lo e prover os mecanismos necessários para a sua evolução.

A regulação do mercado de capitais busca a proteção de sua credibilidade e confiança, para que ele possa se tornar propulsor da economia e cumpra com a missão constitucional prevista no art 3º, inciso II, da Magna Carta. Para isso, é necessário que sejam estabelecidos mecanismos de proteção do referido mercado em relação aos delitos praticados contra ele. Nesse sentido, o ordenamento jurídico pátrio estabeleceu normas preventivas e repressivas de tais condutas.

O presente trabalho tratou de um delito específico, o *insider trading*, analisando seus aspectos administrativos e penais, especialmente o dever de sigilo em vista da mais recente disposição legal, a Lei nº 13.506. Por meio do exame comparativo da evolução histórico-legislativa do mercado de capitais, foi possível compreender os motivos que levaram à regulação atual, inclusive a verificação do atendimento das demandas e críticas doutrinárias pelo legislador, mesmo que muitas vezes de forma tardia.

A elucidação do aperfeiçoamento da regulação do mercado mobiliário no Brasil permitiu a análise da função dos órgãos regulatórios e o procedimento sancionatório oposto em face dos infratores dos mercados de capitais, inclusive os *insiders*, o que permitiu uma melhor compreensão dos mecanismos disponíveis para a proteção de referido mercado. Também permitiu uma análise crítica da possibilidade de haver um processo administrativo sancionatório tramitando ao mesmo tempo que uma ação penal, sendo que eles podem chegar a conclusões diferentes sobre os mesmos fatos, o que gera um enfraquecimento e perda de legitimidade por parte do poder punitivo do Estado, vez que espera-se que a tutela jurisdicional seja prestada de maneira coerente.

O *insider trading* é um crime que fere muito mais do que o dever de informação, de lealdade e, possivelmente de sigilo. Ele fere a credibilidade do mercado de capitais, a confiança que cada investidor tem de que as regras serão seguidas por todos e o melhor investimento será baseado somente nos dados disponíveis ao mercado. Um mercado que não protege seus investidores é um mercado que não consegue tornar eficiente o uso de seu capital. A equidade entre os agentes do mercado de capital é essencial para o seu devido

funcionamento. A prevenção e repressão ao *insider trading* é um objetivo de proteção pública, pois com visto ele afeta a economia e a sociedade como um todo.

Dentro disso, é primordial o desenvolvimento de instrumentos de prevenção contra o uso de informação privilegiada, como o Termo de Compromisso e o Acordo Administrativo em Processo de Supervisão. Isso porque eles não só evitam que novos crimes sejam praticados pelos agentes que celebrarem o acordo ou compromisso, mas também garantem que esses agentes indenizem, pelo menos, parte do dano causado e, no caso do Acordo Administrativo em Processo de Supervisão, colaborem para a detecção de outros infratores. Isso é uma profilaxia importante ao mercado mobiliário, pois incentiva o crescimento da governança corporativa e a profissionalização do empresariado brasileiro, que cada vez mais passa a agir com os interesses coletivos em mente, em face dos interesses egoísticos.

Assim, o aperfeiçoamento do Termo de Compromisso e do Acordo Administrativo em Supervisão, trazidos pela Lei nº 13.506/2017, são colocados como ferramentas alternativas para que o *insider* secundário possa dar as informações necessárias para que o *insider* primário seja enquadrado ou que o próprio *insider* primário confesse a prática por meio do Acordo Administrativo em Supervisão.

No que toca à questão das práticas repressivas ao *insider trading*, a retirada do dever de sigilo para a tipificação do crime de uso indevido de informação privilegiada, se mostra como um grande avanço na proteção da equidade informacional dos investidores e no dever de informar. Como visto, a sanção penal é mais eficiente para a repressão dos delitos contra o mercado mobiliário, a exclusão dos *insiders* secundários do tipo penal, os tornava mais brandamente responsabilizáveis, entretanto a extensão do dano praticado contra o mercado era quase a mesma.

Além disso, sendo este o ponto mais importante do trabalho, o legislador logrou criminalizar a quebra de sigilo, tanto pelo aspecto “relativo à vedação à utilização de informação confidencial”¹⁸⁸, tipificado pelo caput do artigo 27-D da LVM, quanto pelo aspecto “relacionado à manutenção de reserva sobre os negócios da companhia, quando a divulgação de determinadas informações ao público possa resultar em prejuízo à sociedade”¹⁸⁹, tipificado pelo § 1º de referido artigo.

¹⁸⁸ EIZIRIK, Nelson et al. Mercado de capitais - regime jurídico. 3. ed., rev e ampli. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 465.

¹⁸⁹ EIZIRIK, Nelson et al. Mercado de capitais - regime jurídico. 3. ed., rev e ampli. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 465.

Assim, não se faz necessária a intenção do *insider* primário buscar auferir vantagem para si ou para outrem ao usar indevidamente informação privilegiada, pois partindo da presunção de que ele tem o conhecimento técnico para saber que se trata de informação privilegiada, e conseqüentemente relevante, constituem-se todos os elementos para configurar-se o disposto no § 1º.

Portanto, tornou-se desnecessário o nexo causal para tipificar o *insider* primário, porque uma vez aferida a quebra de sigilo, seja pelo uso indevido da informação privilegiada para obter vantagem para si ou para outrem, seja pelo simples repasse de informação privilegiada, tem-se a prática do crime. Ou seja, a simples não observância do dever de sigilo pelo *insider* primário configura o crime de *insider trading*.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALONSO, Leonardo. *Crimes contra o Mercado de Capitais*. Dissertação de Mestrado - Universidade de São Paulo, São Paulo, 2015.

ARAÚJO JÚNIOR, João Marcelo. *Os crimes contra o sistema financeiro no esboço de nova parte especial do Código Penal de 1994*. Revista Brasileira de Ciências Criminais, São Paulo, v.3, n.11, p. 145-165, jul./set. 1994.

BERTIN, Dirceu. *Insider Trading, controle jurídico do uso indevido de informação privilegiada no mercado de capitais*. Dissertação apresentada ao curso de Pós-Graduação Stricto Sensu em Direito Político e Econômico da Universidade Presbiteriana Mackenzie como requisito para a obtenção do título de mestre, 2010.

Bhattacharya, Utpal and Daouk, Hazem, *The World Price of Insider Trading*. Journal of Finance, February 2002. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=249708>

CANOTILHO, J.J. Gomes. *Direito constitucional*. Coimbra: Almedina, 1991.

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

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

CLEMENTE, E. S. *Governança corporativa e questões jurídicas concretas*. In: CANTIDIANO, L. L., CORRÊA, R. (orgs.). *Governança corporativa: empresas transparentes na sociedade de capitais*. São Paulo: Lazuli Editora, 2004 (Série Apimec).

CODORNIZ, Gabriela e PATELA, Laura. *Comentários à Lei do Mercado de Capitais. Lei n. 6385/76*. São Paulo, Quartier Latin. 2015.

Comissão de Valores Mobiliários. *Regulação do mercado de valores mobiliários: fundamentos e princípios*. Rio de Janeiro, 1979.

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

COSTA, Angelo Augusto; MORAES, Renato José de. *Insider Trading*. Revista dos Tribunais. São Paulo, v.723, p. 695-702. p. 696, jan. 1996.

DUBEUX, Julio Ramalho. *A Comissão de Valores Mobiliários e os principais instrumentos regulatórios do mercado de capitais brasileiro*. Porto Alegre: Sergio Antonio Fabris, 2006.

EIZIRIK, Nelson et al. *Mercado de capitais - regime jurídico*. 3. ed., rev e ampli. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

EIZIRIK, Nelson; NETTO, Horácio de Mendonça. *O privilegiamento de informações: o caso Petrobrás*. Revista Brasileira de Mercado de Capitais. Rio de Janeiro, v. 10, 1978.

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

EIZIRIK, Nelson. *A Instrução CVM 31/84 e a regulação do Insider Trading*. Revista de Direito Industrial, Mercantil, Econômico e Financeiro, São Paulo, v.55, 1984.

EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. V. 3. 2ª ed. rev. amp. Quartier Latin. São Paulo. 2015.

EIZIRIK, Nelson. *Insider Trading e responsabilidade de administrador de companhia aberta*. Revista de Direito Industrial, Mercantil, Econômico e Financeiro, São Paulo, n.50, 1983.

EIZIRIK, Nelson. *Os valores mobiliários na nova Lei das S/A*. Revista de direito mercantil industrial, econômico e financeiro. São Paulo, v. 124, p. 74. out/dez. 2001.

FERREIRA, Eduardo Paz. *A informação no mercado de capitais*. In: *Direito dos valores mobiliários*. Coimbra: Coimbra. Ed., 2011, v.3.

GRAU, Eros Roberto. *Elementos de Direito Econômico*. Editora Revista dos Tribunais, 1981.

KOZLOWSKI, W. *Breves notas de governança corporativa acerca do conflito de interesses na sociedade anônima*. In: CANTIDIANO, L. L., CORRÊA, R. (orgs.). *Governança corporativa: empresas transparentes na sociedade de capitais*. São Paulo: Lazuli Editora, 2004 (Série Apimec).

KUMPEL, Siegfried. *Direito do Mercado de Capitais - do ponto de vista do direito europeu, alemão e brasileiro*. Rio de Janeiro: Renovar: 2007.

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

LYRA, Roberto. *Criminalidade Econômico-Financeira*. 1 . ed. Rio de Janeiro: Forense, 1978.

MARTINS, Fran. *Curso de direito comercial: empresa comercial, empresários individuais, microempresas, sociedades comerciais, fundo de comércio*. Ed. Ver. E atual. – Rio de Janeiro, Forense, 2005.

MEDINA OSÓRIO, Fábio. *Direito administrativo sancionador*. 3. ed. São Paulo: RT, 2009.

MENDES, Wilson Coelho. *Insider trading e informação relevante: elementos no direito administrativo e penal*. 2017. 94 f. Trabalho de conclusão de curso (Bacharelado em Direito)—Universidade de Brasília, Brasília, 2017.

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

MUSSNICH, Francisco Antunes Maciel. *A utilização desleal de informações privilegiadas: insider trading no Brasil e nos Estados Unidos*. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo, n. 34.

MYANAKI, Caue Rezende. PACHECO, João Marcelo Gonçalves. *APROVADA LEI COM ALTERAÇÕES IMPORTANTES NOS PROCESSOS ADMINISTRATIVOS DA CVM*. Acessível em <http://www.pinheironeto.com.br/Pages/publicacoes-detalhes.aspx?nID=1061>.

NEGRÃO, Ricardo. *Manual de direito comercial e de empresa, volume 1: teoria geral da empresa e direito societário*. 12. Ed. – São Paulo: Saraiva, 2015.

NETO, Benedicto de Souza Mello. *Crimes Contra o Mercado de Capitais*. Curitiba, Juruá, 2015. p. 11.

NORONHA, Edgar Magalhães. *Curso de Direito Penal*. São Paulo, Saraiva, 1999.

PARENTE, Norma Jonssen. *Aspectos Jurídicos do insider trading*. Rio de Janeiro: CVM, 1978.

PAULA, Áureo Natal de. *Crimes contra o sistema financeiro nacional e o mercado de capitais*. Curitiba: Juruá, 2006.

PINHEIRO, Juliano Lima. *Mercado de Capitais: fundamentos e técnicas*. 3. Ed. São Paulo: Atlas, 2015.

PONTES, Aloysio Lopes. *Instituições financeiras privadas*. Rio de Janeiro: Forense, 1973.

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

PROENÇA, José Marcelo Martins. *Repúdio ao insider trading*. In: JÚNIOR, Francisco Satiro de Souza, Direito, gestão e prática: Mercado de Capitais. - São Paulo, Saraiva, 2013.

SANTOS, Alexandre Pinheiro e OSÓRIO, Fábio Medina e WELLISCH, Julya Sotto Mayor. *Mercado de Capitais: Regime Sancionador*. São Paulo, Saraiva, 2012.

SMITH, Adam. *A riqueza das nações - investigações sobre sua natureza e suas causas*. São Paulo: Abril Cultural, 1983.

TELLES, Antonio A. Queiroz. *Introdução ao direito administrativo*. 2 ed, São Paulo, RT, 2.000.

TORON, Alberto Zacharias. *Crimes de colarinho branco: os novos perseguidos?*. Revista Brasileira de Ciências Criminais, São Paulo, ano 7, n. 28.

VEIGA, Alexandre Brandão. *Crime de manipulação, defesa e criação de mercado*. Coimbra: Almeida, 2001.

VIEIRA, Solange Paiva; MENDES, André Gustavo Salcedo Teixeira. *Governança corporativa: evolução e impactos no mercado de capitais brasileiro*. Revista do BNDES, Rio de Janeiro, v. 11, n. 22.