

**UNIVERSIDADE PRESBITERIANA MACKENZIE**

**AUREA CRISTINA CASTRO**

***INSIDER TRADING:***

**O USO DO *COMPLIANCE* COMO FERRAMENTA DE REPRESSÃO À  
MANIPULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS**

**SÃO PAULO**

**2021**

AUREA CRISTINA CASTRO

*INSIDER TRADING:*  
O USO DO *COMPLIANCE* COMO FERRAMENTA DE REPRESSÃO À  
MANIPULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS

Trabalho de Graduação Interdisciplinar apresentado como requisito para obtenção do título de bacharela do Curso de Direito da Universidade Presbiteriana Mackenzie. Orientador: Prof. Dr. Pedro Alves Lavacchini Ramunno.

SÃO PAULO

2021

AUREA CRISTINA CASTRO

*INSIDER TRADING:*  
O USO DO *COMPLIANCE* COMO FERRAMENTA DE REPRESSÃO À  
MANIPULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS

Trabalho de Graduação Interdisciplinar apresentado  
como requisito para obtenção do título de bacharela  
do Curso de Direito da Universidade Presbiteriana  
Mackenzie.

Aprovado em: \_\_\_\_/\_\_\_\_/\_\_\_\_

BANCA EXAMINADORA

---

Prof.  
Universidade Presbiteriana Mackenzie

---

Prof.  
Universidade Presbiteriana Mackenzie

---

Prof.  
Universidade Presbiteriana Mackenzie

“A tarefa não é tanto ver aquilo que ninguém viu, mas pensar o que ninguém ainda pensou sobre aquilo que todo mundo vê.”  
(Schopenhauer, 1851).

## **AGRADECIMENTOS**

Ao estimado Professor Pedro Alves Lavacchini Ramunno, cuja orientação, suporte e incentivo conferiu a este trabalho uma abrangência muito positiva para obtenção de uma análise fundamentada ao tratamento da problemática analisada.

À minha família, cujo apoio fora de crucial importância para este último e significativo fôlego de conclusão acadêmica.

À minha querida mãe, que desde meus primeiros passos, me apoiou e incentivou incondicionalmente todo meu desenvolvimento acadêmico e pessoal. Dedico a ti esta obra.

À todos os meus professores do curso de Direito da Universidade Presbiteriana Mackenzie e Universidad de Salamanca, através da excelência técnica de cada um dos docentes, pude desenvolver meu conhecimento.

## RESUMO

Com este trabalho apresentamos uma das patologias do mercado de capitais, o ilícito *insider trading* representa elevado potencial danoso aos mercados de todo o mundo, em solo Pátrio não seria diverso, o ilícito acomete as relações negociais, gerando relevantes impactos na confiança dos agentes de mercado e de toda sociedade. O uso de informação privilegiada e a decorrente manipulação do mercado em benefício próprio ou de terceiro resulta no prejuízo imediato de investidores, na mesma medida que, gera descrédito aos demais agentes de mercado que visam comprar, vender ou reter valores. Diante do *insider trading*, temos nítida lesão à livre concorrência e declínio da soberania nacional. Por esta razão o implemento da normativa nacional Lei nº. 6.404/76, Instrução da CVM n.º622/20, e demais regulamentações que serão expostas ao longo desta obra, propiciaram o combate ao *insider trading*, consagrando repressão tríplice, nas esferas do Poder Administrativo, Poder Penal e Responsabilização Civil aos *insiders* que negociam munidos da ciência indevida da informação relevante e sigilosa. Nesta obra, elucidaremos uma breve evolução histórica, estabelecendo compreensão da prática do *insider trading* e seus efeitos aos investidores, mercado de capitais e toda sociedade, adentrando na regulamentação jurídica do tema, nas três esferas Administrativa, Civil e Penal. Por fim, se apresenta o relevante implemento do *compliance* nas instituições de investimento, enaltecendo práticas de Governança Corporativa, a fim de que, se venha implementar ambiente idôneo, transparente e munido de informação simétrica, para com negociações de valores mobiliários, além de se mitigar o descumprimento das regulamentações aplicáveis por parte das instituições, protegendo assim investidores e contribuindo para consolidação de um mercado sustentável.

**Palavras-chave:** Insider trading. Informação privilegiada. Compliance. Mercado de capitais.

## **ABSTRACT**

Herein, we present one of the pathologies of the capital market, the illicit insider trading represents a high potential damage to markets all over the world, in Brazil it would not be different, the illicit affects business relations, impacting directly the market agents' trust and society alike. The use of privileged information and the resulting manipulation of the market for one's own benefit or for the benefit of a third-party results in the immediate loss of investors, as well as discrediting other market agents that aim to buy, sell or retain securities. In the face of insider trading there is evident damage to free competition and decline in national sovereignty. For this reason, the implementation of the national legislation Law n.º 6.404/76, CVM Instruction n.º 622/20, and other regulations that will be exposed throughout this work, propitiated the repression against insider trading, establishing a triple repression, in the spheres of Administrative Power, Criminal Power and Civil Liability to the insider who trades with undue knowledge of relevant and confidential information. In this work, we will elucidate a brief historical evolution, establishing an understanding of the practice of insider trading and its effects on investors, capital markets and society as a whole by approaching the legal regulation of the theme, in the three administrative, civil and criminal spheres. Finally, the relevant implementation of compliance in investment institutions is presented; praising Corporate Governance practices in order to implement a suitable and transparent environment provided with symmetrical information for the negotiation of securities, in addition to mitigating non-compliance with the applicable regulations by institutions thus protecting investors and contributing to the consolidation of a sustainable capital market.

**Keywords:** Insider trading. Insider information. Compliance. Capital Markets.

## SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO.....	8
1.1	CONTEXTO E PROBLEMÁTICA.....	8
1.2	OBJETIVOS.....	9
<b>2</b>	<b>A CARACTERIZAÇÃO DO <i>INSIDER TRADING</i>.....</b>	<b>11</b>
2.1	CONCEITO.....	11
2.2	PANORAMA LEGISLATIVO E BEM JURÍDICO TUTELADO.....	14
2.2.1	MODALIDADE DO ILÍCITO <i>INSIDER TRADING</i> .....	17
2.3	A INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA.....	19
<b>3</b>	<b>A EVOLUÇÃO DA LEGISLAÇÃO NACIONAL.....</b>	<b>21</b>
3.1.	O <i>INSIDER TRADING</i> E SUA REPRESSÃO.....	21
3.1.2	BEM JURÍDICO PROTEGIDO E A NATUREZA DAS SANÇÕES.....	23
3.2	O PODER SANCIONADOR DA CVM.....	28
3.2.1	O <i>INSIDER TRADING</i> E A EFETIVIDADE DO SISTEMA TRÍPLICE.....	32
3.2.2	O PRINCÍPIO DO <i>NON BIS IN IDEM</i> E A INDEPENDÊNCIA DAS INSTÂNCIAS JUDICIAIS E ADMINISTRATIVAS.....	37
<b>4</b>	<b><i>COMPLIANCE</i>: A FERRAMENTA DE REPRESSÃO À MANIPULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS.....</b>	<b>39</b>
4.1	CONCEITO E PERSPECTIVA HISTÓRICA.....	39
4.2	A GESTÃO DE RISCO E O <i>COMPLIANCE</i> COMO FOMENTADOR DO MERCADO.....	44
4.3	O AMBIENTE REGULATÓRIO DO <i>COMPLIANCE</i> .....	46
4.4	<i>INSIDER TRADING</i> : A PATOLOGIA DO MERCADO DE CAPITAIS.....	49
4.4.1	OBJETIVOS DA FUNÇÃO <i>COMPLIANCE</i> NO COMBATE AO <i>INSIDER TRADING</i> .....	51
4.4.2	<i>COMPLIANCE</i> : O REMÉDIO DO MERCADO DE CAPITAIS.....	53
<b>5</b>	<b>CONCLUSÃO.....</b>	<b>57</b>
	<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....</b>	<b>60</b>

# 1 INTRODUÇÃO

## 1.1 CONTEXTO E PROBLEMÁTICA

Veementemente, o pernicioso ilícito do uso indevido da informação privilegiada e a decorrente manipulação do mercado de capitais em benefício próprio ou de outrem, aflige de maneira precisa e impetuosa o mercado de capitais em todo mundo. No Brasil, não seria diverso, a prática do *insider trading* representa imediato prejuízo aos negociadores que desconhecem à informação privilegiada, na mesma medida que, gera ausência da confiança, descredibilizando o mercado de capitais.

A patologia *insider trading* se justifica através do efeito negativo ao mercado de capitais, desencadeando significativo abalo da confiança dos agentes de mercado em razão da assimétrica informação relevante utilizada indevidamente no ato negocial. Entende-se assim que, o *insider* negocia com base em informações relevantes ainda não divulgadas publicamente, visando benefício indevido para si ou para terceiro.

A título exemplificativo, vislumbra-se que, o mundo ao reconhecer o efeito negativo provocado pelo ilícito *insider trading*, passou a combatê-lo através de um sistema tríplice. Ora, para além da responsabilização administrativa e civil, o uso da informação privilegiada passou a ser tipificada criminal dos Estados Unidos, influenciando o ordenamento brasileiro, o qual em 2001, passou a criminalizar também a prática no Brasil, corroborando assim, na repressão ao *insider trading*.

Para tanto, observamos que, a Comissão de Valores Mobiliários - CVM, autarquia nacional fora incumbida na competência de punir e reprimir o ilícito. Neste sentido, observamos que esta desempenha também no mercado de capitais, função fiscalizatória, visando inibir as negociações de valores mobiliários, por parte daqueles que têm acesso à informação relevante e sigilosa.

Nesta toada, a prática do *insider trading* provoca lesão à livre concorrência e soberania nacional, inibindo o desenvolvimento sustentável do mercado de capitais, haja vista, a ausência da confiança dos agentes de mercado, reproduzindo uma diminuição das negociações, vez que, os investidores ressabidos são desestimulados a negociar, provocando queda na: compra, venda ou retenção dos valores mobiliários.

Nitidamente, o *insider trading* representa uma das principais patologias do mercado de capitais, gerando efeitos colaterais que deflagram à confiança dos agentes de mercado, prejudicando a economia nacional e toda sociedade. Por esta razão, o ordenamento brasileiro

buscou estabelecer através de normas e instruções incumbidas na proteção aos investidores e consequentemente, ao mercado de capitais.

O enfrentamento da patologia *insider trading* se estabelece a partir da regulamentação do sistema tríplice, reprimindo o ilícito na esfera: administrativa, civil e penal. Ora, se constitui como normativas imprescindíveis ao combate do *insider trading*: a Lei nº.6.404/76 também conhecida como Lei das S.A, Instrução CVM n. °358/2002, Lei n.º 6.385/76 e Lei n.º 7.913/89.

Concludentemente, ao longo da presente obra, será apresentado demais normas e instruções, que venham assegurar tutela à informação privilegiada. Imprescindivelmente, o grande entrave da responsabilização dos *insiders* ocorre através da aplicabilidade eficiente do sistema tríplice. Ademais, para muito além disso, observa-se que, ocorrendo devida tutela das informações transitadas no mercado, o *insider* não teria pleno acesso ao fato primordial do uso indevido, haja vista que, inexistindo ciência inequívoca da informação relevante e sigilosa, não haveria *insider trading*.

Neste sentido, se reconhece que, o uso indevido de informação privilegiada, por parte daquele que tiver acesso, ocorre através da ausência da devida proteção à informação. Ora, seja através da exposição indevida, ou em razão da não divulgação pública da informação relevante. Diante disto, o *insider* continua a agir, uma vez que, o acesso e ciência da informação relevante e sigilosa, não foram devidamente tutelados.

## 1.2 OBJETIVOS

O presente trabalho visa adentrar as temáticas do *insider trading*, a partir da abordagem do *compliance*, a fim de que, se reconheça os eixos centrais de cada tema, sua importância, regulamentação e a priori que se consolide repressão à manipulação artificial do mercado de capitais, a partir do implemento da função *compliance* por parte da instituição de investimento. Resultando assim, proteção do investidor e demais agentes de mercado, o mercado de capitais e da sociedade brasileira.

Para tanto, observamos que, a Governança Corporativa emerge como possível auxílio para com a consolidação da transparência, equidade e ética dentro do mercado de capitais. Ora, a partir do surgimento do *compliance* em 1929, em Nova York, buscou-se implementar um conjunto de práticas para monitorar o mercado financeiro, desenvolvendo assim, um sistema preventivo e responsável, na medida que, assegurava devido cumprimento da regulamentação.

Diante disto, circundados atualmente em uma economia massivamente capitalista e globalizada, o implemento da função *compliance* em instituições de investimento, finda-se por

possível e primordial, haja vista, a observância e cumprimento da regulamentação nacional, implemento da normativa interna de cada instituição, além do, fomento ao monitoramento e fiscalização das atividades negociais ocorridas dentro do mercado de capitais. Inibindo assim, que informações privilegiadas venham a ser expostas desnecessariamente.

Concludentemente, a Alta Administração, carece da Gestão Corporativa, a qual através do implemento do *compliance*, permite a análise de riscos presente nas negociações, na mesma medida que, conscientiza os profissionais de mercado à repressão ao *insider trading*.

Denota-se ainda que, uso indevido de informação privilegiada, manifestado através da existência da assimetria informacional transitada no mercado, permite que o *insider* venha a auferir benefício indevido, deturbando a transparência, idoneidade e ética do ambiente negocial.

Reconhecidamente, a proteção da simetria informacional é imprescindível, vez que, todos os participantes do mercado de capitais devem deter plena consciência das informações durante uma negociação, manifestando assim a real autonomia da vontade. Nesta toada, a partir do implemento da função *compliance* observamos uma alternativa no combate ao ilícito que manipula o mercado.

Por fim, o combate à manipulação artificial do mercado de capitais, deve transcender a eficiente regulamentação nacional, adquirindo ciência e contato prático para com todos os operadores do mercado. Para tanto, buscaremos nesta exposição, apresentar que o *compliance* permite a disseminação da cultura contra o *insider trading*, propiciando condições para que o mercado de capitais, venha a se constituir de maneira idônea, transparente, ética, sustentável e munido de informação simétrica para com todo investidor e sociedade.

## 2 A CARACTERIZAÇÃO DO *INSIDER TRADING*

### 2.1 CONCEITO

De maneira objetiva, a compreensão da prática do *insider trading* resplandece no uso indevido de informação privilegiada no universo do amplo mercado de capitais, onde através de uma óptica restritiva podemos compreender que desde o primórdio da organização social a atividade econômica se viu relacionada a atuação estatal através de política pública-financeira capaz de proteger e propiciar desenvolvimento a economia nacional.

Nesta toada, observa-se que na atualidade, o a economia da grande maioria dos países do mundo, e em especial da nossa, se vê envolta de um mercado capitalista e globalizado. Logo, a intervenção do Estado vem a assegurar as garantias em relação ao capital investido, através da edição de normas que regulam a organização e funcionamento do mercado de capitais.

Reconhece-se que, a relação financeira depende do segurança e confiabilidade para que as companhias e investidores venham a aplicar seu capital no mercado, propiciando assim, desenvolvimento da economia nacional, na mesma medida que cria um mercado sustentável.

Desta feita, nasce a necessidade do implemento do conhecido *fiduciary-duties* onde visando estabelecer normas de cunho intervencionista estatal cria-se responsabilidade e deveres aos agentes do mercado, em prol de se alcançar lealdade, diligência de informacional, transparência, idoneidade e dever de sigilo.

Irrefutavelmente, o uso de informação relevante e sigilosa por parte do *insider*, aufere no imediato prejuízo aos demais investidores, na mesma medida que produz ausência de confiança no mercado de capitais.

Para tanto, vislumbra-se que, a prática do *insider trading* consubstanciada através do uso da informação ainda não divulgada publicamente e de teor relevantes produz o afetamento prematuro e desleal da negociação que se estruturava, vez que, a informação privilegiada detém poder de influência em uma cotação de ações, por exemplo, afeta a decisão de investidores, ao mesmo tempo que garante vantagem indevida ao *insider*.

Conforme expõem EIZIRIK, GAAL, PARENTE, DE FREITAS HENRIQUES, entonamos como definição ao *insider trading*, o que segue:

O *insider trading* consiste na utilização de informações relevantes sobre os valores mobiliários, por parte de pessoas que, por força de sua atividade profissional, estão por dentro dos negócios da emissora, para transacionar com os valores mobiliários antes que tais informações sejam de conhecimento

público. Assim agindo, o insider compra ou vende valores mobiliários a preços que ainda não estão refletindo o impacto de determinadas informações, que são de seu conhecimento exclusivo. (EIZIRIK, GAAL, PARENTE, DE FREITAS HENRIQUES, 2011, p. 536).

Compreende que, a doutrina alude a figura do *insider* através da personificação do sujeito que no proveito das circunstâncias seja do cargo ou atribuição, vem a deter acesso à informação relevante e sigilosa, utilizando-as em negociações para obter vantagem indevida, como por exemplo, influir na decisão final dos investidores ou no preço dos valores mobiliários.

Para além disto, a repressão ao ilícito *insider trading*, vislumbramos a tutela da ética, idoneidade, transparência e simetria informacional, uma vez que, através do enaltecimento do princípio da livre concorrência e igualdade de acesso às informações, o *insider* que se beneficia através do uso indevido de informação privilegiada, descredibiliza o mercado de capitais, na mesma medida que, afeta a confiança dos demais investidores e toda sociedade.

Ainda acerca dos *insiders*, observamos a ampla aceitação doutrinária da separação em duas categorias, dos sujeitos que negociam munidos de informação privilegiada, nesta toada, compreende a existência dos (i) *insiders primários* e dos (ii) *insiders secundários*, também conhecidos como *tippees*. É o que aclara a doutrina:

Os *insiders primários* ou institucionais são aqueles que detêm acesso à informação privilegiada em razão de sua condição de acionistas controladores, pelo fato de ocuparem cargo de administração, ou de um ofício, ainda que temporário, que lhes permita o acesso direto a uma informação privilegiada. São as pessoas que recebem, diretamente, a informação privilegiada de sua fonte e têm o conhecimento especializado suficiente para saber que tal informação é relevante. Já os *insiders secundários (tippees)* são aqueles que recebem a informação privilegiada, direta ou indiretamente, dos *insiders primários* e não estão obrigados ao dever de sigilo e nem necessariamente sabem que se trata de uma informação relevante. (EIZIRIK, GAAL, PARENTE, DE FREITAS HENRIQUES, 2011, p. 247).

A este tema, identificamos que a prática do *insider trading*, através do uso desleal de informação privilegiada, atinge mais do que a violação do dever de informação, sigilo e de lealdade aos demais participantes da negociação desestabilizando o mercado de capitais como todo, na mesma medida que, afeta a economia nacional.

Observa-se que, a eficiência do mercado é acometida pela ausência da transparência e simetria de informação, quando ocorre a prática do *insider trading*, haja vista que, através do rompimento da confiança e lisura nas negociações dos valores mobiliários, muitos investidores se abstém de futuras negociações, pelo descrédito do mercado de capitais, impedindo o desenvolvimento econômico.

No mais, em prol de se assegurar a confiabilidade e a segurança jurídica nas operações valores mobiliários, ocorridas dentro do mercado de capitais, o Tribunal Regional Federal da 3ª Região<sup>1</sup>, reconheceu não apenas o interesse direto da União, sobre o tema, assim como evidenciou o bem jurídico a ser tutelado existindo insider trading, vejamos a decisão:

A confiança depositada pelos investidores no mercado, a fim de assegurar o correto funcionamento do mercado de capitais. A credibilidade das operações no mercado de valores mobiliários se consubstancia na transparência das informações e na divulgação ampla de fato ou ato relevante a fim de garantir a igualdade de condições a todos investidores para operar no mercado de capitais. (TRF -3ª REGIÃO – AC: 0005123-26.2009.4.03.6181/SP, Relator: Desembargador Federal Luiz Stefanni, Data de Julgamento: 04/03/2013).

Indubitavelmente, a confiança é a fonte de estímulo para que os investidores apliquem seu capital no mercado, sendo essencial no processo de formação e consolidação das relações econômicas desenvolvidas no mercado de capitais brasileiro. Logo, o interesse protecionista da confiança, a partir da edição de normas que viessem reprimir o *insider trading*, resulta na transcendência da segurança aos investidores, pois sobretudo o próprio mercado de capitais é o bem jurídico protegido, carecendo de confiança para sua existência.

O que se observa na atualidade, de mercado capitalizado e altamente globalizado, é que a credibilidade advinda da ética, equidade e transparência na livre concorrência, reproduz na imagem que cada investidor pretende passar no ato negocial. Concludentemente, a reputação molda as relações negociais, na mesma medida que, alicerça pressupostos de existência da ordem jurídica do mercado de capitais.

Conclui-se assim que, a tutela à informação simétrica, confiabilidade dos investidores e transparência negocial, propiciam pilares a um desenvolvimento sustentável do mercado de capitais, ao mesmo tempo que fortalece a economia nacional.

Para esse fim, o combate ao *insider trading* é de primordial importância, haja vista que este representa uma das patologias do mercado financeiro e de capitais. A repressão ao uso indevido de informação privilegiada pela legislação nacional ocorre através do sistema tríplice, tratado o tema, como ilícito civil, administrativo e penal.

---

<sup>1</sup> TRIBUNAL REGIONAL FEDERAL 3. Região. Apelação Criminal 00051232620094036181. Relator Des. Luiz Stefanni, julgado em 04 fev. 2013. São Paulo: TRF 3. Região, 2013.

## 2.2 PANORAMA LEGISLATIVO E BEM JURÍDICO TUTELADO

Consonante a concepção tridimensional, entendemos que o direito é síntese ou integração do ser e do dever ser, é fato e é norma, pois é fato integrado na norma exigida pelo valor a realizar”, conforme expõem Reale (2000, p.8) observamos que, quando diante do *insider trading*, à medida que, o uso indevido de informação privilegiada fora se estabelecendo no seio econômico e social, o valor a ser protegido também adquiriu existência, ora passamos deter uma manipulação do mercado de capitais, criando-se assim, a necessidade de regulamentação jurídica do tema.

Desta forma, o ordenamento jurídico brasileiro, através da Lei n.º 4.728/65, artigo 3º, inciso X, disciplinou pela primeira vez, a proteção do mercado de valores mobiliários nacional.

Nesta oportunidade, observamos que ainda que o legislador buscasse por sinalizar e combater o uso de informação sigilosa e relevante, a regra carecia de parâmetro interpretativo, assim como operabilidade, haja vista que, a prática não era tipificada criminalmente, tão pouco configurava ato ilícito, por ser regulada tão somente na atribuição fiscalizatória.

Fora diante do advento normativo da Lei n.º 6.404/76, também conhecida como Lei das S.A, que se disciplinou a prática do *insider trading*, adquirindo consistência, ao mesmo passo que se consagrava o dever de lealdade à informação acessada pelos administradores, *in verbis*:

Artigo 155 (...)

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

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

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

§ 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.

A partir do artigo 155, Lei n.º 6.404/76<sup>2</sup>, reverberou-se maior densidade normativa, para com a abordagem do combate ao *insider trading*, incorporando o caráter da reparação dos danos fruto do uso de informação indevida, delimitando a prática do ilícito.

Observamos que, o dever de sigilo passa a integrar neste momento um dos deveres do administrador, conduzindo-o a não somente reter para si a informação não divulgada, assim como não utiliza-la em prol de benefício vantajoso para si ou outrem.

Nesta toada, vislumbramos a existência do *insider secundário*, também conhecido como *tippees*, o qual também fora alvo de regulamentação por parte do legislador brasileiro. Ora, através do parágrafo segundo, do artigo 155, Lei das S.A, fora atribuído uma função adicional ao administrador, imputando-lhe o compromisso do não cometimento do *leakage*.

Para tanto, impede-se que o administrador venha a vaziar à informação privilegiada que teve acesso em decorrência de seu cargo, para com seus subordinados ou terceiros de sua confiança, buscando inibir o uso indevido da informação privilegiada por parte dos *insider secundário*.

Verifica-se ainda que, a normativa também alicerçou a responsabilização civil pelos danos decorrentes uso da informação privilegiada no mercado. Observamos que, este avanço normativo possibilitou o pleiteio indenizatório por perdas e danos, oriundos da prática do *insider trading*, quando comprovado todos os pressupostos de: conduta ilícita, existência do prejuízo/danos e nexo de causal.

Reconhece-se ainda, que a Lei n.º 10.303/01, ampliou o artigo 155 da Lei das S.A, alargando a responsabilização do *insider*, uma vez que, fora acrescentando no parágrafo quarto do artigo 155, a incidência normativa vinculada a qualquer pessoa que detenha acesso à informação relevante e ainda não divulgada no mercado.

À vista disto, o legislador brasileiro, buscou através de uma maior densidade normativa estabelecer requisitos objetivos para o exame do ilícito *insider trading*, ainda que não haja unanimidade doutrinária quanto a quantificação destes requisitos, nos ensina SCALZILLI e SPINELLI, que:

Por sua vez, elencam quatro elementos caracterizadores do ilícito: relevância da informação; sigilo da informação; uso da informação para negociação com as ações da companhia; e utilização da informação por alguém que está por dentro dos negócios da companhia, ou seja, um insider. (SCALZILLI, SPINELLI, 2007, v. 147, p.45).

---

<sup>2</sup> Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6404compilada.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404compilada.htm). Acesso em 10 de mar. 2021.

Identificamos através dos parágrafos do artigo 155 da Lei das S.A., os dados que configuram a existência e forma do ilícito *insider trading*, através dos requisitos objetivos da (i) informação privilegiada ainda não difundida no mercado de valores mobiliários; (ii) acesso à informação privilegiada; (iii) o uso desta informação na busca da manipulação do mercado e (iv) intenção da obtenção de vantagem indevida própria ou de terceiros.

Cabe destacar que, em decorrência do caráter altamente reprovável, o *insider trading*, enseja também em uma punição administrativa. Ora, é através do órgão regulador da CVM - Comissão de Valores Mobiliários, que se reprime a prática através de multas, sanções e processo administrativo, conforme dispõem o artigo 4º, inciso VII, da Lei n.º 6.385/76 e a Instrução Normativa da CVM n.º 3548/2002.

Irrefutavelmente, o ilícito acarreta plena violação do dever de informação simétrica e de lealdade, desestabilizando o mercado e comprometendo sua eficiência, haja vista que, atinge a confiança dos investidores e do próprio mercado de capitais.

Para isto, observa-se que, o *insider trading* gera uma responsabilização em diversas frentes, sendo elas; civil, administrativa e penal, justificando-se através da transgressão da transparência, isonômica informação e ética no ato negocial. Ademais, em última instância repercute também em danos ao bom desempenho do mercado de capitais, vez que, este passa a ser descredibilizado pela prática do *insider trading*.

Neste sentido, expõe MIKALOVSKI (2014, p.85), traduzindo a responsabilização em esferas diversas, haja vista, o intenso grau de reprovação do ilícito, assim como a busca da preservação da confiança e bom desempenho do mercado, ora o prejuízo do investidor, passa a minar o próprio mercado de capitais.

Constata-se que, a garantia de isonomia e simetria informacional, se consubstancia na transparência que o mercado de capitais necessita deter para que venha a ser assegurado credibilidade da atividade negocial, uma vez que, o uso indevido de informação privilegiada, afeta não somente investidores, más, todo o mercado de capitais, e, por consequência a própria economia nacional.

A proteção dirigida aos investidores, atinge sobretudo o próprio mercado de capitais, vez que este carece da confiança para sua própria existência. Não podemos assim, vislumbrar que o bem jurídico tutelado, resplandece unicamente aos investidores, vez que, considerando a massificação promovida pela globalização e o conseqüente anonimato das relações econômicas capitalistas, o mercado de capitais passa a deter também carência de tutela jurídica.

Imperiosamente, conforme o artigo 170 da Carta Magna, observamos que a livre concorrência e a equidade informacional protagonizam a existência e manutenção da tutela jurídica do mercado de capitais.

Ora, a proteção quanto à confiança dos investidores, se perfez na garantia do acesso à informação simétrica para com todos os participantes do mercado, resguardando o acesso da informação relevante e sigilosa, em prol de se proteger os investidores, ao próprio mercado de capitais e toda sociedade.

Por fim, o ilícito *insider trading*, não fere somente os agentes de mercado, a rigor, fere a economia nacional e a coletividade no âmbito do mercado de valores mobiliários e financeiro, por essa razão a conduta é combatida pela legislação nas esferas civil, administrativa e penal.

### 2.2.1 MODALIDADE DO ILÍCITO *INSIDER TRADING*

Reconhecidamente, à tutela da informação relevante e sigilosa é de suma importância para repressão ao *insider trading*, pois possibilita que o mercado de capitais aplique as diretrizes constitucionalmente garantidas e normas infraconstitucionais, pautadas na ética, transparência, idoneidade, simetria informacional e livre concorrência.

Observamos que, através do combate ao *insider trading*, alcançamos uma blindagem da confiança dos investidores, na mesma medida que, se estimula as negociações de compra, venda e retenção de valores mobiliários, desenvolvendo assim a economia nacional e criando um mercado de capitais sustentável.

Incorre que, através do uso de informação privilegiada gera-se imediato prejuízo aos participantes da negociação, assim como afeta danosamente o mercado e toda sociedade. Para tanto, o legislador brasileiro, combate a conduta através do sistema tríplice.

Ao indagarmos acerca da responsabilidade civil do ilícito *insider trading*, observamos que o legislador, buscou garantir proteção aos afetados, na medida em que, não fosse anulado o ato realizado no mercado de capitais, sob a justificativa de gerar estabilidade e segurança as negociações realizadas dentro do mercado.

Conclui-se que, o *insider*, conforme disposição do artigo 155, §3º, da Lei das S.A, detém o dever do ressarcimento para com todos àqueles que forem afetados pela prática do uso de informação privilegiada.

Para tanto, é imprescindível se vislumbrar que, os danos e prejuízos, atingem não apenas os investidores envolvidos na negociação, más, alcança sobretudo, os interesses difusos de toda coletividade no âmbito do mercado, dado que, a prática afeta os interesses indivisíveis,

de pessoas indeterminadas, porém unidas pelo dano proveniente do ato do *insider* que afeta a economia nacional.

Concludentemente, o uso de informação privilegiada atinge um mercado de capitais altamente globalizado, fator que na prática acaba por representar como mercado anônimo e massificado, até mesmo porque as negociações de valores mobiliários muitas das vezes, são negociadas diretamente entre companhias e investidores ou instituição de investimento.

Dado a existência destas características, observamos a dificuldade em individualizar os afetados do *insider trading*, conforme expõe MÜSSNICH (2017, p. 41-45).

Neste sentido, em proveito da garantia da efetividade na reparação civil, observamos maior incidência em via coletiva, através da Ação Civil Pública, prevista na Lei n.º 7.913/89, a qual confere competência ao Ministério Público, que através do intermédio da solicitação da CVM ou propriamente de ofício adquire legitimidade ativa para ajuizar a ação de reparação de danos e prejuízos decorrente do *insider trading*.

Exprime ainda que, a proteção coletiva não afasta a possibilidade de tutela individual da reparação dos danos causado pelo *insider*, embora, enaltece o bem jurídico supraindividual, uma vez que, ainda que não haja prejuízo direto ao investidor, o uso indevido de informação privilegiada, lesiona o direito a simetria informacional, que todos os membros da comunidade econômica possuem, por essa razão a tutela coletiva vem se evidenciando.

Em contrapartida, a aplicação de sanção, multas, cassação da autorização para negociar no mercado, entre outras, se dá através do processo e fiscalização do Poder Administrativo, conforme a previsão legal do artigo 9º, incisos V e VI da Lei n.º 6.385/76, Instrução CVM n.º 627/2020<sup>3</sup> e Instrução CVM n.º 358/2002, onde através do processo administrativo perante a CVM o *insider* submete-se as penalidades dos incisos III a VIII do artigo 11 da referida Lei, compreendendo a prática do *insider trading* como infração grave.

Para além da regulamentação civil e administrativa, observamos que o ilícito *insider trading*, adquire repressão penal em decorrência do relevante potencial lesivo que a prática aufere na sociedade.

Conclui-se que através da Lei n.º 10.303/2001, que o ilícito *insider trading* passou a ser incluso no artigo 27-D na Lei n.º 6.385/76, atingindo grau de responsabilidade penal, munido caráter *ultima ratio* para àqueles que divulgam informação a qual se tenha dever de sigilo, ou ao agente de mercado que seja capaz de gerar vantagem indevido para si ou para outrem, da informação sigilosa e relevante que se tenham conhecimento.

---

<sup>3</sup> Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst627.html>. Acesso em 25 de jan. 2021

Por fim, se faz por manifesto que a presente obra, não busca a efetiva e abrangente análise da responsabilização penal do ilícito *insider trading*.

### 2.3 A INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA

Ao tratarmos do mercado de capitais veemente capitalista e globalizado, observamos na atualidade, o intenso fluxo e troca de informações, transitadas continuamente no mercado, na mesma medida que, se faz presente as especulações acerca dos valores mobiliários.

Para tanto, entende-se conforme disposição do artigo 155 da Lei das S.A, que somente as informações privilegiadas contemplam o *insider trading*, ora, ainda que o mercado de capitais seja composto de incontáveis informações transmitidas diariamente, apenas as informações que contemplem conteúdo relevante e sigiloso, serão matéria para ensejo do uso indevido por parte do *insider*, não bastando assim mera informação ou especulação.

Irrefutavelmente, a concepção da patologia *insider trading* se perfaz através do uso da informação privilegiada, composta do conteúdo relevância, denominada também através da expressão inglesa *material information* contemplando capacidade de influência nas decisões dos investidores do mercado seja venda ou compra de valores mobiliários, possuindo até mesmo a capacidade de gerar efeitos significativos nas negociações de títulos e preço dos valores mobiliários.

Ademais entende-se que, a informação privilegiada comporta também o conteúdo sigiloso, ora, a informação ainda não fora difundida publicamente, não sendo de ciência pública, tão de conhecimento de todo mercado ou sociedade.

Por esta razão, o *insider* que negocia valores mobiliários munido da ciência indevida da informação privilegiada obtém vantagem sobre os demais investidores, vez que estes operadores de mercado desconhecem o conteúdo relevante e sigiloso.

Ora, sob a perspectiva econômica a falta de simetria informacional entre operadores do mercado reproduz na dissonância dos valores dos títulos, ferindo assim na falta de confiabilidade do mercado de capitais.

Para além disto, a vedação do uso de informação privilegiada, fundamenta-se também pelo ponto de vista ético e desleal do agente de mercado que se beneficia através da informação não difundida publicamente.

O combate ao *insider trading*, se fez como moralização do mercado de capitais em prol de se alçar simetria informacional, idoneidade, transparência e ética para com as relações de investimento, uma vez que, o benefício indevido do *insider* acarreta prejuízo aos demais

investidores, à medida que, também descredibiliza o mercado de valores, implicando retrocesso econômico nacional.

Todavia, observa-se também a possibilidade *disclosure or refrain from trading*, ora, a partir do conhecimento da informação de teor relevante, o agente de mercado terá duas escolhas coesas e uma ilícita, este poderá tornar a informação pública ou abster-se da negociação produzindo assim alternativas contrárias a prática do ilícito. Muito embora, certos agentes de mercado, acabam por preferir via diversa do *disclosure or refrain from trading*, incorrendo assim no uso indevido de informação privilegiada.

Por fim, denota-se que a caracterização do *insider trading*, finda-se por imprescindível que a informação venha a deter caráter minimamente preciso e relevante, detendo o poder de influência na conduta dos demais operadores de mercado e dos próprios valores mobiliários,

Concludentemente, a informação privilegiada se diverge das meras especulações rotineiramente presente no meio econômico e mercado de capitais, por deterem alicerce sob conteúdo relevante e sigiloso, informação a qual não venha a ser de domínio público ou de conhecimento dos demais agentes de mercado, configurando assim o ilícito *insider trading*.

### 3 A EVOLUÇÃO DA LEGISLAÇÃO NACIONAL

#### 3.1 O *INSIDER TRADING* E SUA REPRESSÃO

A construção do panorama legislativo que visa a repressão da matéria *insider trading*, firma-se na existência da informação privilegiada, resplandecendo na ciência inequívoca da informação relevante e sigilosa, por parte do *insider* que através de sua manifesta intenção de uso, beneficia-se ou gera benefício indevido à outrem, no ato negocial.

Evidentemente, quando diante da patologia *insider trading*, transcendemos as meras especulações que comumente transitam no mercado de capitais. Para tanto, o artigo 155 da Lei das S.A, nos permite identificar as devidas informações capazes de influenciar as negociações, sendo estas submetidas ao regime imposto legalmente.

A prática do uso indevido da informação privilegiada, detém embasamento para sua vedação, a repressão do ato desleal e conseqüentemente a manutenção do equilíbrio econômico, uma vez que, observamos razões éticas e transparentes que justificam a criação normativa.

Neste sentido, a perspectiva ética pode ser vista através do ato desleal praticado pelo *insider*, ora, negocial munido da informação relevante e desconhecida publicamente, este beneficiasse através do prejuízo dos demais investidores do mercado.

No mais, conforme expõe COMPARATO (*op. cit.*, p.46), ao vislumbrar a repressão ao *insider trading*, o efeito moralizador dentro do mercado de capitais, é imprescindível, vez que, os efeitos negativos acarretados pelo ilícito transcende a lesão a negociação, atinge demais investidores, e em decorrência todo o mercado de capitais e sociedade.

Todavia, a patologia *insider trading* é capaz de provocar sérios danos colaterais ao mercado de capitais, como explica SMANIO (2021, p.52), a ausência da confiança dos investidores, inibe e algumas vezes representa queda nas futuras negociações. Por esta razão, a garantia de uma simétrica informação entre os operadores de mercado, é tão importante, pois através dela, os investidores passam a ter confiança nas operações financeiras.

Para a caracterização do *insider trading*, pertinente se faz a investigação conceitual do ilícito, alicerçado na simultaneidade do caráter sigiloso e relevante da informação privilegiada, ora, a partir da previsão legal do artigo 155 da Lei das S.A, conclui-se que é a incorre na prática aquele que utiliza de informação relevante e não divulgada.

Nesta toada, expõe LUCENA (2012, p. 101), que se compreende por sigilosa a informação não difundida no mercado de capitais. Imprescindível, se reconhece que, estamos diante de uma caracteriza transitória, vez que o sigilo antecede a ampla e pública divulgação da

informação para com todo o mercado e sociedade. O caráter sigiloso se configura enquanto perdurar o desconhecimento e não acesso de pública da informação.

Concludentemente, o dever de sigilo cessa assim que a informação privilegiada for divulgada, gerando assim publicidade e simetria à todo mercado de capitais. Pertinente se vislumbra que, tornando-se pública, a informação divulgada através de canais oficiais ou por vazamento irregular, não estaremos mais diante do objeto do ilícito *insider trading*, haja vista que, o caráter sigiloso fora despido e a ciência da informação se torna efetivamente difundida.

Imperioso, se faz saber que, o dever de sigilo, mitiga-se tanto no âmbito interno quanto no externo, haja vista que, quando diante do acionista controlador, por exemplo, no exercício fiscalizatório de sua função, este terá amplo acesso das informações da companhia, muito embora, o sigilo fica mitigado aos acionistas minoritários e Conselho Fiscal.

Salienta-se que, no âmbito externo, sob entendimento do STJ findou-se por decidido em Recurso Especial n.º 657037/RJ, que o Ministério Público pode requisitar informações concernentes a todas as transferências de controle acionário, sem que este acesso venha a ocasionar lesão a privacidade e sigilo da instituição de investimento, conforme dispõem o artigo 155, §1º da Lei das S.A.

Nitidamente, se entente através dos precedentes da CVM, que o dever de sigilo se consolida como parte essencial da configuração do *insider trading*, uma vez que, o ilícito se perfaz quando a informação não puder ser obtida por meios acessíveis ao público em geral. Neste sentido, a Relator André Nekatschalow<sup>4</sup>, expõe seu voto:

A utilização da informação privilegiada, sem que se exija a efetiva vantagem, de maneira que mesmo que não houvesse gerado benefício, o delito ainda restaria caracterizado. Basta que o agente detenha informação privilegiada, que deveria manter em sigilo, sendo ela relevante, e que tenha sido utilizada, para configurar prática delitativa. (APELAÇÃO CRIMINAL, Tribunal Regional Federal. 3ª, 2019).

Para tanto, compreende que para ocorrer repressão ao *insider trading*, se faz necessário que a informação não esteja disponível ao acesso público. Logo, o ilícito incide no acesso inequívoca da informação não difundido, a qual também detém fatos minimamente precisos e relevantes, capazes de configurar a informação privilegiada.

A repressão a patologia *insider trading*, justifica-se através da concepção do uso de informação privilegiada, munida do conhecido *material information* previsto no artigo 157,

---

<sup>4</sup>APELAÇÃO CRIMINAL. Tribunal Regional Federal da 3ª Região. AC: 0002511-03.2018.4.03.6151, julgado em 03 de jun. 2019. São Paulo. Disponível em: <https://trf-3.jusbrasil.com.br/jurisprudencia/937741590/apelacao-criminal-apcrim-25110320184036181-sp/inteiro-teor-937741599>. Acesso em: 15 de mar. 2021.

parágrafo quarto, da Lei das S.A e Instrução CVM n.º 358/2002, regulando a informação relevante através de sua influência na decisão dos investidores do mercado.

Na mesma toada, o artigo 155, §1º, da Lei das S.A, consagra como informação relevante aquela que significativamente possa alterar as ações no mercado de capitais e preço dos valores mobiliários.

Diante deste ponto, vislumbra-se a presença do *affirmative duty of disclosure of any material*, ora, o dever de divulgação de qualquer fato relevante, se faz previsto nacionalmente através do artigo 157, §5º da Lei das S.A, regulando o dever de informar, em prol de gerar tutela aos investidores, em especial aos acionistas minoritários que negociam valores mobiliários.

Salienta-se, sobretudo que, o uso de informação privilegiada, atualmente prevista no artigo 155, §4º da Lei das S.A e Instrução CVM nº 358/2002, elenca como “qualquer pessoa” o agente *insider* que pratica o ilícito insider trading.

Para tanto, expõem EIZIRIK, GAAAL, PARENTE e DE FREITAS FENRIQUES (2011, p.540) o que antes se destinava apenas aos administradores das companhias, na atualidade, se considera como *insider* a própria companhia, os acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, ou por quem quer que, em virtude de seu cargo, função ou posição na companhia aberta, sua controladora, suas controladas ou coligadas, tenha conhecimento da informação relativa ao ato ou fato relevante.

### 3.1.2 BEM JURÍDICO PROTEGIDO E A NATUREZA DAS SANÇÕES

Remotamente, mediante esparsos registro do século XVII, vislumbra-se relatos de posse de informação privilegiada negociadas em prejuízo público, é que expõe CAVALI (2018, p. 39), em tom de denúncia, marcam-se ao longo da história que o resultado das negociações desencadeavam no enriquecimento daquele que dispunha de tais informações, na mesma medida em que, se empobrecia aquele que a desconhecia.

Nesta linha, à época de uma das maiores crises econômicas mundiais, no século XX, a regulamentação de combate ao uso indevido de informação privilegiada, se deu através da normativa estadunidense *Securities Exchange Act 1934*, que por meio da política do *New Deal*, de Franklin Roosevelt, conforme menciona TORQUATO AVOLIO (2006, p. 71), se buscou proteger o mercado de capitais das fortes especulações conflitantes entre o comércio de ação de

valores mobiliários e a atuação dos bancos comerciais, situação que desencadeou a caótica e conhecida mundialmente crise de 1929.

A regulamentação jurídica brasileiro do combate ao *insider trading*, se alicerçou através da inspiração normativa norte-americana, haja vista que, a partir da aplicação do sistema *full disclosure*, houve-se proteção ao mercado de capitais, em 1965, através da Lei nº 4.728, conferindo ao Conselho Monetário Nacional o poder fiscalizatório e regulamentador dos mercados financeiros e do Banco Central, assegurando tutela às informações relevantes e ainda não divulgadas ao público, evitando o uso indevido daqueles que por força de cargos ou função venham a deter acesso a esta informação privilegiada<sup>5</sup>.

Nesta toada, observa-se que a lei não fornecia a devida caracterização quanto ao uso da informação privilegiada, conforme expõe CARVALHO (2014, p.157) havia ausência do exercício do poder fiscalizador e de polícia do Conselho Monetário Nacional.

Fora então que, em 1976, através da Lei de Sociedade Anônimas, Lei nº 6.404, que a legislação brasileira, disciplinou mediante os artigos 155<sup>6</sup> e 157, §4º, a forma sistemática e pioneira, da estrutura jurídica que visava o dever de informar e de lealdade dentro do mercado de capitais, *in verbis*:

#### Dever de Lealdade

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

<sup>5</sup> BRASIL. Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965. Disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento. Brasília, 2005. Disponível em [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L4728.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L4728.htm). Acesso em 14 de abril de 2021.

<sup>6</sup> Disponível: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L6404compilada.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404compilada.htm). Acesso em: 10 de dez de 2020.

infrator indenização por perdas e danos, a menos que ao contratar já conhecesse a informação.

§ 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. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001) [grifos acrescidos].

Pertinentemente, a repressão ao *insider trading*, a partir da regulamentação da Lei das S.A, obteve relevante contorno em priori acerca da definição do fato relevante, ora, é aludido que qualquer evento capaz de causar significativa alteração nos valores mobiliários, causado pelo uso da informação privilegiada.

Menciona-se ainda que, reconhecidamente a partir das influências da jurisprudência norte-americana, nosso ordenamento jurídico, passou a compreender o fato relevante inerente ao ilícito *insider trading*, aquele que auferir em vantagem indevida decorrente da informação não divulgada publicamente, alterando significativamente os valores mobiliários.

Nitidamente, alçamos ao longo das décadas, uma evolução normativa, que produz efeito regulatório e repressivo a patologia *insider trading*. Embora, a lei das S.A, direcionava a figura do *insider* o status de administrador da companhia, sem que houve uma amplitude do caráter daquele que utiliza a informação privilegiada, mesmo que sem decorrência de cargo ou função.

Fora assim que, a partir da reforma instituída pela Lei n.º 10.303/2001, que a Lei das Sociedades Anônimas, passou a utilizar-se da vedação do artigo 155, §4º, reprimindo o uso de informação relevante e sigilosa, por “qualquer pessoa”, como expõem CARVALHOSA e EIZIRIK (2011, p. 540), transcende-se o nexó profissional, possibilitando o reconhecimento do agente *insider*, àquele que conhecer, vazar informações ou até mesmo utilizá-las, em benefício próprio ou de terceiros.

Nesta toada, observamos que a concepção do agente *insider*, fora se alargando através da evolução normativa. Para tanto, a Instrução CVM nº 358/2002, dispõe em seu artigo 13, o enquadramento para configurar *insider*: própria companhia, acionistas controladores (diretos ou indiretos), diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, ou por quem quer que, em virtude de seu cargo, função ou posição na companhia aberta, sua controladora, suas controladas ou coligadas, tenha conhecimento da informação relativa ao ato ou fato relevante.

Concludentemente, também através da Instrução CVM nº 358/2002, artigo 2º, se fez possível o reforço quanto o artigo 155, § 1º da Lei das S.A.<sup>7</sup>, ora, passou a ser reconhecido no ordenamento jurídico nacional, que fato relevante da prática *insider trading*, *in verbis*:

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

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

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

III - na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados. Parágrafo único. Observada a definição do caput, são exemplos de ato ou fato potencialmente relevante, dentre outros, os seguintes:

I - assinatura de acordo ou contrato de transferência do controle acionário da companhia, ainda que sob condição suspensiva ou resolutiva;

II - mudança no controle da companhia, inclusive através de celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas; I

II - celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas em que a companhia seja parte ou interveniente, ou que tenha sido averbado no livro próprio da companhia;

IV - ingresso ou saída de sócio que mantenha, com a companhia, contrato ou colaboração operacional, financeira, tecnológica ou administrativa;

V- autorização para negociação dos valores mobiliários de emissão da companhia em qualquer mercado, nacional ou estrangeiro;

VI - decisão de promover o cancelamento de registro da companhia aberta;

VII - incorporação, fusão ou cisão envolvendo a companhia ou empresas ligadas;

VIII - transformação ou dissolução da companhia;

IX - mudança na composição do patrimônio da companhia;

X - mudança de critérios contábeis;

XI - renegociação de dívidas;

XII - aprovação de plano de outorga de opção de compra de ações;

XIII - alteração nos direitos e vantagens dos valores mobiliários emitidos pela companhia;

XIV - desdobramento ou grupamento de ações ou atribuição de bonificação;

XV - aquisição de ações da companhia para permanência em tesouraria ou cancelamento, e alienação de ações assim adquiridas;

XVI - lucro ou prejuízo da companhia e a atribuição de proventos em dinheiro;

XVII - celebração ou extinção de contrato, ou o insucesso na sua realização, quando a expectativa de concretização for de conhecimento público;

XVIII - aprovação, alteração ou desistência de projeto ou atraso em sua implantação;

XIX - início, retomada ou paralisação da fabricação ou comercialização de produto ou da prestação de serviço;

---

<sup>7</sup> Disponível: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst358.html>. Acesso em: 05 de jan. de 2021.

XX - descoberta, mudança ou desenvolvimento de tecnologia ou de recursos da companhia;  
XXI - modificação de projeções divulgadas pela companhia;  
XXII - impetração de concordata, requerimento ou confissão de falência ou propositura de ação judicial que possa vir a afetar a situação econômico-financeira da companhia.

Elucida-se que, o uso de informação relevante e sigilosa adquiriu, através deste artigo um rol exemplificativo, possibilitando a interpretação de influência que o insider detém nas cotações dos valores mobiliários, e demais fins em decorrência do conhecimento indevida da informação privilegiada, neste sentido, observa-se que, que o legislador pretendeu clarear a obscuridade que antes existia na Lei nº 4.728, possibilitando tangibilidade através da sugestivas modalidades de consumação do *insider trading*.

Para além disto, o *insider trading* conforme já expresso nesta presente obra, se perfaz através do sigilo da informação relevante, ora, a informação deve não ter sido difundida publicamente, tão pouco ser de conhecimento dos demais participantes do mercado.

Neste sentido, a Instrução CVM n.º 358/2002, em seu artigo 3º, confere a forma plausível de se conferir publicidade à informação privilegiada. Observamos aqui, a influência norte-americana do *disclose or refrain from trading*, ora, incorrendo no acesso à informação relevante e sigilosa, o agente de mercado poderá expor o conteúdo publicamente em prol de que, todos os participantes do mercado venham a deter devida ciência, perdendo-se assim, o caráter sigiloso da informação. Logo, inexistente informação privilegiada e conseqüentemente ocorre o afastamento da prática *insider trading*.

Conclui-se que, consonante a Lei n.º 6.385/1976, artigo 27-D, delimita-se também ao insider a repressão através da obrigação do dever de sigilo e lealdade. Para tanto, observamos que em decorrência do cargo ou função executada, como é o caso de: acionista controlador, administradores, membros do conselho fiscal e prestadores de serviços que tenham, em virtude de lei ou do estatuto vínculo com informação relevante e não difundida, obrigam-se para além do não uso da informação, que está, também não venha a ser divulgada à outrem.

Diante da repressão administrativa, observamos que, o artigo 27-D, elenca o rol dos *insiders* obrigados ao dever de sigilo. Desta forma, os denominados *insiders primários* possuem a presunção *júris tantum*, uma vez que, o legislador reconhece a possibilidade do acesso para com informações relevantes em decorrência do exercício profissional, na mesma medida, que se há condições de negociá-la no mercado mobiliário.

Imperiosamente, se reconhece consonante a exposição de EIZIRIK, PARENTE e DE FREITAS FENRIQUES (2011, p.546) que os *insiders secundários*, perante a administração,

não detém dever de sigilo, sendo punidos tão somente pelo poder sancionador do CVM e responsabilizando-se pelos danos e prejuízos que causarem aos demais investidores.

Por fim, a patologia *insider trading* também é reprimida como conduta criminosa. Para tanto inquestionavelmente, o agente *insider* deve desejar o resultado no ato de negociação de valores mobiliários, conforme expõe TORQUATO AVOLIO (2006, p. 29).

Ora, quando diante da análise da imputação penal ao *insider trading*, observamos de imediato o anseio do agente em beneficia-se, logo a prática se perfaz através do dolo especial, uma vez que, conscientemente, o *insider* transcende a simples consciência da ilicitude, este reconhecidamente prevê e espera o benefício decorrente da vantagem indevida. Punindo o uso de informação privilegiada, nos moldes da previsão legal da Lei n.º 6.385/1976, artigo 27-D

Em suma, elucidamos que a regulamentação penal brasileira, não imputa como conduta criminosa, a transmissão da informação relevante e sigilosa, incriminando apenas o *insider* que negocia com a informação privilegiada. Logo, diversamente de países como Itália e Portugal, a punição ao *insider* que passa a informação relevante à terceiros será administrativa, haja vista, do justificado rompimento do dever de lealdade, previsto no artigo 155, Lei das S.A.

### 3.2 O PODER SANCIONADOR DA CVM

Ao tratarmos, do poder sancionador da CVM, imperioso se reconhece que a Comissão de Valores Mobiliários, é uma autarquia em regime especial, detentora da competência de: regular, supervisionar, fiscalizar e punir os agentes atuantes no mercado de valores mobiliário brasileiro.

Reconhecidamente, o principal instrumento de combate ao *insider trading*, se perfaz na elaboração de normas preventivas e repressivas, objetivando claramente, que se venha evitar que pessoas, direta ou indiretamente relacionadas com a informação privilegiada venha a auferir ganhos extraordinários, através do conhecimento não difundido publicamente.

Nesta toada, vislumbramos como uma das normativas de cunho repressivo ao *insider trading*, conforme expõe MURPHY (2020, p.174), a Instrução CVM n.º 358/02, a qual regulamentou a aplicação da Lei n.º 6.404/76 e Lei n.º 6.385/76, na mesma medida que vedou a conduta de negociar através das informações privilegiadas. Para tanto, observamos a evolução normativa, haja vista que, a primeira Instrução CVM fora nos anos de 1979, a Instrução CVM n.º 8/79.

Imprescindivelmente, tendo em vista, que desde o ano de 2002, os casos de *insider trading* remetidos para análise do poder sancionador da CVM, se fez através da aplicação da vigente Instrução CVM n.º 358/02, para fins desta exposição, nos limitaremos a tratar desta instrução, mencionando ainda, a vigência da mesma, nos parâmetros da mais recente Instrução CVM n.º 627/20.

A vedação ao ilícito *insider trading*, se capitula através do dispositivo legal do artigo 13 da Instrução CVM n.º 358/02, instituindo-se, como principal regulamentação de caráter repressivo ao uso de informação privilegiada. Como acentua MURPY (2020, p.286), o “*caput* do art. 13 da Instrução 358/2002 regulamentou a vedação imposta aos *insiders* típicos”, estes também conhecidos como *insiders primários* podem ser exemplificados como diretores, conselheiros, ou membros do conselho fiscal.

Nitidamente, mediante inclusão do §4º do artigo 155 da Lei das S.A, fora necessário que o artigo 13 da Instrução CVM n.º 358/02, trouxe-se menção a um maior alcance para se considerar *insider*, fora assim que, no parágrafo 1º do artigo 13, regulamentou o gênero “qualquer pessoa”, permitindo maior amplitude ao agente que negocia sob conhecimento da informação privilegiada. Neste ponto, observamos que, qualquer pessoa seria classificada como *insider secundário*.

Para tanto, pontua-se que a Instrução CVM n.º 358/02, confere também comando preventivo ao combate da patologia *insider trading*, o artigo 8º e 11, é a prova disto, haja vista que, houve ampliação do alcance subjetivo do dever de sigilo, na mesma medida que, as disposições legais passaram a enaltecer o princípio da lealdade para com os demais agentes de mercado.

A busca pela equivalência informacional, ocorre através do mecanismo de prevenção ao *insider trading*, ora, quando comparado o artigo 157 da Lei n.º 6.404/76 e o artigo 11 da Instrução CVM n.º 358/02, vislumbramos a autorização do monitoramento da CVM, para com todas as atividades desenvolvidas dentro do mercado de capitais, sejam elas da: bolsas de valores, própria companhia, investidores, negociações de valores mobiliários e até mesmo para com pessoas que, em regra, detém potencial e constante contato com informações privilegiadas.

Nesta toada, vislumbrando a proteção da informação assimétrica, ora, através do artigo 12 da Instrução CVM n.º 358/02, em seus parágrafos 1º e 4º, o legislador dispõe a CVM o poder fiscalizatório, em prol de se inibir as negociações por parte dos agentes que constantemente têm acesso à informação privilegiada. Logo, o monitoramento das atividades relevantes dos agentes

como: acionistas controladores, membros do conselho fiscal ou administrativo, se perfaz imprescindível, para acanhar o ilícito *insider trading*, vez que, em decorrência da função que desempenham, estes possuem grande poder de influência nas relações negociais ocorridas dentro do mercado de capitais.

Por outro lado, em prol de se assegurar proteção dos interesses do público investidor e, por consequência ao mercado de capitais, outra normativa fora criada em 2003, para garantir tratamento equitativo aos investidores e demais participantes do mercado, garantindo assim, transparência e simetria de informação no momento da negociação.

Dito isso, a Instrução CVM n.º 400/03, em seu artigo 21, estabelece que as ofertas públicas obrigatoriamente se realizarão, de modo a que se assegure o equitativo tratamento da informação. Salienta-se por fim, que no que tange, o combate ao *insider trading*, observamos também, a previsão legal do artigo 48, II da Instrução CVM n.º 400/03, com redação dada pela Instrução CVM n.º 533/13.

Pertinente, se compreende que o artigo 48, II da Instrução CVM n.º 533/13, detém por objetivo a vedação de negociações ou emissão de ofertas públicas de valores, que possam ter por base à informação privilegiada, inibindo a influência de investidores no mercado de valores. Desta forma, o comando normativo impede que pessoas em contato com informações relevantes e sigilosas, se utilizem de tais conhecimentos no ato de negociação barrando a possível condição vantajosa, em comparação aos demais investidores que desconhecem a informação.

Concludentemente, a criação normativa da CVM, constituiu proteção aos investidores, garantindo por consequência o funcionamento eficiente e sustentável do mercado de capitais, ora, através do fomento fiscalizatório houve incentivo a poupança e investimento dos valores mobiliários.

Ao longo, dos 42 anos da atividade regulatória da Instrução CVM, possibilitou-se a regulação dos mercados de ações, debêntures, quotas de fundos de investimentos, *commercial papers*, e negociações sejam com títulos de investimento coletivos ou valores mobiliários. Desenvolvendo importante modernização da regulamentação, através da adequação com as demais normativas nacional e internacional, como SEC - *Securities and Exchange Commission* norte-americana, visando o combate ao *insider trading*.

Para este feito, reconhecidamente fora através dos investimentos estrangeiros que impulsionamos a economia nacional, ora, o capital estrangeiro participou de maneira crucial na

captação de ofertas públicas de ações, haja vista que, o mercado de capitais brasileiro, desde o início dos anos 90 até a atualidade, alcança crescimento. Nesta toada, podemos observar que a participação de investimentos estrangeiros chegou em 72,8% em 2006, e em pelo 2021 onde o mundo busca recuperação econômica decorrente da crise provocada pela pandemia Covid-19, vislumbramos que, o capital estrangeiro investido no mercado de capitais nacional somaram R\$ 21,6 bilhões, sendo o melhor janeiro, em termos nominais, da série histórica da Bm&fBovespa desde 1995<sup>8</sup>.

Nitidamente fora necessário aperfeiçoar a regulação do mercado de valores mobiliários para atrair investidores estrangeiros, conforme menciona MÜSSNICH (2017, p. 97) se fez necessário a regulamentação que propicia-se segurança e confiabilidade das negociações do mercado de capitais, na mesma medida que, nacionalmente se obtinha fomento do mercado de capitais.

Diante disso, a atividade regulatória do Poder Sancionador da CVM, instituiu regras administrativas, cuja inspiração se deu através da análise e implemento da regulamentação internacional, como por exemplo, a inspiração da normativa norte-americana SEC *Securities and Exchange Commission* e até mesmo, o *Markets in Financial Instruments Directive*, do Parlamento europeu.

As instruções normativas da CVM, em um panorama evolutivo modernizaram assim a: regulação simétrica das informações a serem divulgadas (Instrução CVM n.º 480/2009), adotou padrão contábil internacional emitido pelo IASB (Instrução CVM n.º 457/2007), regulamentou os vários tipos de oferta pública de aquisição de ações (Instrução CVM n.º 361/2002), e até mesmo editou novas regras para com a reorganização societária, mediante Instrução CVM n.º 565/2015.

Observamos que, o Brasil hoje detém investidores estrangeiros e institucionais, como operadores do mercado de capitais, participando do processo global regulatório, através da adequação da normativa brasileira aos padrões internacionais. Para tanto, destacamos o indispensável desempenho prestado pela Comissão de Valores Mobiliários, a qual propiciou aperfeiçoamento regulatório, em primazia no tocante fiscalizador e punitivo das companhias e investidores atuantes nas negociações financeiras.

---

<sup>8</sup> Dados retirados de CREDIT SUISSE. *A guide to the Brazilian economy – 2021*. 12 de fev. 2021. Disponível em: <https://ideiasustentavel.com.br/bmfbovespa-divulga-relatorio-anual-de-resultados/>. Acesso em de mar. de 2021.

Muito embora, observa-se também que a atuação da CVM ainda não é de toda eficaz, vez que, massivamente os casos envolvendo uso de informação privilegiada, investigado pela autarquia, ensejaria na condução do Ministério Público Federal, quando obtido indícios da prática delituosa.

Neste sentido, observamos que a CVM, acaba por não impulsionar a responsabilização criminal, realizando acordos, a partir do Termo de Compromisso e de Ajustamento de Conduta, cumulado muitas das vezes no pagamento de multa. Vislumbra-se assim que, o *insider* passa a detém suspensão do processo, na mesma medida que, se evita que a prática do *insider trading*, venha a reprimida através da pena de reclusão.

### 3.2.1 O *INSIDER TRADING* E A EFETIVIDADE DO SISTEMA TRÍPLICE

Na atualidade, o combate ao *insider trading*, se rege através de normas que regulam, previnem e responsabilizam, o *insider* que negocia valores mobiliários, através da ciência da informação relevante e sigilosa. Para além da repressão do poder sancionador da CVM, há como arcabouço regulatório a responsabilidade civil, administrativa e penal ao *insiders*.

Nesta toada, o parágrafo 2º do artigo 155, da Lei das S.A, permite cabimento da ação indenizatório pelas perdas e demais danos decorrentes do *insider trading*, conforme menciona CAVALI (2018, p. 184).

Observa-se ainda que, a lei dispõe acerca da aplicação de penalidades ao administrador ou subordinados de sua confiança, que venham a utilizar de informações privilegiadas na venda ou compra de valores mobiliários. Garantindo-se, no parágrafo 3º, do mesmo artigo, o direito indenizatório ao investidor prejudicado.

Conclui-se, que tal dispositivo restringiu a amplitude da responsabilidade civil pela prática do *insider trading*, uma vez que, a vedação dos parágrafos 1º e 2º, do artigo 155, da lei das S.A, delimita *insiders*, em sua figura *latu sensu*, sendo este: administradores, diretores, acionistas controladores, funcionários da empresa, os quais, detém o dever de sigilo e o dever de informar, além dos subordinados ou terceiros de confiança. Logo, observamos a limitação da obrigação de reparar na esfera do Direito Civil.

Entende-se que, emerge através da reforma da Lei n.º 6.404/76 pela Lei n.º 10.303/01, a solução normativa da limitação da responsabilidade civil ao *insider*, ora, a partir da inclusão

do parágrafo 4º, do artigo 155, a vedação quanto ao uso de informação privilegiada passa a se reconhecer como insider qualquer pessoa, que em virtude da informação privilegiada adquire vantagem indevida.

Desta forma, de maneira sistêmica, a reparação das perdas e danos passa pleiteada pelo investidor prejudicado, passou a deter cabimento contra toda e qualquer pessoa que pratica *insider trading*, corrobora a este posicionamento, a sustentação de CARVALHOSA, vejamos:

Deverá ressarcir as perdas e danos havidos toda e qualquer pessoa que se tenha utilizado de informações sigilosas ou reservadas, para negociar com valores mobiliários no mercado de capitais no período anterior à divulgação, pelos canais institucionais, dos respectivos fatos ou até negócios. (CARVALHOSA, 2009, p. 314).

Outrossim, observamos que a responsabilização civil passa a transcender o agente de mercado, alcançando até mesmo a companhia emissora dos valores mobiliários negociados, quando comprovada publicidade negativa e diminuição da capacidade de captar recursos, como poupança popular.

Neste sentido, nos ensina LUCENA (2012, p. 98) que o artigo 158 e 159 da Lei n.º 6.404/76, capacita tal prejudicado ao pleiteio da ação indenizatória, quando se existir danos causados pelo uso de informação privilegiada.

Denota-se ainda que a Lei n.º 7.913/89, em seu artigo 1º, II, regula a capacidade de pleiteio do Ministério Público, em a ação civil pública de responsabilidade por danos causados aos investidores e mercado de capitais como um todo, uma vez que, o ilícito fere a confiança de toda à sociedade. Imperioso se menciona que, não há prejuízo ao investidor prejudicado, que anseio pelo pleiteio indenizatório particular.

À luz do Direito Civil, vislumbramos que o legislador assegura a estabilidade no mercado de capitais, quando, determina a impossibilidade de anulação da operação realizada por quem pratica *insider trading*. Ora, este posicionamento se justifica através da confiança, seriedade e eficiência que se espera quando se negocia, resguardando plenamente o direito de ressarcimento pelos danos causados pelo *insider*, na mesma medida que, privilegia a autonomia das relações econômicas.

Acrescenta-se, ainda, que o combate ao *insider trading*, possui também a vertente regulatória do Direito Administrativo, ora como podemos compreender, a partir da atuação da

Comissão de Valores Mobiliários, através Instrução CVM n.º 358/02<sup>9</sup>, encontramos a repressão ao uso de informação privilegiada, através da vedação do artigo 13, *in verbis*:

Art. 13. Antes da divulgação ao mercado de ato ou fato relevante ocorrido nos negócios da companhia, é vedada a negociação com valores mobiliários de sua emissão, ou a eles referenciados, pela própria companhia aberta, pelos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, ou por quem quer que, em virtude de seu cargo, função ou posição na companhia aberta, sua controladora, suas controladas ou coligadas, tenha conhecimento da informação relativa ao ato ou fato relevante. §1º A mesma vedação aplica-se a quem quer que tenha conhecimento de informação referente a ato ou fato relevante, sabendo que se trata de informação ainda não divulgada ao mercado, em especial àqueles que tenham relação comercial, profissional ou de confiança com a companhia, tais como auditores independentes, analistas de valores mobiliários, consultores e instituições integrantes do sistema de distribuição, aos quais compete verificar a respeito da divulgação da informação antes de negociar com valores mobiliários de emissão da companhia ou a eles referenciados.

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

Irrefutável se vislumbra a regulamentação dos *insiders primários*, no *caput* do artigo 13 da CVM n.º 58/02, quais sejam: diretores, conselheiros, membros do conselho fiscal e acionistas. Muito embora, em consonância ao §4º do artigo 155 da Lei das S.A., vislumbra-se, a amplificação do alcance dos *insiders*, destinando agora, a “quaisquer pessoas” que deter acesso à informação privilegiada.

Nesta toada, reconhece-se o artigo 9º, V da Lei 6.358/76, confere a CVM competência fiscalizatória e punitiva, na medida em que, através do processo administrativo, venha a ser apurado atos ilegais provocados por operadores de mercado, que atuem de maneira indevida na posse da informação privilegiada.

Deste modo, o uso de informações privilegiadas, cujo teor é relevante e sigiloso, se regulamenta através dos dispositivos do artigo 155, §1º ao 4º, da Lei n.º 6.404/76 e artigo 13, *caput* e §1º ao 4º, da Instrução CVM n.º 358/02.

---

<sup>9</sup> Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst627.html>. Acesso em 25 de mar. de 2021.

Salienta-se ainda, que os *insiders* que infringirem tais disposições legais, se sujeitarão as sanções administrativas, sob previsão do artigo 9º, inciso V e artigo 11, caput, da Lei n.º 6.385/76.

Conclui-se assim que, sejam *insiders primários*, como administradores, membros do conselho fiscal e acionistas, ou *insiders secundários*, sejam estes os demais participantes do mercado, ao infringirem a Lei n.º 6.385/76, Lei n.º 6.404/76, Instrução CVM n.º358/02 e demais instruções da CVM, estarão sujeitos fiscalização e punições através de sanções, imposta pela CVM.

Neste sentido, expõe GERREIRO (1981, p. 68-72), as punições e sanções aplicadas pela CVM decorrem da: advertência, multa, suspensão do exercício do cargo, inabilitação temporária, suspensão da autorização do exercício e até mesmo cassação ou proibição de seu exercício.

Para tanto, a responsabilidade administrativa decorre da legitimação *ad causam* da CVM, significando que a agência governamental, restringe-se a responsabilidade aquiliana. Uma vez que, o Brasil diversamente do ordenamento norte-americano, não confere legitimidade de propositura da Ação Civil Pública pela CVM, não se fazendo valer em território nacional à *Securities and Exchange Commission*. Como explica Carvalhosa:

Muito embora tenha a Comissão de Valores Mobiliários competência para apurar, mediante inquérito administrativo, atos ilegais e práticas não equitativas dos administradores de companhias abertas, não lhe outorga a lei legitimidade ativa para promover as medidas judiciais para responsabilizar civilmente os administradores. Fica, assim, a agência governamental restrita ao âmbito das sanções de natureza administrativa e representação penal. (CARVALHOSA, 2009, vol. 3, p. 348).

Assim sendo, observamos que a patologia do *insider trading* e seu decorrente efeito de responsabilidade seja esta: civil, administrativa e penal, em território pátrio com maior incidência vislumbramos a responsabilização administrativa. Ora, conforme já mencionado, a CVM não detém legitimidade para representação, fator que enseja na notória imposição de multa ou sanções aos *insider*.

Não menos importante, nos termos do artigo 12 da Lei n.º 6.385/76, compreende-se que concluindo o inquérito administrativo, através da existência de crime de ação civil pública, o Ministério Público será oficializado pela CVM, vez que este detém legitimidade para tal ação,

conferindo-lhe as informações cabíveis fruto da investigação do IA, para propositura de ação penal.

Ao nos referirmos a responsabilidade penal do uso de informação privilegiada, alçamos no ano de 2001 a previsão legal do artigo 27- D na Lei n.º 6.385/76 alterado através da Lei 10.303/01, configurando o *insider trading* como ilícito criminalmente combatido.

Para tanto, o artigo 27-D da Lei n.º 6.385/76, exprime como sujeito ativo, o *insider* que detenha ciência da informação privilegiada e em benefício próprio ou de outrem venha a usá-la indevidamente.

Ora, conforme dispõe o parágrafo 1º do artigo 155 da Lei n.º 6.404/76, reconhece-se que somente os membros do conselho, diretoria, órgãos criados pelo estatuto e conselho fiscal, detém o dever de sigilo no exercício de suas funções.

Na mesma toada, o artigo 260 da Lei n.º 6.404/76, confere dever de sigilo em ofertas públicas, ao ofertante e as companhias que intermediam as negociações. Nesse sentido, o artigo 8º da Instrução CVM nº 358/02, estabelece o dever de sigilo aos acionistas controladores, assim como o artigo 22, §1º, V da Lei nº 358/02, regula o dever de sigilo dos acionistas minoritários.

Dito isto, observamos que a responsabilidade penal, disposta no artigo 27-D da Lei n.º 6.385/76, limita-se ao *insider* que detenha o dever de sigilo, resultando que aos *insiders* que não possuam tal dever, não haverá possibilidade de responsabilização penalmente pelo cometimento do crime de *insider trading*.

Conclui-se que, este é o posicionamento de BITENCOURT e BREDA (2014, p. 358-359), entendendo que a conduta do *insider trading*, consuma-se através do resultado danoso aos prejudicados e em priori ao mercado de capitais, carecendo do dever de sigilo, para que se aplique a função de vantagem obtida.

Em suma, ao estarmos diante da responsabilização penal do *insider trading*, observamos o caráter de crime formal, o qual se consuma através do resultado danoso. Neste sentido nas palavras de Proença, vislumbramos que o ilícito *insider trading*:

Se trata de um delito de natureza formal, ou seja, consumado com a agressão ao bem jurídico protegido, no caso, a confiabilidade e, por corolário, a eficiência do mercado, sem se cogitar da efetiva obtenção de vantagem pretendida pelo agente, ou da lesão dos investidores que com ele negociam em posição desvantajosa. (PROENÇA, 2005. p. 342).

Neste sentido, observamos que a finalidade da regulamentação penal, se perfaz na responsabilização do ilícito *insider trading*, em prol de se assegurar um mercado transparente e idôneo onde se exista simetria informacional e confiança entre os operadores de mercado.

Por fim, menciona WELLISCH (2012, p. 3) a obtenção ou não da vantagem indevida almejada pelo *insider* é irrelevante, uma vez que, a prática em si, condiciona requisitos suficientes para gerar descrédito e ausência de confiança no mercado de capitais.

### 3.2.2 O PRINCÍPIO DO *NON BIS IN IDEM* E A INDEPENDÊNCIA DAS INSTÂNCIAS JUDICIAIS E ADMINISTRATIVAS

Abordando a atividade punitiva Estatal, observamos que as sanções administrativas, justificam-se no interesse daquilo que se espera ser necessário em favorecimento do bem coletivo, logo, a atividade punitiva do Estado, não atinge o *ius libertatis* do cidadão. Muito embora, quando diante da patologia *insider trading* nos deparamos ao *persecutio criminis*, vez que, o ilícito atinge bens jurídicos individuais de incontestável valor.

Neste sentido, como já supramencionado, a CVM através do artigo 9º, V da Lei n.º 6.385/76, recebe a incumbência de fiscalizar e monitorar as atividades do mercado, sendo-lhe autorizada a apurar mediante processo administrativo, atos de uso indevido de informação privilegiada, aplicando assim aos *insiders* as penalidades, previstas no artigo 11, sem que haja, prejuízo da responsabilidade civil ou penal.

Para tanto, a responsabilização administrativa decorrente de sanções, multas e entre outros, aplicada pela CVM não exclui a responsabilidade daquele que negociou munido de informação privilegiada, nos parâmetros da responsabilização civil ou penal.

Ao tratamos do *bis in idem*, expõe CORSETTI (2013, p. 96) que ao observarmos tal principiologia, vemos que esta assegura a não cumulatividade punitiva sobre o mesmo fato, atingindo em primazia o indivíduo em seu *status libertatis*, impedindo assim que, ao agente que tenha cometido uma falta crime, não venha a cumprir mais de uma pena, seja esta disciplinar ou penal.

Concludentemente, menciona CAVALI (2018, p. 134), o desconhecimento do *bis in idem*, ao analisar a prática do *insider trading*, haja vista, que se faz possível vislumbrar o

combate punitivo do mesmo fato em esferas diversas, de maneira assertiva, a doutrina brasileira e estrangeira prevê a possibilidade de cúmulo de sanções penal, civil e administrativa. Ora, o administrador que cometeu a mesma falta penas disciplinares, o que não significa que possa sofrer cumulativamente, uma pena criminal e outra administrativa.

Conclui-se, que não há do que se mencionar em ilicitude decorrente da coexistência de sanções disciplinares emanadas por diferentes órgãos, até porque ao analisarmos a ordem positiva, observamos que os interesses jurídicos, no ato de sancionar também são diversos.

Dito isto, necessária se faz a abordagem quanto a independência entre a jurisdição administrativa, civil e penal, vez que, consoante a relatividade jurídica e respeitando a unidade do sistema jurídico, entende-se que, o *insider* ao constituir ilícito administrativo e penal, por exemplo, devem deter equivalência do nexos de causalidade, ora, ambas as esferas julgam o mesmo fato relevante.

Para tanto, advinda decisão final do juízo criminal declarando inexistente a prática do *insider trading*, esta decisão deverá ser vinculada também em instância administrativa, o mesmo ocorre ao contrário, a decisão administrativa vincula a decisão penal, é o que expõem EIZIRIK, GALL, PARENTE e RODRIGUES (2018, p.307).

Neste tocante, podemos entender a influência da instância administrativa, na judicial civil e penal, no sentido de que a instância administrativa pode aceitar fatos de outra jurisdição, uma vez que, esta venha a garantir sua interpretação acerca do tema, vedando-se, apenas decisões divergentes sobre o mesmo fato relevante, o uso indevido da informação privilegiada.

Conclusivamente, as sanções e responsabilidades do *insider* que opera o mercado de capitais através de informações privilegiadas, poderá ser responsabilizado perenemente através do sistema tríplice.

Por fim, a responsabilização advinda da via civil, administrativa e penal, não fere o princípio do *bis in idem*, sendo aceito majoritariamente a possível condenação administrativa, na mesma medida em que, incorre o *insider* na responsabilização indenizatório das perdas e danos causados aos demais negociadores prejudicados, respondendo igualmente ao processo penal, suscetível a prisão e/ou pagamento de multa.

## **4. COMPLIANCE: A FERRAMENTA DE REPRESSÃO À MANUPULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS**

### **4.1 CONCEITO E PERSPECTIVA HISTÓRICA**

Ao estarmos diante do termo *compliance*, palavra originalmente advinda do verbo *comply*, que na língua inglesa significa estado de conformidade, seja com regras, normas e até mesmo procedimentos, vislumbramos de imediato, a importância dada as atividades de gestão preventiva de riscos, sejam elas advindas do risco à imagem ou da ausência de *compliance*.

Neste sentido, o programa de *compliance* detém como essencial missão à proteção da integridade da instituição ou investidor, mitigando assim, a ocorrência de risco, seja na imagem ou no descumprimento da previsão de leis e normas. Para isso, observamos a conscientização destes profissionais que operam no mercado de capitais, repercutindo numa positiva ascensão do desempenho negocial.

Conclui-se que, através de um supervisionamento contínuo das práticas corporativas, assim como o incentivo da promoção em prol de gerar cumprimento das leis e regulamentos que permeiam a atividade empresarial e financeira, o *compliance* permite a tutela adequada de investidores e do próprio mercado de capitais.

Para muito além disto, quando analisado o cenário empresarial, vislumbramos um grande bem a ser protegido na atualidade. Ora, a reputação da instituição ou investidor, hoje repercuti massivamente no desempenho negocial, uma vez que, a imagem criada através dos valores apresentados nos atos negociações, evidenciam a missão, visão e ideias que desejam ser firmados no mercado.

Denota-se que, o *compliance* proporciona um direcionamento do caminho, através de diretrizes estratégicas de resguardo ao investidor, conforme menciona CANDELORO (2019, p. 57), o *compliance* orienta padrões éticos na condução dos negócios, privilegiando os valores de cada instituição e investidor.

Irrefutavelmente, a partir da adoção do *compliance*, observamos o fortalecimento da aplicação normativa, vez que, legitima o mercado de capitais, em atos negociais, embasados na transparência, ética e equidade, repercutindo nitidamente na solidez de mercado.

Embora para muito além disto, o *compliance* representa a governança corporativa, também difundida na terminologia inglesa *corporate mind*, vez que, contribui vantajosamente para o aumento dos valores mobiliários e perenidade competitiva de cada investidor ou instituição que se fundamenta no *compliance*.

O embasamento da função *compliance* pode ser vista, através da atribuição de: guardar confidencialidade informacional, estabelecer regras de controle que tratem devidamente o fluxo de informação outorgada à clientes e parceiros, tutela e inibe a proliferação da inadequada especulação de mercado, e até mesmo inibe o vazamento de informação sigilosa.

Neste tocante, para além do controle interno e bom proveito do negócio, vemos a mitigação do *insider trading*, evitando benefícios aos profissionais, investidores ou própria instituição, que indevidamente têm acesso à informação relevante e sigilosa, e as utiliza nos atos negociais. O *compliance* assim funciona como barreira a possível criação artificiais de benefício indevido decorrente da manipulação e uso da informação privilegiada.

Além disto, observamos que o implemento do *compliance* previne problemas de não conformidade à regulamentação aplicável aos atos negociais, controla e evita fraudes ou ilícitos que deflagram a imagem e integridade da instituição ou investidor, administra risco de conflito, assegurando transparência para com a condução dos negócios da instituição, contribuindo assim para a competitividade, lucratividade e credibilidade no mercado.

Por fim, a medida que se é disseminada a conscientização do teor de responsabilidades em cada ato negocial, os operadores de mercado passam a adquirir ciência não apenas do dever de seguir a regulamentação vigente, más, atinge o reconhecimento de padrões éticos de conduta, que permitirá acesso a boa reputação e desenvolvimento duradouro dentro do mercado.

Neste momento, conforme menciona CANDELORO (2019, p. 65), reconhecidamente compreendemos que a função o *compliance*, a partir de seu elevado valor ético e observância para com a regulamentação legal, firma a confiança esperada pelos investidores, na mesma medida que, assegura a equidade aos operadores do mercado de capitais. Dito isto, partimos ao estudo da perspectiva histórica da função *compliance*.

O surgimento da função *compliance* emerge posteriormente à quebra da Bolsa de Valores de Nova York em 1929, uma vez que, durante o governo liberal de Herbert Clark, os Estados Unidos, direcionava quase que massivamente sua economia, na exportação de alimentos e produtos industrializados aos países europeus, que com o fim da Primeira Guerra Mundial, consumiam de maneira expressiva os produtos importados no período do pós-guerra.

Diante deste cenário, a economia norte-americana, desenvolve-se entre os anos de 1918 e 1928, na criação de ofertas de empregos, além do grande incentivo financeiro, gerando expansão de crédito e alta na produtividade agrícola e industrial, através dos parcelamentos no ato de pagamento.

O que não se esperava na época, era que em tão pouco tempo, os países aliados do pós-guerra, viessem a se recuperar, deixando assim de consumidor significativamente os produtos

importados americanos. Fator que, desencadeou o aumento de mercadoria parada nos estoques, e a automática desvalorização nos preços dos produtos.

Na ocasião, germinou um período de recessão nos EUA, onde progressivamente as taxas de desemprego aumentavam dia após dia, na mesma medida que empréstimos não eram pagos, empresas iniciavam processo falimentar e a bolsa de valores sofria com as drásticas quedas nos preços das ações investidas.

Nesta toada, em meio a tamanha crise econômica, fora desenvolvido o sistema *New Deal*, o qual em meados de 1930, incumbiu-se na regulamentação das atividades do sistema financeiro, visando a recuperação da econômica nacional norte-americana.

Para tanto, fora através da Conferência de Haia, que houve promoção dos controles regulamentares, repercutindo assim, na criação *do Bank for International Settlements (BIS) e Securities and Exchange Commission (SEC)* objetivando auxiliar as autoridades monetárias e assegurar a regulação e proteção do mercado de títulos de valores mobiliários estadunidense.

Fora então que, em 1960, a *Securities and Exchange Act*, percebeu que para atingir uma eficácia do mercado, imprescindível seria garantir proteção aos investidores que negociam valores mobiliários.

Desta feita, fora desenvolvido um sistema de gestão preventiva de riscos, designando profissionais conhecidos como *Compliance Officer*, atuantes na função de *compliance* dentro das instituições, cuja missão se justificava através do monitoramento e gerenciamento de riscos supervenientes das operações financeiras, garantindo aderência ao cumprimento legal, através dos programas de treinamento e capacitação nas áreas negociais.

A quebra da Bolsa de Valores de NY em 1929, foi o fator determinante para o surgimento e desenvolvimento do *compliance*, uma vez que, a partir da drástica quebra econômica sofrida pelos EUA, passou-se a fortalecer a necessidade de criar ferramentas capazes de prever e inibir os riscos do sistema financeiro.

Logo, o *compliance* ocupou espaço no mercado de capitais e instituições financeiras, assegurando cumprimento da regulamentação de leis e normas, na mesma medida que, com o decorrer do desenvolvimento capitalista e consolidação do sistema econômico globalizado, o *compliance* pode aprimorar os atos negociais de instituições e investidores, preservando assim a tão valiosa imagem perante o mercado.

Nitidamente, a primordial atribuição do *compliance* se perfaz na tutela da reputação e integridade dos investidores, haja vista a previsibilidade e impacto dos riscos nas negociações, antevendo todo e qualquer descumprimento das exigências previstas em leis e normas, prevenindo riscos reputacionais e até mesmo transcrições nas operações de mercado.

Em território pátrio, com a abertura comercial na década de 90, foram criadas normas a fim de que fosse regulamentado o Sistema Financeiro Nacional, claramente que se fez exigido a adaptação ao mercado internacional, que neste momento já estava desenvolvido e demonstrava alta competitividade.

Neste tocante, observamos que a Lei n.º 9.613/1998, disciplinou sobre lavagem de dinheiro e ocultações de bens, prevenindo o uso do Sistema Financeiro Nacional, como escopo de enriquecimento indevido.

Na ocasião, fora desenvolvido também o COAF - Conselho de Controle de Atividade Financeiras, em prol de examinar e investigar suspeitas atividades ilícitas, aplicando também penas administrativas, quando comprovada existência de transgressão.

Vislumbra-se que, esta Unidade de Inteligência Financeira do Brasil, viabilizou a troca de informações internas entre Polícia Federal, Controladoria Geral da União e Ministério Público, na mesma medida que, incluiu o Brasil aos programas internacionais contra atividades financeiras ilícitas, como é o caso do: GAFI - *Financial Action Task Force* e GAFISUD Ações Financeiras da América do Sul.

Por fim, através da Resolução do Conselho Monetário Nacional n.º 2.554/1998, o Brasil passou a adotar os 13 princípios estabelecidos pelo Comitê de Supervisão da Basileia - *Basle Committee on Banking Supervision*, incorporando-se também como signatário.

Ressalta-se ainda, que a *Basle Committee on Banking Supervision* fora estabelecida no ano de 1974, cujo objetivo ao longo das décadas foram se aprimorando, na medida em que o mercado se firmava capitalista e altamente globalizado, respaldando sempre no estabelecimento de diretrizes para o fortalecimento e solidez do sistema bancário internacional.

Neste sentido, a Resolução n.º 2.554/1998, artigo 2º, buscou por regular o acompanhamento sistêmico das atividades desenvolvidas pelas instituições, na mesma medida, que estimulou a contínua avaliação de risco e seguridade informacional aos funcionários que tivessem contato com informações relevantes, aplicando nitidamente estratégias de *compliance*.

Quando declinamos a funcionalidade do *compliance*, compreendemos que para o alcance do bom funcionamento da econômica, carecemos da existência de normas e leis, más, para além disso, necessitamos do controle de conformidade e cumprimento das regulações por parte das instituições e investidores. Ora, o ciclo econômico não regula-se sozinho, logo, carecemos da intervenção do *compliance* para assegurar o cumprimento das leis.

Assim, adentramos no aumento da transparência e qualidade do mercado de capitais, uma vez que, o custo pago pelo negociador que atua no mercado em desconformidade com a regulamentação vigente dos órgãos fiscalizadores é significativo e alto, como já visto em itens

anteriores, o descumprimento desencadeia risco de imagem, cassação da licença, processo administrativo, processo criminal, responsabilização civil e incorrendo *insider trading* prisão daqueles que detinham dever de sigilo da informação privilegiada.

O *compliance* amplia a eficiência na adesão das leis por parte dos operadores de mercado, pois antecipa falta de ética negocial, repercutindo assim, no aumento da transparência nos atos negociais, garantindo equidade informacional, através do enaltecimento do princípio da igualdade.

Neste sentido, quando diante do ilícito *insider trading*, vislumbramos a assimetria de informações, a qual gerar benefício indevido a uma das partes no ato negocial e defasa perniciosamente a outra, que não detém acesso à informação privilegiada, de cunho sigiloso e relevante, vez que não fora acessível ao conhecimento de todo público.

Como sabido, o *compliance* estabelece mecanismos assertivos para tratamento das informações relevantes e sigilosas, servindo como controle preventivo para a inibição do uso de informações privilegiadas, assegurando transparência negocial de mercado, e preconizando segurança ao investidor.

Salienta-se que, a prática do uso indevido de informações privilegiadas, se perfaz na nítida manipulação do mercado de capitais. Em resposta a esta patologia negocial, encontramos no *compliance* recursos estratégicos para o devido combate, ora, quando inserido internamente na instituição de investimento, desencadeia massivamente o fortalecimento dos laços éticos, nutrindo competitividade idônea, a qual beneficia e solidifica todo o mercado de capitais.

A fim de, garantir um mercado justo e seguro para o investidor, os órgãos reguladores prevê de maneira repressiva e punitiva, normas que venham a combater práticas desleais como é o caso do ilícito *insider trading*.

Irrefutável se reconhece que, para o bom funcionamento da economia, a existência da regulamentação não se perfaz suficiente, logo, é imprescindível o respeito e cumprimento à normas e leis. Diante disto, menciona COIMBRA (2010, p. 268-270), o *compliance* em sua função de controle propicia previsibilidade, maior segurança e confiança aos operadores do mercado.

Conclui-se que, ao adentrarmos nas necessidades do sistema financeiro desde a crise de 1929 aos dias atuais, atingimos o resultado que o mercado econômico carece não apenas do perene desempenho financeiro, más, exige-se a cada dia mais, das instituições de investimento uma postura ética e de boa governança.

A implementação do *compliance* permite uma gestão de riscos eficiente (*corporate mind*), repercutindo na transparência financeiras e ética corporativa, que hoje o mercado e o meio empresarial tanto almeja, haja vista, a busca da sólida e perene postura ao negociar.

#### 4.2 A GESTÃO DE RISCO E O *COMPLIANCE* COMO FOMENTADOR DO MERCADO

A probabilidade de insucesso, em função da eventual ou incerta ocorrência do prejuízo financeiro sempre se fez presente nos atos negociados dentro do mercado de capitais. Embora o também denominado risco, o qual gera dano ao capital, seja por fatores externos ou internos, decorrente do não adimplemento do acordo findado, cambio normativo, falhas sistêmicas e até mesmo falhas humanas, existe e carece de mínima possibilidade de previsão e controle.

Neste sentido, para além do risco regulatório, vislumbramos o fidedigno cumprimento de normas e monitoramento de possíveis problemáticas internas ou externas, em prol de inibir risco de lesão à integridade e conduta ética das instituições e investidores. Para esta modalidade de risco, o chamaremos de *compliance*.

O risco de *compliance*, é de primordial importância, haja vista que, o mesmo reflete em danos reputacionais, evidenciando a postura da instituição ou investidor, diante da confiança nos atos negociados ocorridos dentro do mercado. A gestão de risco de *compliance*, atua na previsibilidade e adoção de padrões idôneos e éticos, assegurando que o operador de mercado não se exponha certos riscos desnecessários.

Desta forma, a credibilidade da instituição de investimento que participa do mercado de capitais, se firma como elemento de vantagem perante concorrentes. Ora, a reputação é um ativo intangível e quando ensejada em atos que deflagram a conduta ética, desencadeia risco à imagem, declínio de rendimento econômico, na mesma medida que gera publicidade negativa e descrédito nas futuras negociações.

Por fim, o programa *compliance*, nos permite a adoção estratégica de alternativas que venham a minimizar impactos reputacionais da instituição, através da ética, gestão de risco e governança.

Conclui-se que, fruto desta administração de risco, se poderá alçar condições de célere previsibilidade do ato negocial, decorrente da comunicação corporativa, na mesma medida que, preserva os valores da instituição e diminuindo expressivamente a exposição dos investimentos em negócios associados a determinados riscos.

De modo inegável, a transparência da gestão e a confiabilidade nos atos praticados, passam a ser características primordiais quando diante da implementação do *compliance*, uma

vez que, a gestão de risco aplicada passa a representar controle interno, garantindo segurança à instituição e investidores, na mesma medida que, privilegia o mercado de capitais.

A partir da gestão de riscos, observamos previsibilidade para com a identificação e minimização das fragilidades que a instituição de investimento estará exposta no ato negocial. Reconhecendo ainda que, o gerenciamento de riscos, pode ser entendido devorante o estabelecimento de um comitê, incumbido no acompanhamento dos processos internos da instituição de investimento, favorecendo assim, a proteção, valorização e retorno maximizado do capital investido.

Denota-se que, a vantagem competitiva legal, pode ser vista na medida em que, a instituição ou investidor, adota um gerenciamento de riscos, sendo capaz então de controlar o sistema interno, reconhecendo fragilidades existentes, permitindo que os mesmos venham a ser controlados e corrigidos, repercutindo na visão de uma governança corporativa respeitada, sólida e idônea. Como já mencionado, o mercado de capitais carece destas características, na mesma medida que, a própria instituição necessita da credibilidade.

Para tanto, observamos que a gestão de risco permeia o controle preventivo, a partir da busca pela diminuição da ocorrência danosa, na mesma medida que, apresenta controle detectivo e mitigador, através da análise da dimensão do impacto do risco. O gerenciamento de risco tutela a reputação da instituição de investimento, no instante que também conscientiza os riscos que podem afetar os negócios operados no mercado de capitais.

Nesta nuance, observamos que, tratando da tutela quanto à preservação da imagem e valores da instituição de investimento, o *compliance* se perfaz como um dos alicerces para o bom gerenciamento de risco, ora, a partir do implemento do mesmo, se faz possível o fomento de um ambiente interno idôneo e consciente dos riscos envolvidos nos negócios da instituição ou investidor.

A gestão de risco assim, oferece previsibilidade e controle à instituição e investidor, uma vez que, se faz possível uma antecipação de riscos, análise fidedigna da vulnerabilidade existentes em uma negociação, tutelando assim os valores, de maneira célere e transparente. Nas palavras de Ana Paula Caneloro, entendemos que:

Este processo de gerenciamento de risco permite à instituição a entender o risco como parte integrante dos negócios e tomar decisões estratégicas baseadas em uma visão integrada. [...] É a estrutura de gerenciamento de risco que consegue ajudar a proteger a marca e a reputação de uma instituição, que lhe são essenciais. [...] Trata-se de uma questão cultural que deve ser fomentada entre os colaboradores, salientando a importância da participação de cada um neste processo. (CANDELORO, 2014).

Entende-se que o *compliance* possibilita a prevenção, detecção e gestão apropriada das instituições de investimento, a fim de que seja criado um ambiente ético interno, e que as demais operações negociações possam atingir o externo mercado de capitais de maneira idônea, ética e transparente.

Nitidamente, a disseminação da cultura do *compliance* se perfaz efetivamente, a partir do estabelecimento de uma administração de risco, a qual através de treinamentos internos venham a capacitar os profissionais operadores de mercado, alinhando os atos negociais aos valores da instituição e princípios éticos.

Como já sabido, a função do *compliance* assegura consonância entre os atos negociais das instituições com as demais leis e normas vigentes, visando assim, a proteção efetiva aos investidores, mercado de capitais e toda sociedade.

Nesta toada, a partir do respeito à regulamentação, o *compliance* tutela a integridade dos atos negociais realizados, incentivando a transparência do mercado de capitais, além de nutrir a importante consciência quanto a credibilidade dos investidores, ora, reconhecidamente uma boa reputação atrai novos investimentos, e fomenta o mercado.

Por fim, ao analisarmos o crescimento sustentável do mercado de capitais, expõe CALADO (2009, p. 51) o irrefutável reconhecimento dos investidores incumbidos no papel de agentes de mercado, estes desempenham função primordial para o bom desenvolvimento das atividades negociais.

Por fim, quanto mais as negociações financeiras forem isonômicas, compostas de informações simétricas e de ciência publicamente difundida no todo o mercado e sociedade, maior será a confiabilidade dos investidores desencadeando impulso ao investimento seguro no mercado de capitais.

#### 4.3 O AMBIENTE REGULATÓRIO DO *COMPLIANCE*

Na medida em regulamentos e instruções propiciam instrumento de controle ao mercado de capitais, o *compliance*, como já mensurado, fortalece o comprometimento normativo, através da cooperação com os órgãos reguladores e autorreguladores do mercado. Ora, a partir da previsibilidade trazia pelo *compliance* a instituição de investimento passa a detectar riscos iminentes, reduzindo assim a prática delituosa.

Desta forma, a regulamentação do *compliance* pode ser vista, sob os aspectos de (i) regulação prudencial, as quais controlam os riscos que a instituição de investimento se expõem

e a (ii) regulação de conduta, esta exprime os procedimentos adotados nos negócios realizados no mercado, evidenciando os padrões a serem seguidos pelos agentes do mercado de capitais.

Para tanto, o ambiente regulatório do *compliance* se estrutura, através do desempenho fiscalizador, regulador e de supervisão, evidenciando o cumprimento de regras específicas de atuação no mercado, na mesma medida que, assegura o respeito e adoção das normas pelos investidores.

Imperioso se reconhece que, o mercado de capitais, a partir do ambiente regulatório, tende a analisar, dirimir, controlar e prever os impactos que poderá sofrer o sistema financeiro. Logo, podemos compreender que através da regulamentação, a proteção dada ao mecanismo financeiro, transcende a mera tutela do mercado, alcançando tutela ampla da economia nacional e sociedade brasileira.

Imprescindível, se observa que a economia nacional, desde a criação do Banco do Brasil, em 1808, aprimorou ao longo dos séculos, o Sistema Financeiro Nacional desenvolveu-se circulando bens e riquezas, através da movimentação do mercado financeiro e de capitais.

Séculos de aprimoramento, fizeram com que o Sistema Financeiro abrange-se uma relação recíproca entre, bancos, distribuidoras de títulos e valores mobiliários, corretoras de títulos e valores, superintendência de Moeda e Crédito, Conselho Monetário Nacional, Banco Central do Brasil e Comissão de Valores Mobiliários.

Ora, conforme menciona PRADO; CAVALI; RACHMAN; VIELA (2020, p. 123) fora através de um sistema financeiro interligado e recíproco, fora possível integrar todos os operadores de mercado, sejam eles pessoas jurídicas ou físicas, desenvolvendo assim um ambiente econômico nacional e internacional.

Nesta toada, em 1945, fora criado o dispositivo do artigo 3º do Decreto-Lei n.º 7.293, o qual estabeleceu a Superintendência de Moeda e Crédito - SUMOC, em prol de se exercer controle monetário e fiscalizador de bancos. Anos depois, a partir da reconhecida limitação do controle político monetário, em 1964, por intermédio da Lei n.º 4.595, fora proposto reformas no setor financeiro, diminuindo assim a inflação, além de incrementar no mercado financeiro instituições como Conselho Monetário Nacional – CMN e Banco Central do Brasil – BACEN, auxiliando no alcance de um maior controle. Para esta função observamos a também criação da Comissão de Valores Mobiliários em 1976, através da Lei n.º 6.385.

Por fim, para alcance da solidez o Sistema Financeiro passou a desenvolver contato através das instituições que o compõem, assegurando controle interno, em prol de se minimizar riscos ou alteração econômica financeira.

Neste sentido, observamos que o Banco Central do Brasil, passou a adquirir poder intervencionista, ora, quando detectado deficiência nas operações ou riscos, o mesmo passou a aplicar medidas preventivas, como por exemplo, a limitação ou suspensão de aumento da remuneração dos administradores ou adoção de controle e procedimentos adicionais que vissem reduzir riscos de exposição da instituição econômica.

No mais, o gerenciamento de riscos do Sistema Financeiro, tem como um de seus alicerces o *compliance*, vez que, o desenvolvimento econômico nacional, carece de uma perene gestão incumbida à minimizar impactos de riscos e assegurar conformidade à regulamentação.

O *compliance*, entendido como cumprimento de normas e regulamentos, do sistema financeiro, pode ser visto a partir do comprometimento de todas as instituições e órgãos que compõem o mercado financeiro e de capitais, as quais se incumbem na apresentação de metas de execução, sejam estas qualitativa ou quantitativa, em prol de se alcançar um desempenho transparente e ético para com todos os participantes do mercado.

Como já mencionado, em 1976, o ambiente regulatório do Sistema Financeiro, fora contemplado com a atuação de órgão autorregulador, conhecido como CVM – Comissão de Valores Mobiliários, este passou a normatizar e fiscalizar membros do mercado de capitais, assim como os agentes que negociam valores mobiliários.

Imprescindivelmente, a autorregulação da CVM combina interesses público e privado, ora, a mesma detém os mesmos anseios e objetivos das instituições reguladoras, visando a consolidação de um mercado justo e íntegro, assegurando proteção aos investidores, através da redução de riscos, informação simétrica, conduta ética e transparência no mercado de capitais.

Por fim, reconhecidamente o ambiente regulatório do mercado de capitais, nos permite vislumbrar que as autoridades reguladoras e autorreguladoras, criam e estabelecem fidedigno cumprimento da regulamentação de conduta ética e idônea.

Conclui-se que, objetivando alcançar o plausível desempenho do sistema financeiro, este detém dependência dos resultados do fortalecendo dos processos econômicos de seus operadores.

Para tanto, é através do monitoramento do *compliance* e qualificação dos profissionais conscientes da regulamentação, gera-se a garantia da sustentabilidade ao mercado, a medida que, os agentes e investidores comprometem-se na adoção de padrões de qualidade, ética e transparência, no ato negocial.

#### 4.4 *INSIDER TRADING*: A PATOLOGIA DO MERCADO DE CAPITAIS

Ao passo que, mensuramos uma das principais patologias do mercado de capitais, nos debruçamos a tão importante tarefa da transparência e simetria informacional. Nesta toada, a análise acerca da informação, nos permite o reconhecimento da patologia do mercado frente à imperfeição de uma informação assimétrica, a qual propaga incertezas e especulações, ao passo que inviabiliza ofertas e acordos em negociações, além do mais importante inicia o descrédito.

Vislumbra-se que, a transparência se perfaz como intermediador, entre os investidores e o mercado, vez que através da demonstração da simétrica ciência informacional e negociações à claras, a confiabilidade e solidez nos atos negociais, trarão robusta sensação de segurança para com todos aqueles que participam do mercado.

Diversamente, quando diante da escassez simétrica da informação, encontramos investidores desacreditados, potencializando assim, a queda dos valores mobiliários decorrente da diminuição das ações negociadas no mercado.

Neste sentido, ao estarmos devorantes a seleção adversa de mercado, ora, a partir do não recebimento do preço justo, as companhias se atém aos investidores que não se preocupam com a manutenção e equilíbrio da negociação a médio e longo prazo, capitalizando em níveis mais baixos, não garantindo sustentação ao próprio mercado de capitais.

Para uma melhor fixação desta patologia, passamos a compreender que, as companhias visam os recursos do mercado de capitais, para que estas possam atrair investidores interessados em negociar. Logo, a informação simétrica e de conhecimento público permite equilíbrio entre os investidores, onde a partir da existência da confiança, maior será o fluxo de negociações, e consequente alta do mercado de capitais.

Conforme já apresentado nesta exposição, observamos que a gestão de risco, visa a alta administração das instituições de investimento, vez que, implementando o *compliance* cria-se condições para um mercado saudável e ético, de maneira que, as informações trocadas em ambiente interno ou externo, não venham a ser vazadas e utilizadas em benefício próprio ou de outrem durante uma negociação.

Diante disto, irrefutável se reconhece a existência de duas categorias de informação, sejam elas; (i) informações públicas, as quais já foram difundida livremente e a ciência do conduto desta é divulgada para todo o mercado e sociedade, não restringindo-se a nenhuma cláusula, uma vez que as mesmas são pública, e as (ii) informações privadas, aquelas onde não houve divulgação pública, e o conhecimento da mesma restringe-se as partes interessadas por elas, seja um cliente, operador de mercado, colaboradores, administradores, entre outros. Neste

sentido, observamos a presença da confidencialidade, vez que a informação sigilosa restringe-se ao acesso das partes que devem conhecê-las.

As informações privadas, ainda podem ser vistas a partir da ótica do privilégio, ora, ocorre que nem toda informação privada detém relevância e poder de influência sobre o mercado de capitais, entretanto, como já sabemos, há certas informações privadas que são privilegiadas, justamente por serem detentoras de relevância e sigilo. Informações privilegiadas quando utilizadas indevidamente, em prol de se gerar benefício próprio ou de terceiro configura o internacionalmente conhecido, *insider trading*.

Ao adentrarmos nos efeitos do *insider trading*, vislumbramos a dimensão desta patologia dentro do mercado de capitais, ora, seu pior efeito colateral é a perda algumas vezes irreversível da confiança dos agentes e informações que circulam o mercado.

Nesta toada, observa-se que o repúdio ao ilícito, transcende a regulamentação da CVM, vez que permeia o sentimento de todos os operadores do mercado, ora, a vantagem indevida obtida pelo *insider* é o pleno e certo prejuízo de uma gama de negociadores, além do desequilíbrio do sistema financeiro, mercado de capitais e toda sociedade.

Concludentemente, a informação simétrica carece da publicidade, conhecimento tempestivo à todo agente de mercado e sociedade, para que assim possa conferir transparência e eficiência nos atos negociais. Logo, inexistindo simetria os investidores não serão capazes de negociar conscientemente, ocorrendo o *insider trading*, vez que há existência de benefício indevido daquele que usa da informação privilegiada, relevante e não difundida publicamente.

Por fim, a não observância do dever de diligência e devido cumprimento das normas e leis, por parte dos profissionais atuantes do mercado, alimenta esta patologia, ora, as normas que combatem o *insider trading*, apenas detém força, quando aplicadas perenemente por todos aqueles que operam o mercado, somente desta forma a manipulação do mercado de capitais terá observância para com a ética, idoneidade e transparência negocial.

À vista disto, não basta a existência de regras eficientes para erradicar a patologia *insider trading*, é necessário o cumprimento e difusão de uma cultura *anti-insider*, e como já apresentado nesta obra, o *compliance* cumpre com esta função, a medida que assegura o conhecimento das regras e instruções normativas por parte dos profissionais, para que os atos negociais venham a ter conformidade com a regulamentação vigente.

#### 4.4.1 OBJETIVOS DA FUNÇÃO *COMPLIANCE* NO COMBATE AO *INSIDER TRADING*

O mercado de capitais sedimenta caminhos para o alcance do desenvolvimento e sofisticação do sistema financeiro, desde que fora criado. Para tanto, a proteção ao investidor, é um dos pilares do mecanismo econômico, uma vez que, o elemento confiança, sempre se fez presente para que as relações negociações ocorressem, circulando assim bens e riquezas.

Concludentemente, ao analisarmos o crescimento e aprimoramento do mercado de capitais, chegamos a conclusão de que este se mantém nas mãos dos investidores, haja vista que, é através das operações e negócios realizados que se alcança desenvolvimento do mercado. Nitidamente órgãos reguladores e autorreguladores criam normativas e diretrizes, a fim de, regulamentar e equilibrar uma negociação ética e idônea, más é através dos agentes de mercado, que se possibilita a expansão do mercado financeiro e de capitais.

Portanto, quanto maior for a proteção aos investidores, seja através da isonomia informacional, uso da ética, idoneidade e transparência do mercado de capitais, maior será a confiança no negócio realizado, aumentando assim o valor mobiliário que os investidores estão dispostos a investir.

Sobre a temática, vislumbramos que, o mercado de capitais comporta a distribuição dos valores mobiliários, cujo objetivo se encontra na capitalização da riqueza, através de um processo intermediado entre investidor e companhias, consolidando assim o negócio. Conforme expõem PRADO; CAVALI; RACHMAN; VIELA (2020, p. 99-101) o mercado é o canal de cambio de capital, munido do intuito da função social e econômico nacional.

Entende-se assim que, o bom desempenho econômico coincide com a perpetuação da participação dos investidores no mercado de capitais. Para além disso, observa-se que os próprios agentes de mercado tendem a monitorar os negócios realizados, firmando as relações de compra e venda de valores mobiliários, de maneira responsável e transparente, declarando assim o compromisso com o desenvolvimento sustentável, na medida que, reproduz no mercado incentivo aos novos investimentos, aumento da produção e renda social.

Nesse sistema financeiro, como as operações são diretamente efetuadas pelos agentes de mercado, a carência de simetria informacional é ainda maior, ora, os investidores devem deter conhecimento de todas as informações relacionadas às companhias, a fim de, inibir o benefício indevido, em detrimento do desconhecimento da informação privilegiada por alguma parte envolvida.

De modo geral, identificamos na atualidade que, as práticas do *corporate mind*, a cada dia ganha mais força, ora, a partir do implemento do *compliance*, a teoria da mente corporativa

passa a propiciar a disseminação do cumprimento regular de normas e instruções, legitimando e gerando eficiência a regulamentação imposta no mercado de capitais, na mesma medida, que protege investidores e desenvolve o mercado.

Nesta toada, a medida que o desenvolvimento do mercado mantém dependência da proteção aos investidores, consolida-se a necessidade de se existir profissionais de mercado capacitados, que venham a assegurar efetiva proteção aos operadores dos valores mobiliários e da sociedade em geral. Por este ângulo, vislumbramos que o *compliance* atua na proteção e integridade dos atos negociais realizados dentro do mercado propiciando assim um ambiente de legitimidade e compromisso com à regulamentação vigente.

Para além disto, pontua-se o incentivo a transparência dos negócios realizados, ora, através da gestão de risco e da governança corporativa, a cultura do *compliance*, tende a cada vez mais, permear o interno e externo de toda instituição de investimento, repercutindo na conscientização das reais informações de mercado, assegurando proteção aos agentes, na mesma medida, que incentiva os investidores a manterem uma boa reputação e imagem ética.

Indubitavelmente ao atingirmos uma administração transparente alcançaremos a tão valiosa credibilidade de mercado, e como já exposto nesta obra, para um fidedigno afastamento do descrédito por parte dos participantes das negociações, se faz imperioso o cuidado e combate à assimétrica informação.

Ademais, como os atos negociais devem ser pautados formalmente, as normas e instruções que regulam o mercado, devem transcender a mera existência e serem aplicadas no cotidiano em cada operação financeira.

Neste sentido, o *compliance* assegura não apenas a observância da normativa dos órgãos reguladores e autorreguladores, más permite, que cada investidor ou instituição, elabore internamente sua regulamentação, conforme os valores definidos por este agente de mercado.

Como já sabido, quando diante do ilícito *insider trading* e seu preponderante efeito negativo ao provocar a escassez de confiança entre os operadores do mercado de capitais, vislumbramos que, o imprescindível tratamento e proteção ao sigilo informacional interno de cada investidor e instituição, pode ser um caminho para inexistência do uso indevido da informação privilegiada.

Ora, reconhecidamente o uso indevido da informação privilegiada, está diretamente ligado a ciência não autorizada daquele que negocia valores mobiliários utilizando-se de informação relevante e sigilosa.

Salienta-se neste quesito que, incorrendo ato de *insider trading*, teremos a devida tutela por meio da proteção tripartite, seja através do: poder sancionador CVM, responsabilização

civil e conduta criminalmente combatida como ilícito penal. Muito embora, veementemente se nos debruçarmos a refletir acerca dos caminhos para a não ciência da informação privilegiada por parte do *insider*, encontraremos no *compliance*, possíveis condições para que o *insider trading* não venha a existir.

À priori, o *compliance* permite observância cautelosa das regras do mercado de capitais, contribuindo para que a instituição de investimento venha a se valer do conhecimento das regulamentações, mitigando riscos quanto operações financeiras que ainda estão em fase de negociação, viabilizando assim, o interesse na proteção da imagem da instituição frente ao mercado de capitais.

Para muito além disto, os profissionais de *compliance* permitem a garantia de tutela das informações relevantes, criando condições para que a mesma não venham a ser divulgadas, e quando for o caso de torná-las pública, a governança corporativa do *compliance* se assegurará de que esta informação relevante venha a deter ciência de todo mercado de capitais e sociedade, repercutindo assim na devida divulgação da informação, sem prejuízo dos demais participantes do mercado.

Oportuno se faz evidenciar que, o *compliance* comporta a relação de intermédio para o conhecimento da regulamentação existente sobre o combate ao *insider trading*, a própria normativa interna da instituição de investimento munida de seus valores e Código de Ética, viabilizam a elaboração de políticas e diretrizes internas que se espera dos dirigentes e demais profissionais que operam o mercado de capitais.

Dito isto, o *compliance* possibilita proteção à informação relevante e sigilosa, através de uma regulamentação que venha a inibir vazamento indevido ou conhecimento não amplamente difundido ao público da informação, além de direcionar os dirigente e profissionais de mercado, a uma postura ética, transparente e de harmonia informacional para com os demais participantes do mercado, evitando assim a prática do *insider trading*.

#### 4.4.2 COMPLIANCE: O REMÉDIO DO MERCADO DE CAPITAIS

A conhecida patologia do *insider trading* detém como primordial causa a existência da informação assimétrica, a qual promove aos agentes de mercado tamanha instabilidade a ponto de se perder toda a confiança no mercado de capitais.

No mais, o desequilíbrio informacional desencadeia especulações negativas, na mesma medida que, e alimenta possível futuro *insider* disposto a negociar valores mobiliários munidos de informação privilegiada.

Como já exposto na presente obra, em decorrência da autonomia negocial do sistema do mercado de capitais, se fez possível a compra e venda valores mobiliários em uma relação direta entre companhia e investidor. Neste sentido, a ocorrência de dissonância na tutela das informações transmitidas pelos operadores do mercado, poderá repercutir em condições de assimetria informacional.

Neste seguimento, observamos que o *compliance* proporciona o estabelecimento de um sistema que além da aplicação eficiente da regulamentação que combate o *insider trading*, promove a inclusão de um programa incumbido no auxílio de profissionais de mercado, como dirigentes, sócios, investidores, entre outros, a tratem as informações relevantes que tiverem ciência de maneira consciente e responsável, manuseando-as sem que se venha a ser exposto a um uso indevido por um *insider*.

O *compliance* assim, conforme menciona BLOK (2020, p. 230-223), nos permite implementar um sistema de controle interno seja para o investidor ou instituição de investimento, buscando-se regulamentar diretrizes que resguardem a informação privilegiada, que porventura, profissionais de mercado venham a ter acesso, seja pelo cargo, função ou até mesmo aos que se tenha acesso durante uma negociação não finalizada.

Ao projetarmos um mercado de capitais saudável, ético, transparente e idôneo, vislumbramos que a relação de credibilidade entre os operadores de mercado, deve se ater a especial atenção no resguardo simétrico das informações que transitam o mercado, para que não venha a ocorrer especulações negativas que beneficiem indevidamente dos operadores de mercado.

Para tanto, observamos que a proteção informacional, poderá ser incumbida aos profissionais de *compliance*, que devem auxiliar na antecipação do risco do uso indiscriminado da informação relevante e sigilosa, implantando controles, em prol de, regular as atividades das instituições, na mesma medida, que devem monitorar a idoneidade e transparência deste sistema de controle. Imperiosamente, o controle no exercício das atividades das instituições, permitirá o resguardo da integridade das atividades da instituição, negociações e operações de mercado.

Nesta toada, ao mencionarmos possíveis sistemas de controle de *compliance* a serem implementados pelas instituições, vislumbramos: (i) o estabelecimento de senhas para restrição de acesso aos profissionais, supervisionando data, hora, localização, conteúdo acessado ou justificativa para a autorização do acesso, (ii) implemento de uma política *need to know* possibilitando limites ao acesso informacional em decorrência da função que cada profissional executa, visando assim, a ciência da informação quando esta se faz imprescindível para o bom desempenho das atividades prestadas, (iii) monitoramento de comunicação interna, ora

proteção ao site, sistema interno, telefone, e-mail, chat ou demais aplicativo ou sistema que se venha a usufruir os profissionais da instituição, (iv) apresentação de termos de confiabilidade e sigilo antes de acessar as informações, (vi) implantar sistema de criptografia de ponta a ponta em toda e qualquer comunicação eletrônica dos profissionais da instituição, (vii) capacitar os profissionais de mercado, através de treinamentos e jornadas visando conscientizá-los do ilícito insider trading, entre outros.

Visivelmente, o *compliance* permite maior controle e monitoramento das atividades executadas pelos profissionais da instituição. Ora, estes através da capacitação e treinamentos passam a conhecer normas e instruções de combate ao ilícito *insider trading*, na mesma medida que, gera o reconhecimento da regulamentação interna da instituição, capacitando profissionais que detenham efetiva consciência da normativa ética vigente. No mesmo tom, os treinamentos permitem reconhecimento do valor que a instituição pretende demonstrar nos atos negociais realizados no mercado de capitais.

Por fim, o *compliance* sedimenta condições para o implemento da cultura saudável, transparente, idônea, ética e isonômica informacional, que tanto o mercado de capitais carece para seu manterimento e bom desenvolvimento.

Ora, através do implemento do controle e monitoramento das atividades das instituições, advindos da função *compliance*, ocorre-se uma blindagem nas futuras negociações, protegendo as informações relevantes, e nutrindo um mercado transparente e idôneo.

Em suma o sistema de controle advindo do *compliance* enaltece a Alta Administração e representa uma efetiva gestão de risco, haja vista que, através do controle e monitoramento, todo e qualquer vazamento indevido de informação será detectado, auxiliando de maneira efetiva na proteção ao *insider trading*, uma vez que, se a informação privilegiada não alcançar a ciência do *insider*, o mesmo não estará munido de vantagem indevida no ato negocial, inexistindo assim conduta criminosa.

Destaque-se que a própria CVM por meio da Instrução nº 358/2002, estabeleceu a observância quanto o teor “relevante” que uma informação poderia deter. Imperioso assim, vislumbrar que esta informação é munida da capacidade ponderável da influência da cotação dos valores mobiliários no ato negocial, interferindo na decisão dos investidores.

Muito embora, como apresentado o *compliance* tutela toda informação que transita na instituição, onde nitidamente a informação relevante e sigilosa também transita, servindo como sistema de detecção de irregularidades e vazamento de informações.

Ademais, as diretrizes éticas e transparentes do *compliance* vedam à manipulação do mercado de capitais, inibindo que informações venham a ser utilizadas em benefício próprio ou de terceiro no ato de negociação de valores mobiliários.

## 5 CONCLUSÃO

A prática internacionalmente reprimida, a qual descredibiliza o mercado de capitais, oferece prejuízo ao investidor que negocia valores mobiliários em boa-fé, promove significativa desconfiança aos demais agentes de mercado, impede o desenvolvimento da economia nacional e transgreda a idoneidade e transparência do mercado, se perfaz através do uso indevido da informação privilegiada.

Neste sentido, o *insider trading* ameaça a confiabilidade do mercado de capitais, haja vista que, fruto da negociação com subsídios de informação privilegiada, ocorre o prejuízo imediato ao investidor, que desconhecia a informação relevante e sigilosa, na mesma medida que, promove o desinteresse dos demais agentes de mercado a negociarem valores mobiliários, produzindo assim, queda da capitalização nacional, além dano econômico à toda sociedade.

Concludentemente, observamos que a informação privilegiada é composta do material relevante, o qual detém capacidade de influenciar significativamente na cotação dos valores mobiliários, podendo até mesmo, conduzir determinado investidor a desistir da negociação. Para além disso, a informação privilegiada também é sigilosa, a qual declaradamente não fora divulgada publicamente, tampouco, difundida aos demais participantes do mercado.

A patologia *insider trading* detém potencial danoso, na medida que, a vantagem indevida obtida pelo agente de mercado, vem a produzir efeitos negativo ao seio social, seja para com os demais participantes do mercado, sociedade no geral e a confiabilidade que se espera do mercado de capitais.

Conforme exposto nesta obra, a prática do uso indevido da informação privilegiada danifica diretamente o desenvolvimento do mercado de capitais, atingindo expressivamente a transparência, idoneidade e equidade informacional dos demais investidores.

Para além disso, observamos que, o sentimento de confiança solidifica as relações financeiras do mercado, por esta razão que órgãos reguladores e autorreguladores passaram a fiscalizar e punir o ilícito *insider trading*, em prol de, assegurar devida tutelar aos agentes de investimento, resultando em automática proteção do próprio mercado de capitais.

Neste sentido, vislumbramos à repressão ao *insider trading*, a partir da regulamentação preventiva e repressiva. Imperiosamente, a conscientização de todos os agentes de mercado, em especial aos possíveis *insider primários*, os quais em decorrência de seu cargo ou função detém maior contato com informações relevantes e sigilosas, merece devida atenção e monitoramento por parte da CVM, autarquia que incumbe-se da fiscalização das atividades econômicas.

Salienta-se, ainda que, incentivar políticas internas e externas dos participantes do mercado, fortalece o combate ao *insider trading*, tal-qualmente, permite o alcance da segurança por parte dos investidores, estimulando novos investimentos, na mesma medida que, promove lucratividade através do estabelecimento do mercado sustentável.

Por fim, reconhecidamente a função *compliance* transcende a prevenção eficaz de riscos, que podem acometer a instituição no ato negocial, a Gestão Corporativa perenemente possibilita aos profissionais de mercado, o devido acesso à ética, idoneidade, transparência e equidade informacional, que se finda por esperado nas relações a serem devolvidas no mercado.

Conclui-se que, a função *compliance* permite a afluência da instituição aos moldes da Governança Corporativa, vez que, compromete-se ao cumprimento da regulamentação nacional e do estabelecimento da normativa interna, privilegiando os valores da instituição, do mesmo modo, que autoriza o monitoramento das atividades executadas dentro do mercado de capitais, assegurando proteção à imagem, idoneidade e transparência da instituição de investimento.

Perante o exposto, observamos que a regulamentação vigente incumbida na repressão da patologia *insider trading*, passa a adquirir dinamismo, a partir do implemento da Governança Corporativa e *compliance* nas instituições, haja vista que, a proteção da informação transitada interna e externamente, inibi consideravelmente o vazamento indevido da informação relevante e sigilosa, produzindo assim, condições para um sustentável desenvolvimento do mercado.

Nesta toada, evidencia-se que a partir da promoção da transparência, idoneidade, ética e tutela informacional simétrica, o mercado de capitais passa a adquirir devida confiabilidade, repercutindo, na perene atração das companhias e investidores ambicionados na capitalização de seus títulos e valores mobiliários.

Irrefutavelmente, a função *compliance* não deverá ser compreendida isoladamente, resplandecendo apenas sob o interesse da instituição ou do mercado de capitais, mas sim, apesar de sua independência, o *compliance* deve alinhar-se aos objetivos estratégicos da instituição de investimento, no mesmo modo que, assegure perene cumprimento da regulamentação vigente e tutele os princípios da idoneidade, transparência, equidade e ética que alicerçam o mercado.

Nesta presente obra, se findou o intento por expor a função *compliance* para além do mero *to comply*, e seu decorrente cumprimento de normas e instruções. Mas sim, se pretendeu por debruçar, uma análise acerca dos benefícios que a conscientização do *compliance* oferece aos profissionais de mercado, repercutindo no expoente auxílio à repressão ao *insider trading*.

Assim, à repressão da manipulação do mercado de capitais, sob a ótica da patologia *insider trading*, nos propicia através de seu significativo potencial danoso, a elaborar essencial enfrentamento ao uso indevido da informação privilegiada. Para tanto vislumbramos a relevante

postura da CVM, e demais mecanismos legais que propiciaram regulamentação adequada ao *insider trading*, onde através do sistema tríplice fora possível fiscalizar e punir o *insider*.

Por fim, a implementação da cultura do *compliance* nas instituições de investimento, desencadeia alcance do ambiente estratégico e idôneo, pautado nos valores da instituição e do mercado de capitais.

Concludentemente, o *compliance* auxilia na repressão do *insider trading*, uma vez que, existindo monitoramento dos atos negociados pela instituição e viabilizando a devida proteção à informação relevante e sigilosa, inibe-se o acesso inequívoco de *insiders*, impulsionando a consolidação da transparência e idoneidade, através do manterimento perene da instituição nos atos negociais, protegendo os demais participantes de mercado e concedendo confiabilidade ao mercado de capitais.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- APELAÇÃO CRIMINAL. *Tribunal Regional Federal da 3ª Região*. AC: 0002511-03.2018.4.03.6151, julgado em 03 de jun. 2019. São Paulo. Disponível em: <https://trf-3.jusbrasil.com.br/jurisprudencia/937741590/apelacao-criminal-apcrim-25110320184036181-sp/inteiro-teor-937741599>. Acesso em: 15 de mar. 2021.
- BITENCOURT, Cezar Roberto; e BREDA, Juliano. *Crimes contra o sistema Financeiro Nacional & contra o Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2014.
- BLOK, Marcella. *Compliance e Governança Corporativa*. ed. 3. São Paulo: Freitas Bastos, 2020.
- BRASIL. Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965. *Disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento*. Brasília, 2005. Disponível em [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L4728.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L4728.htm). Acesso em 14 de abril de 2021.
- CALADO, Luiz Roberto. *Regulação e autorregulação do mercado financeiro: conceito, evolução e tendências num contexto de crise*. São Paulo: Saint Paul, 2009.
- CANDELORO, Ana Paula P. *Governança Corporativa em foco: inovações e tendências para a sustentabilidade das organizações*. ed. 1. São Paulo: Saint Paul, 2014.
- CANDELORO, Ana Paula P. *Revista de Governança Corporativa, Compliance e Negócios Sustentáveis*. São Paulo: Portal de Revistas Jurídicas, 2019.
- CARVALHO, Ney. *A saga do Mercado de Capitais no Brasil*. ed. 1. São Paulo: Saint Paul, 2014.
- CAVALI, Marcelo Costenaro. *Manipulação do Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2018.
- COIMBRA, Marcelo A.; MANZI, Vanessa A. (Orgs.). *Manual de Compliance: preservando a boa governança e integridade das organizações*. São Paulo: Atlas, 2010.
- CORSETTI, Michelangelo. *Insider Trading informação privilegiada o uso indevido no mercado de capitais*. São Paulo: Juruá. 2013.
- CVM – *Comissão de Valores Mobiliários. Base de dados*. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em: 11 jan. 2021.
- EIZIRIK, Nelson; B. GAAL, Ariadna; PARENTE, Flavia; DE FREITAS FENRIQUES, Marcus. *Mercado de capitais: regime jurídico*. 3.ed. revista e ampliada. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.
- LUCENA, José Waldecy. *Das Sociedades Anônimas – comentários à lei (arts. 1º a 120)*. Vol. I. ed. 1. Rio de Janeiro: Renovar, 2012.
- MIKALOVSKI, Algacir. *Crimes contra o mercado de capitais bem jurídico, tipos e investigação*. ed. 1. São Paulo: Juruá, 2014.

MURPHY, John J. *Análise Técnica do mercado financeiro*. ed. 1. São Paulo: Alta Books, 2020

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

Para saber mais sobre a atuação do Brasil em foros regulatórios internacionais, cf. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Relatório Anual 2011. Disponível em: . Acesso em: 10 jun. 2021.

PRADO, Viviane Muller; CAVALI, Marcelo Costenaro; RACHMAN, Nora; VIELA, Renato. *Insider Trading*. ed. 2. São Paulo: Arraes, 2020.

SMANIO, Gianpaolo Poggio; DE SOUSA LIMA, Fernando Rister. *Proteção de Dados, compliance e insider trading*. ed. 1. São Paulo: Almedina, 2021.

TORQUATO AVOLIO, Luiz Francisco. *A criminalização do insider trading no Brasil e seu contributo para o direito penal econômico*. v. 95, n. 850. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2006.

WELLISCH, Julya Sotto Mayor. *Novo Código Penal e o Mercado de Capitais*. Relações com diversidades, 2012. Disponível em: <https://www.revistari.com.br/166/610>. Acesso em: 5 jan. 2021.



## TERMO DE AUTENTICIDADE DO TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO

Eu, AUREA CRISTINA CASTRO

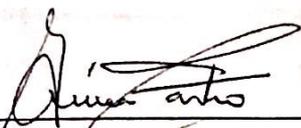
Aluno(a), regularmente matriculado(a), no Curso de Direito, na disciplina do TCC da 10ª etapa, matrícula nº , Período , Turma , TIA: 3363066-8, MATUTINO, 10º B

tendo realizado o TCC com o título: INSIDER TRADING: O USO DO COMPLIANCE COMO FERRAMENTA DE REPRESSÃO À MANIPULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAL sob a orientação do(a) professor(a): PEDRO ALVES LAVACCHINI RAMUNNO

declaro para os devidos fins que tenho pleno conhecimento das regras metodológicas para confecção do Trabalho de Conclusão de Curso (TCC), informando que o realizei sem plágio de obras literárias ou a utilização de qualquer meio irregular.

Declaro ainda que, estou ciente que caso sejam detectadas irregularidades referentes às citações das fontes e/ou desrespeito às normas técnicas próprias relativas aos direitos autorais de obras utilizadas na confecção do trabalho, serão aplicáveis as sanções legais de natureza civil, penal e administrativa, além da reprovação automática, impedindo a conclusão do curso.

São Paulo, 23 de c5de 2024

  
Assinatura do discente