

UNIVERSIDADE PRESBITERIANA MACKENZIE

GIOVANNA NUNES SALOMÃO FURTADO

O MERCADO DE CAPITAIS E A PRÁTICA DE *INSIDER TRADING*, OS MECANISMOS
FALHOS QUE O ESTADO ADOTA PARA SUA REGULAÇÃO

São Paulo

2023

GIOVANNA NUNES SALOMÃO FURTADO

Trabalho de Conclusão de Curso
apresentado como requisito para obtenção
do título de Bacharel no Curso de Direito da
Universidade Presbiteriana Mackenzie.

Orientador: Adalberto José Queiroz Telles de Camargo Aranha Filho

São Paulo

2023

GIOVANNA NUNES SALOMÃO FURTADO

O MERCADO DE CAPITAIS E A PRÁTICA DE *INSIDER TRADING*, OS MECANISMOS
FALHOS QUE O ESTADO ADOTA PARA SUA REGULAÇÃO

Trabalho de Conclusão de Curso
apresentado como requisito para obtenção
do título de Bacharel no Curso de Direito da
Universidade Presbiteriana Mackenzie.

Aprovada em:

BANCA EXAMINADORA

Examinador(a):

Examinador(a):

Examinador(a):

AGRADECIMENTOS

Acredito que essa é, sem sombra de dúvidas, a seção mais importante e emocionante deste artigo, ela é uma tentativa de demonstrar ao menos um pouquinho da minha gratidão a todos que fizeram parte de um dos ciclos mais importantes da minha vida: minha graduação.

Primeiramente, gostaria de agradecer à minha família, aos meus pais Flávio e Cristiane, e aos meus irmãos Igor e Victor, que nunca mediram esforços para me apoiar e me amparar em todos os desafios e conquistas que tive no decorrer da minha vida, especialmente durante minha graduação.

Não obstante, gostaria de agradecer ao meu namorado, Santiago, que desde o início da minha graduação me ensinou que o mundo é feito de infinitas possibilidades e que basta somente a gente querer e se dedicar para que nossos sonhos se realizem. Afinal, sonhar grande ou pequeno requer o mesmo trabalho.

Além disso, gostaria de agradecer aos meus chefes, especialmente ao Marcelo Tourinho, Ricardo Prado, Bruno Massis e Mariana Pollini, pelos infinitos aprendizados diários, acolhimento e suporte na confecção deste trabalho. Agora, após quase três anos, já não tenho mais dúvidas de que o Lefosse Advogados, é de fato uma escola da vida.

Por fim, mas não menos importante, gostaria de agradecer minhas amigas que são como uma segunda família para mim, especialmente às minhas melhores amigas Victoria e Leticia, que compartilharam essa jornada tão especial comigo e que foram apoio sempre que precisei.

A todos, meu mais sincero e carinhoso obrigada!

O MERCADO DE CAPITAIS E A PRÁTICA DE *INSIDER TRADING*, OS MECANISMOS FALHOS QUE O ESTADO ADOTA PARA SUA REGULAÇÃO

Giovanna N. S. Furtado

RESUMO: O objetivo deste artigo é abordar a prática do *insider trading*, que envolve a negociação de valores mobiliários no mercado de capitais com base em informações privilegiadas, com o intuito de obter lucro e evitar perdas. Essa prática é considerada prejudicial para a transparência e eficiência do mercado de capitais, uma vez que confere vantagens injustas a um grupo de investidores em detrimento de outros. O foco principal deste trabalho é analisar se a proibição do *insider trading* é a melhor opção para a eficiência do mercado, considerando como essa proibição afeta o funcionamento do mercado.

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

O MERCADO DE CAPITAIS E A PRÁTICA DE *INSIDER TRADING*, OS MECANISMOS FALHOS QUE O ESTADO ADOTA PARA SUA REGULAÇÃO

Giovanna N. S. Furtado

ABSTRACT: This article aims to address insider trading, which involves trading securities in the capital market based on privileged information to obtain profit and avoid losses. This practice is considered detrimental to the transparency and efficiency of the capital market, as it confers unfair advantages to a group of investors at the expense of others. The focus of this work is to analyze whether the prohibition of insider trading is the best option for market efficiency, considering how this prohibition affects the functioning of the market.

Keywords: Capital markets. Insider trading. “Comissão de Valores Mobiliários”. Insider information.

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	4
2. CONCEITUAÇÃO DE INSIDER TRADING E O CONTEXTO HISTÓRICO	6
2.1 O QUE É <i>INSIDER TRADING</i> ?.....	6
2.2 A FIGURA DO <i>INSIDER</i>	7
2.3. COMO SURTIU A PRÁTICA DE <i>INSIDER TRADING</i> ?	9
2.4. O DESENVOLVIMENTO DO INSIDER TRADING NO BRASIL	10
3. OS MARCOS DOS CASOS DE INSIDER TRADING NO BRASIL	14
3.1. O CASO SADIA – PERDIGÃO	14
3.2. O CASO CREDIT SUISSE	16
3.3. OS REFLEXOS DOS CASOS NARRADOS	17
4. A EFETIVIDADE NA REGULAMENTAÇÃO DO INSIDER TRADING PARA O MERCADO DE CAPITAIS	19
4.1. AS TESES CONTRA A PRÁTICA DO <i>INSIDER TRADING</i>	19
4.1.1. <i>The misappropriation theory</i>	19
4.1.2. <i>The unfair advantage theory</i>	20
4.1.3. <i>The Market Stability Theory</i>	21
4.2. AS TESES CONTRA A PROIBIÇÃO DO <i>INSIDER TRADING</i>	21
4.2.1. As vantagens que o <i>insider trading</i> traz aos mercados	22
4.2.2. As imprecisões na <i>misappropriation theory</i>	23
4.2.2. As imprecisões na <i>unfair advantage theory</i>	24
4.2.3. As imprecisões na <i>Market Stability Theory</i>	25
4.3. A IMPROFICIÊNCIA CAUSADA PELA PROIBIÇÃO DO <i>INSIDER TRADING</i>	26
5. CONCLUSÃO	27
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	29

1. INTRODUÇÃO

O quanto o mercado financeiro e de capitais vem se expandindo no Brasil no decorrer dos últimos anos é um fato notório, até mesmo para o olhar daqueles que não estão inseridos na prática fica cada vez mais evidente o quanto as empresas e grandes corporações passaram a se expandir mais e mais recorrendo à captação de recursos por meio deste setor da economia e como aqueles que decidiram investir nestes ativos também se beneficiaram financeiramente.

Verificando esta evolução sob a ótica empírica, destacamos do relatório elaborado pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA¹) que o mercado de capitais, no decorrer dos últimos 25 anos no Brasil, aumentou 25 vezes. Em 1997, o setor movimentou R\$ 19,3 bilhões de reais, enquanto no exercício findo de 2022 os dados somaram R\$ 365,2 bilhões de reais em movimentações.

Ao observarmos essa evolução e grande expansão verificamos que com ela algumas problemáticas surgiram, como a prática de *insider trading*. Este é um fenômeno que trouxe e traz muitas consequências aos mercados de todo mundo e se compreende como a utilização de informações consideradas relevantes e/ou sensíveis, que ainda não são públicas ao mercado, para que um indivíduo por meio de negociação de valores mobiliários obtenha vantagem financeira indevida para si, ou para um terceiro.

Quando se fala acerca de *insider trading*, é necessário observar que sua definição se refere às transações que visam obter vantagem indevida. Essas são realizadas por uma pessoa que possui acesso privilegiado a informações não divulgadas ao mercado devido a sua posição de confiança em uma determinada companhia. Essa pessoa é classificada como *insider*.

Todavia, para analisar esta prática é necessário compreender quais aspectos levaram os órgãos reguladores a intervirem no mercado e considerarem esta como uma prática nociva aos investidores e ao setor na totalidade, onde atualmente se observa uma proibição cada vez mais severa quando se verifica sua incidência. E ainda, refletir se sua proibição é realmente a melhor forma de lidar com este fenômeno.

No Brasil, na contramão dos grandes mercados ao redor do mundo, discute-se pouco acerca deste fenômeno, de modo que é quase um senso comum as pessoas compreenderem essa prática como algo nocivo e negativo ao mercado. As discussões dessa temática, infelizmente, ainda são muito escassas.

¹ ANBIMA. **Mercado de capitais brasileiro aumentou quatro vezes em 25 anos**. ANBIMA, [s.l.], 20 de dezembro de 2022. Disponível em: <https://www.anbima.com.br/pt_br/noticias/mercado-de-capitais-brasileiro-aumentou-quatro-vezes-em-25-anos.htm>. Acesso em 03 abr. 2023.

Dessa forma, cumpre destacar que a discussão acerca do *insider trading* é bastante ampla e não se restringe apenas à conceituação de que este fenômeno deve ser proibido. O presente artigo visa compreender mais a fundo o *insider trading*, ilustrar as diversas perspectivas acerca do tema, compreendendo seus efeitos positivos e negativos ao Mercado Financeiro e de Capitais, para assim, criar uma reflexão acerca da eficácia na proibição do *insider trading*.

Em primeiro plano, será apresentada a conceituação do tema para que as definições acerca deste fenômeno fiquem claras. Será exposto nos capítulos abaixo o contexto histórico ao qual se desenvolveu o *insider trading*, expondo quais fatores levaram ao entendimento de que esta prática deveria ser regulada.

A partir da fixação dos conceitos, serão apresentados alguns casos que demonstram a incidência do fenômeno no Brasil e como estes foram processos.

Mais adiante, serão apresentadas teorias e doutrinas que fundamentaram a proibição do *insider trading*, para se compreender quais aspectos levaram à criação da legislação e dos órgãos reguladores que arbitram essa prática.

Ao final, serão expostas as falhas e imprecisões que as teorias a favor da proibição apresentam em sua fundamentação, a fim de se criar uma reflexão acerca das vantagens e desvantagens que a criminalização do *insider trading* pode trazer ao mercado financeiro e de capitais.

2. CONCEITUAÇÃO DE INSIDER TRADING E O CONTEXTO HISTÓRICO

2.1 O QUE É *INSIDER TRADING*?

Em primeiro plano, para que a reflexão objeto do presente trabalho se desenvolva de forma didática, é necessário conceituar o fenômeno do *insider trading*. Trata-se do uso de informações consideradas relevantes, privilegiadas, que ainda não se tornaram públicas para que um indivíduo realize operações com valores mobiliários no mercado financeiro e de capitais, a fim de se maximizar o lucro ou evitar perdas financeiras em benefício próprio, ou de outrem.

Dessa forma, o autor Nelson Eizirik compreende o *insider trading* como:

[...] consiste na utilização de informações relevantes sobre valores mobiliários, por parte de pessoas que, por força de sua atividade profissional, estão “por dentro” dos negócios da emissora, para transacionar com os valores mobiliários antes que tais informações sejam de conhecimento público.²

Cumprido mencionar que o atual ordenamento jurídico brasileiro compreende como informações relevantes todos os fatos que dizem respeito aos negócios da companhia, que possuem o potencial de impactar a decisão de investimento, ou, desinvestimento de um investidor na negociação de valores mobiliários.

Dessa forma, a autora Norma Jonssen Parente atribui a seguinte definição:

[...] informações relevantes são aquelas referentes a fatos, ocorridos nos negócios da companhia, que possam influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado, de vender ou comprar valores mobiliários de sua emissão.³

Ademais, o artigo 2.º da Resolução nº 44 da Comissão de Valores Mobiliários⁴ (CVM), de 23 de agosto de 2021 (Resolução CVM 44), compreende como fato relevante toda

² EIZIRIK, Nelson Laks; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais**: regime jurídico. 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 536.

³ PARENTE, Norma Jonssen, Aspectos Jurídicos do “Insider Trading”. **Comissão de Valores Mobiliários**, Superintendência Jurídica, Rio de Janeiro, 1978, p. 3. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/aceso_informacao/serieshistoricas/estudos/anexos/Aspectos-Juridicos-do-insider-trading-NJP.pdf>. Acesso em: 11 abr. 2023.

⁴ BRASIL. Comissão de Valores Imobiliários. **Resolução nº 44, de 23 de agosto de 2021**. Dispõe sobre a divulgação de informações sobre ato ou fato relevante, a negociação de valores mobiliários na pendência de ato ou fato relevante não divulgado e a divulgação de informações sobre a negociação de valores mobiliários, e revoga

decisão ou deliberação realizada no âmbito da gestão de uma companhia aberta, por qualquer de seus membros que ocupam cargos de alta gerência em sua administração, em sede de assembleias ou ainda em reuniões para manejar o curso normal da companhia que possam de alguma forma afetar a cotação dos valores mobiliários ou a decisão dos investidores para a compra ou venda de determinado valor mobiliário emitido por aquela companhia.

É importante ressaltar que, o indivíduo que utilizou essas informações tem consciência de que a vantagem obtida na negociação é ilegítima, e reconhece a necessidade do sigilo. É evidente que o uso dessas informações relevantes e ainda não divulgadas para obter essa vantagem pode afetar significativamente todo o mercado e prejudicar outras instituições.

Nesse sentido, o autor Eizirik traz a título de exemplo uma clara circunstância onde se verifica a prática do *insider trading*:

Por exemplo, e para tornar clara a figura do *insider trading*, mesmo correndo o risco da caricatura: o diretor da Companhia Aberta X, a qual dedica-se à prospecção de minério, sabendo que ela realizaria uma grande descoberta, passa a comprar no mercado as ações de sua emissão, sem notificar tal descoberta ao público. Após a divulgação pública da descoberta, que tem como consequência uma elevação na cotação em Bolsa das ações, o diretor passa a vender os títulos que havia comprado, ainda antes da 'alta'. Os lucros havidos, no caso, são evidentemente decorrentes da posse e utilização, em proveito próprio, de informação confidencial da empresa, a qual o *insider* havia tido acesso apenas pela posição que nela ocupava.⁵

Assim, compreende-se que a prática do *insider trading* se resume na utilização de informações relevantes, as quais ainda não são conhecimento público, que deveriam ter sido mantidas sob sigilo e que possuem a capacidade de impactar todo o mercado.

2.2 A FIGURA DO *INSIDER*

O chamado *insider* é o indivíduo que, devido ao seu cargo de confiança em uma companhia, possui acesso exclusivo a informações antes de serem divulgadas ao mercado. Mais ainda, é o indivíduo que reconhece que sua posição naquela companhia pode alavancar suas

as Instruções CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002, nº 369, de 11 de junho de 2002, e nº 449, de 15 de março de 2007. Rio de Janeiro, 23 de agosto de 2021. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol044.html>>. Acesso em 29 de abr. de 2023.

⁵ EIZIRIK, Nelson Laks. *Insider trading e a responsabilidade de administrador de companhia aberta*. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, n. 50, ano XXII, 1983. p. 43. grifo nosso.

vantagens no mercado, a partir do privilégio que este tem no acesso das informações que dizem respeito à gestão dos negócios dessa empresa.

Nesse sentido, o autor Modesto Carvalhosa atrela diretamente o *insider* ao conceito de *insider trading* a partir da seguinte definição:

Qualquer operação realizada por um insider, com valores mobiliários de emissão da companhia, no período imediatamente seguinte ao conhecimento da informação relevante e antes que tal informação chegue ao público investidor pelos meios institucionais de divulgação adotados no mercado de capitais.⁶

Todavia, cumpre destacar que ter esta posição de *insider* não é o bastante para acusar alguém pelo crime de *insider trading*. É necessário esclarecer que muitas operações são permitidas aos administradores das companhias que possuem livre acesso a todas as informações sobre os negócios dela, desde que observadas as políticas internas para a negociação de valores mobiliários.

A CVM, no artigo 11 da Resolução CVM 44⁷, garante a possibilidade dos diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas da companhia a realizarem operações com valores mobiliários emitidos por esta, desde que informem tal movimentação financeira.

Verifica-se que o conceito de *insider* se estende. Pode-se afirmar que são considerados *insiders* não apenas os administradores, conselheiros, diretores, acionistas majoritários, membros do conselho fiscal e de quaisquer órgãos criados pelo estatuto social, bem como seus funcionários, mas também terceiros confiáveis e qualquer indivíduo que tenha tido conhecimento de informações relevantes que ainda não são de conhecimento do mercado.

Quando falamos dos *insiders* verificamos que estes são divididos em duas qualificações: os *insiders primários* e os *insiders secundários*. Verifica-se que os *insiders primários* são aqueles vinculados à sua instituição, ou seja, são as pessoas que possuem o vínculo direto com a fonte da informação privilegiada em razão da posição que ocupa naquela

⁶ CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei das Sociedades Anônimas**. 4. Ed. Vol. 3. São Paulo: Saraiva, 2009, vol. 3, p. 311.

⁷ BRASIL. Comissão de Valores Imobiliários. **Resolução nº 44, de 23 de agosto de 2021**. Dispõe sobre a divulgação de informações sobre ato ou fato relevante, a negociação de valores mobiliários na pendência de ato ou fato relevante não divulgado e a divulgação de informações sobre a negociação de valores mobiliários, e revoga as Instruções CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002, nº 369, de 11 de junho de 2002, e nº 449, de 15 de março de 2007. Rio de Janeiro, 23 de agosto de 2021. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol044.html>>. Acesso em 29 de abr. de 2023.

companhia. Por outro lado, os *insiders* secundários são aqueles que tem acesso às informações relevantes por meio de um terceiro, não estão vinculados necessariamente a companhia ou a uma possível função que ocupa nela.

Nesse sentido, o artigo 13 da Resolução CVM 44⁸ prevê expressamente que é vedado o uso de informações privilegiadas por qualquer indivíduo que obteve conhecimento da mesma e visa obter vantagem indevida para si ou para um terceiro mediante a negociação de valores mobiliários.

2.3. COMO SURTIU A PRÁTICA DE *INSIDER TRADING*?

Os primeiros indícios de *insider trading* surgiram quando houve a criação das primeiras sociedades por ações em 1609. Em 1910, surgiram os primeiros debates acadêmicos acerca do tema, com a publicação do artigo de autoria de H.L Wilgus⁹. As primeiras discussões acerca do tema se desenvolveram para criticar aqueles que já negociavam ativos a fim de se obter vantagem.

Dessa forma, foi com a severa crise de 1929 que acometeu os Estados Unidos que de fato nasceu uma maior preocupação para adotar medidas de estabilização no mercado. A delicada conjuntura econômica que o país se encontrava, criou a necessidade de reestabelecer a confiança entre os participantes do mercado, e assim, foram criadas diversas medidas, ainda muito paliativas para minimizar os impactos da crise e estimular os investidores a retornarem a um mercado com poucas especulações.¹⁰

Em meados da década de 1960, os Estados Unidos como pioneiro, passou a proibir a negociação de valores mobiliários com uso de informações privilegiadas. Ato contínuo, já a partir da década de 1990, cerca de 34 mercados vedavam o *insider trading*.¹¹

⁸ BRASIL. Comissão de Valores Imobiliários. **Resolução nº 44, de 23 de agosto de 2021**. Dispõe sobre a divulgação de informações sobre ato ou fato relevante, a negociação de valores mobiliários na pendência de ato ou fato relevante não divulgado e a divulgação de informações sobre a negociação de valores mobiliários, e revoga as Instruções CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002, nº 369, de 11 de junho de 2002, e nº 449, de 15 de março de 2007. Rio de Janeiro, 23 de agosto de 2021. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol044.html>>. Acesso em 29 de abr. de 2023.

⁹ WILGUS, Horace L. Purchase of Shares of Corporation by a Director from a Shareholder. **Michigan Law Review**, Vol. VIII, n. 4, 1910, p. 267-297. Disponível em: <<https://repository.law.umich.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2099&context=articles>>. Acesso em 14 abr. 2023.

¹⁰ BEZERRA, Gianna Viera. **A aplicabilidade da lei penal nos crimes de Insider trading**. 2019. Monografia (Graduação em Direito) – Faculdades Doctum Guarapari, Espírito Santo, 2019. Disponível em: <<https://dspace.doctum.edu.br/bitstream/123456789/2881/1/A%20APLICABILIDADE%20DA%20LEI%20PENAL%20NOS%20CRIMES%20DE%20INSIDER%20TRADING%20NO%20BRASIL.pdf>>. Acesso em: 25 abr 2023.>. Acesso em 14 abr. 2023.

¹¹ PRADO, Viviane; CAVALI, Marcelo; RACHMAN, Nora; VILELA, Renato. **Insider Trading: Normas, Instituições e mecanismos de combate no Brasil**. 2. Ed. [S.I]: Arraes Editores, 2020.

Em contrapartida, o autor Manne¹² foi um dos pioneiros na defesa de que o uso de informações privilegiadas pode sim ser benéfico ao mercado. Ele defende que os acionistas, diretores e até mesmos funcionários dessas corporações, quando começaram a negociar seus títulos da companhia, jamais entendiam que tal prática poderia ser nociva ao mercado e à companhia propriamente dita. Todas as movimentações envolvendo esse fenômeno, eram feitas de forma orgânica e justa, visando sempre a proteção de cada sócio e acionista.

Somado a isso, o autor supracitado entende que, um dos principais fatores que levaram a regulação e porventura proibição da prática, foi a disparidade entre o tempo e a proporção em que as empresas passaram a abrir seu capital.

2.4. O DESENVOLVIMENTO DO INSIDER TRADING NO BRASIL

O tratamento legal acerca do *insider trading* no Brasil iniciou-se com a atribuição conferida ao Banco Central do Brasil (Bacen), por força do artigo 3º, inciso X da Lei n.º 4.728/65, para que fossem fiscalizadas a utilização de informações relevantes, que ainda não são de conhecimento do mercado, para obtenção de vantagem na negociação de valores mobiliários para benefício próprio ou de outrem: “X - fiscalizar a utilização de informações não divulgadas ao público em benefício próprio ou de terceiros, por acionistas ou pessoas que, por força de cargos que exerçam, a elas tenham acesso”¹³.

Cumprido destacar, que a criação do dispositivo legal instado citado foi anterior a criação da própria CVM, o que por sua vez nos leva a concluir que essa é uma das grandes razões pela qual a lei não foi tão efetiva, somado ao fato de que não havia nenhum outro normativo sobre a matéria que pudesse complementar a lei caracterizando tal conduta como ilegal.

Posteriormente, com a criação da Lei n.º 6.404/76, de 15 de dezembro de 1976 (Lei das Sociedades por Ações), houve o marco da regulamentação do fenômeno do *insider trading*. Foi este diploma legal que possibilitou o desenvolvimento da conceituação de que esta conduta é ilegal e negativa¹⁴.

¹² MANNE, Henry G. **Insider Trading, and the Stock Market**. New York: Free Press, 1966.

¹³ BRASIL. Lei n.º 4.728, de 14 de julho de 1965. **Disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento**. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 16 jul. 1965. Disponível em: <https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l4728.htm>. Acesso em: 11 de abril de 2023.

¹⁴ BRASIL. Lei n.º 6.404, de 15 de dezembro de 1976. **Dispõe sobre as Sociedades por Ações**. Brasília, 15 de dezembro de 1976. Disponível em: <https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm>. Acesso em 14 abr. 2023.

Mais ainda, foi com a Lei das Sociedades por Ações que inaugurou a responsabilização civil dos administradores das companhias de capital aberto e criou o denominado *dever de sigilo*.

Como explica Mussnich¹⁵ em sua dissertação acerca do tema:

O parágrafo primeiro cria para o administrador um dever de sigilo, que recai sobre qualquer informação ainda não divulgada no mercado. É preciso, porém, que essa informação não divulgada seja apta a influenciar de modo ponderável a cotação de valores mobiliários, e que o administrador dela tenha conhecimento em razão da função exercida. O administrador não apenas deve guardar sigilo sobre essas as informações, como não pode utilizar-se delas para obter vantagens para si ou para terceiros.

Destaca-se do artigo 155 a seguinte previsão:

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

(...)

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

§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 no disposto dos §1º e 2º, tem direito de haver do infrator indenização por perdas e danos, a menos que ao contratar já conhecesse da informação¹⁶.

Em 1976, foi criada a CVM, e assim, surgiu de fato uma movimentação efetiva para o combate do *insider trading*. Seguidamente, em 1977 foi instaurado o primeiro processo administrativo para averiguar uma possível conduta ilegítima para obtenção de vantagem indevida no mercado de ações.

¹⁵ MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. **O insider trading no direito brasileiro**. Dissertação (Mestrado em Direito) — Escola de Direito do Rio de Janeiro, Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, 150p., 2015. Disponível em:

<[https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/15292/Disserta%C3%A7%C3%A3o%20Francisco%20M%C3%BCssnich%20\(clean\).pdf](https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/15292/Disserta%C3%A7%C3%A3o%20Francisco%20M%C3%BCssnich%20(clean).pdf)>. Acesso em 14 abr. 2023.

¹⁶ BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. **Dispõe sobre as Sociedades por Ações**. Brasília, 15 de dezembro de 1976. Disponível em: <https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm>. Acesso em 14 abr. 2023.

Ulteriormente, em 2001, foi o ano que marcou a construção do ordenamento jurídico acerca do *Insider trading* como temos até hoje, aperfeiçoando, assim, as medidas de combate à prática. A Lei n.º 10.303/01 trouxe uma conceituação mais ampla para a figura do *Insider*. Antes restringia-se ao indivíduo com o vínculo direto àquela companhia aberta, por razão de seu cargo, foi então que o normativo passou a definir também como um *insider* os chamados “*insiders* secundários”, conforme definido nos parágrafos acima.

Some-se a isso, foi a Lei n.º 10.303/01, especificamente em seus artigos 27-C e 27-D, que passou a criminalizar a conduta do *insider trading* e trouxe em sua redação uma das maiores contribuições para o tratamento legal de tal prática no Brasil.

Art. 27-C. Realizar operações simuladas ou executar outras manobras fraudulentas, para alterar artificialmente o regular funcionamento dos mercados de valores mobiliários em bolsa de valores, de mercadorias e de futuros, no mercado de balcão ou no mercado de balcão organizado, com o fim de obter vantagem indevida ou lucro, para si ou para outrem, ou causar danos a terceiros:

Pena – reclusão, de 1 (um) a 8 (oito) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime.

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

Pena – reclusão, de 1 (um) a 5 (cinco) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime¹⁷.

Já em 28 de janeiro de 2002, entrou em vigor a Instrução CVM n.º 358 (Instrução CVM 358), um diploma legal que trouxe em sua redação uma regulação mais abrangente para o *insider trading*. A partir dela, foi criado o conceito de *insiders* e uma previsão expressa da vedação ao uso indevido de fatos relevantes ainda não divulgados¹⁸. Na visão de muitos doutrinadores¹⁹, ela foi o grande marco legal para que as companhias estabelecessem suas políticas de investimento e os termos e condições para a divulgação de seus fatos relevantes.

¹⁷ BRASIL. Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001. **Altera e acrescenta dispositivos na Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários.** Brasília, 31 de outubro de 2001. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/leis_2001/110303.htm#:~:text=LEI%20No%2010.303%2C%20DE%2031%20DE%20OUTUBRO%20DE%202001.&text=Altera%20e%20acrescenta%20dispositivos%20na,a%20omiss%C3%A3o%20de%20Valores%20Mobili%C3%A1rios.>. Acesso em 29 de abr. de 2023.

¹⁸ BRASIL. Comissão de Valores Imobiliários. **Instrução CVM nº 358**, de 3 de janeiro de 2002. Rio de Janeiro, 3 de janeiro de 2002. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst358.html>>. Acesso em 29 de abr. de 2023.

¹⁹ MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. Op. Cit.

Foi essa instrução que foi aplicada para a apuração dos principais casos de *insider trading* no Brasil.

Ato contínuo, em agosto de 2021, foi promulgada a Resolução CVM 44, que revogou Instrução CVM 356 e inovou toda a regulamentação acerca do *insider trading*. O normativo trouxe em sua redação grandes contribuições ao mercado, como uma nova definição para informação privilegiada, o conceito foi ampliado para englobar as informações preliminares acerca de possíveis operações significantes de uma companhia²⁰.

Além disso, a nova instrução também traz uma vedação aos acionistas, controladores, diretores, membros do conselho de administração e do conselho fiscal, para que não negociem valores mobiliários de emissão da companhia no período de 15 (quinze) dias, que antecederem a data da divulgação das informações contábeis trimestrais e das demonstrações financeiras anuais da companhia. E uma flexibilização quanto aos critérios dos planos de investimento das companhias.²¹

Com isso, observa-se que o *insider trading* passou a ser arbitrado legalmente em duas esferas (administrativa e penal), sem considerar a responsabilidade civil dos administradores. Nesse sentido, é notória a evolução da regulamentação, que ocorreu concomitantemente ao crescimento de todo o mercado brasileiro. A CVM, na qualidade de principal órgão regulador do mercado, a fim de acompanhar todas essas transformações, também esteve e está em constante evolução.

²⁰ BRASIL. Comissão de Valores Imobiliários. **Resolução nº 44, de 23 de agosto de 2021**. Dispõe sobre a divulgação de informações sobre ato ou fato relevante, a negociação de valores mobiliários na pendência de ato ou fato relevante não divulgado e a divulgação de informações sobre a negociação de valores mobiliários, e revoga as Instruções CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002, nº 369, de 11 de junho de 2002, e nº 449, de 15 de março de 2007. Rio de Janeiro, 23 de agosto de 2021. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol044.html>>. Acesso em 29 de abr. de 2023.

²¹ PINTO, Clóvis A. P.; VETERE, Renato. 5 destaques na regulação sobre a prática insider trading. **Instituto Brasileiro de Governança Corporativa - IBGC**, 20 de setembro de 2021. Disponível em: <<https://ibgc.org.br/blog/destaques-regulacao-pratica-insider-trading>>. Acesso em: 27 abr. 2023

3. OS MARCOS DOS CASOS DE INSIDER TRADING NO BRASIL

O Brasil, apesar de ser a décima segunda economia mundial, segundo as projeções da Austin Rating²², e um país que já possui um robusto mercado financeiro, em contrapartida, tem desenvolvido poucas discussões acerca do *insider trading*.

Tal fato se dá em razão dos poucos casos que foram de fato investigados e efetivamente penalizados no país. Ainda são extremamente escassas as iniciativas para um aperfeiçoamento das análises e diretrizes acerca do tema e, mais ainda, é de pouco conhecimento da população na totalidade o efetivo significado do *insider trading* e como os casos envolvendo a prática podem impactar a economia do país e o mercado como um todo.

No Brasil, os poucos casos que temos conhecimento foram julgados de forma muito dinâmica e correlata, onde a CVM usou três critérios objetivos para enquadrar determinada conduta dos denominados *insiders*, na prática de *insider trading*. Sendo eles:

[...] a CVM analisou a ocorrência do ilícito de insider trading com base na observação cumulativa de três requisitos necessários: (i) a existência de informação privilegiada; (ii) o acesso à informação privilegiada pela pessoa que veio negociou; e (iii) a intenção dessa mesma pessoa de negociar tirando proveito da informação privilegiada que detinha²³.

Isto posto, compreende-se que ao se analisar o contexto histórico da abordagem frente aos casos de *insider trading* no Brasil, podemos verificar que o processamento destes, foi muito restrito aos critérios objetivos de elegibilidade adotados pela CVM para a configuração do ilícito. O que por sua vez, nos leva a refletir se de fato os casos exemplificados nos parágrafos abaixo foram promovidos da forma mais correta e/ou eficaz para o mercado todo.

3.1. O CASO SADIA – PERDIGÃO

²² RIVIERA, Carolina. Brasil fecha 2022 como 12º economia do mundo, empatado com Irã; veja ranking. **Exame**, 2 de março de 2023. Disponível em: <<https://exame.com/economia/brasil-fecha-2022-como-a-12a-economia-do-mundo-ranking/>>. Acesso em 29 abr. 2023.

²³ MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. O insider trading no direito brasileiro. Dissertação (Mestrado em Direito) — Escola de Direito do Rio de Janeiro, Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, 150p., 2015. Disponível em: <[https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/15292/Disserta%C3%A7%C3%A3o%20Francisco%20M%C3%BCssnich%20\(clean\).pdf](https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/15292/Disserta%C3%A7%C3%A3o%20Francisco%20M%C3%BCssnich%20(clean).pdf)>. Acesso em 14 abr. 2023.

Foi em 2006 que o Brasil se deparou com o primeiro escândalo envolvendo a prática de *insider trading* que teve como resultado uma condenação na esfera penal²⁴.

O Ministério Público Federal, ofereceu uma denúncia sob a alegação de que *insiders* haviam tido conhecimento de informações relevantes, ainda não divulgadas ao mercado, acerca da aquisição da maioria das ações da empresa Perdigão S.A., pela empresa Sadia S.A., a qual seria feita por meio de uma oferta pública de aquisição. Tal conduta se enquadrava no ilícito previsto no artigo 27-D da Lei. 6.835/76, tendo em vista que foi feito o uso indevido de informações relevantes ainda não divulgadas.

A situação ocorreu em razão de um claro conflito de interesse, envolvendo dois dos membros do conselho de administração da Sadia S.A. Um deles comprou por meio de uma *off shore*, localizada nas Ilhas Virgens Britânicas, cerca de cinco mil cento e dez *American Depositary Receipts* (ADRs) emitidos pela Perdigão e alguns meses depois adquiriu mais trinta mil e seiscentos ADRs.

Já o outro conselheiro, também se valendo das informações privilegiadas, comprou por meio de sua pessoa física cerca de quinze mil ADRs de titularidade da Perdigão, e quando recebeu a notícia de que a operação não seria concretizada, vendeu seus títulos.

As investigações continuaram e a denúncia se tornou uma ação penal, que teve como resultado a condenação dos conselheiros na 6ª Vara Federal Especializada em Crimes Contra o Sistema Financeiro Nacional e Lavagem de Valores de São Paulo, onde o primeiro conselheiro citado foi condenado pela prática consecutiva de *insider trading*, recebendo uma multa de R\$ 349.711,53 e pena de reclusão de um ano e nove meses, a qual foi substituída por uma pena restritiva de direitos e a vedação para ocupar cargos de conselheiros em empresas de capital aberto; o segundo conselheiro citado foi condenado pela prática de *insider trading* por quatro vezes, recebendo uma multa de R\$ 374.940,52 e uma pena de reclusão de um ano, cinco meses e 15 dias, também convertida em medidas mais brandas²⁵.

No que tange a esfera administrativa, os conselheiros foram punidos pela CVM com a imputação da sanção de proibição de ocupação de cargos como administradores e conselheiros de empresas de capital aberto pelo prazo de cinco anos. Ademais, a *U. S. Securities and*

²⁴ KISCHELEWSKI, Flávia L. O primeiro caso de insider trading no Brasil: o crime que não compensou. **Gazeta do Povo**, 1º de abril de 2016. Disponível em: <<https://www.gazetadopovo.com.br/vida-publica/justica-e-direito/artigos/o-primeiro-caso-de-insider-trading-no-brasil-o-crime-que-nao-compensou-b9b338zaf2gg6ltkwtw5t15s0/>>. Acesso em: 18 abr. 2023

²⁵ OLIVEIRA, Marcelo. Ex-executivos da Sadia são os primeiros condenados por insider trading no Brasil. **Ministério Público Federal – MPF**, 18 de fevereiro de 2011. Disponível em: https://www.mpf.mp.br/sp/sala-de-imprensa/sala-de-imprensa/noticias_prsp/18-02-11-2013-ex-executivos-da-sadia-sao-os-primeiros-condenados-por-insider-trading-no-brasil. Acesso em: 01 maio. 2023

Exchange Commission (SEC), órgão comparável à CVM, também investigou o caso em razão das operações terem sido realizadas na bolsa de valores de Nova Iorque e realizou um acordo com os conselheiros obrigando-os a pagar indenizações equivalentes aos lucros que tiveram com as operações, impondo as mesmas sanções que CVM vedando a ocupação de cargos nas empresas americanas e sanções cíveis.

O caso narrado foi um marco na legislação brasileira. Na época, a normativa da CVM que regulava tais operações era a Instrução CVM 358, que dispunha acerca do uso e divulgações acerca de atos ou fatos referentes às empresas de capital aberto, estabelecendo as vedações e obrigações nos procedimentos de negociação de ações de companhias abertas, conforme mencionada acima.

3.2. O CASO CREDIT SUISSE

Já o episódio envolvendo o *Crédit Suisse* diz respeito à acusação feita pela Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários (SMI), um órgão fiscalizador da CVM, contra o *Crédit Suisse International* e o *Fundo Crédit Suisse Carteira Própria*, alegando que eles usaram informações privilegiadas na obtenção de vantagem indevida a partir da venda da empresa *Terna Brasil* para a *Companhia Energética de Minas Gerais (CEMIG)*.²⁶

O caso em análise começou quando a *Terna Itália* contratou o *Crédit Suisse Europa* em abril de 2009 para emitir um parecer externo, acerca da avaliação da empresa, sobre a venda *Terna Brasil* à *CEMIG*. Após essa contratação, membros do *Crédit Suisse Brasil* se reuniram com representantes da *Terna Itália* para discutir sobre a referida avaliação. Ainda no mês de abril, o *Fundo Crédit Suisse Carteira Própria* e o *Crédit Suisse International* adquiriram unidades da *Terna Brasil*. Ao final do mês de abril, a *Terna Brasil* divulgou ao mercado a informação relevante acerca da venda de seu controle a *CEMIG*, o que por sua vez, gerou um aumento significativo de volume e valorização das ações da empresa.

Consequentemente, a SMI ao verificar os lucros do *Crédit Suisse* com a venda, iniciou as investigações acerca das transações envolvendo a empresa e acusou o grupo da instituição financeira da prática de *Insider trading*. Ato contínuo, a defesa dos acusados apresentou diversos argumentos, incluindo que não foi comprovado que as entidades que compraram ações da *Terna Brasil* tivessem acesso a informações privilegiadas. Além disso, argumentaram haver

²⁶ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador CVM** n. RJ 2009/13459. Parágrafos 14 a 16, 7 de novembro de 2010. Rio de Janeiro: CVM, 2010.

rumores sobre a venda desde antes da divulgação da notícia e apresentaram um histórico de investimentos anteriores na mesma empresa.

Nesse sentido, a CVM decidiu que de fato houve negociação com base em informações relevantes ainda não divulgadas ao mercado pelos acusados e aplicou multa no valor de três vezes ao lucro obtido com a transação. Em recurso, a defesa reiterou que não havia comprovação de acesso à informação privilegiada por parte das entidades que negociaram. No entanto, o argumento foi refutado pela CVM, que esclareceu que o foco não deveria ser se houve ou não acesso à informação, mas sim, se ocorreu disseminação das informações obtidas pelos executivos do Banco Crédito Suisse Brasil às demais entidades do grupo.

Curiosamente, no presente caso, a CVM adotou uma abordagem diferente do usual. Normalmente, a CVM baseia-se em três critérios para analisar casos suspeitos de *insider trading* conforme mencionado nos parágrafos acima. Porém, nesse caso, a CVM minimizou a necessidade de comprovar que quem negociou era quem teve acesso à informação privilegiada, aplicando o conceito estrangeiro do *corporate mind*.²⁷

Para fins de esclarecimento, *corporate mind* é um conceito inglês que se pauta na ideia de que o indivíduo vinculado a uma empresa, ou seja, que age em nome dela, representa ela em sua totalidade, principalmente no que tange as decisões de negócio.

3.3. OS REFLEXOS DOS CASOS NARRADOS

Os incidentes envolvendo *insider trading*, conforme exemplificados nos subcapítulos acima, são apenas um microcosmo de como são conduzidas as investigações e sanções acerca deste fenômeno. Assim, verifica-se que o tratamento legal brasileiro para a prática de *insider trading* foi desenvolvido de uma forma bastante ampla, onde se verifica a responsabilização dos *insiders* nas esferas administrativas, criminais e cíveis.

Em razão disso, uma problemática que pode ser inferida é que o processamento dos casos de *insider trading* cria uma tendência de desconfiança no mercado financeiro e de capitais brasileiros, os casos descredibilizam muitas instituições que levaram anos para se estabelecerem ou até mesmo optaram por captar recursos, pela primeira vez, por meio de emissão de valores mobiliários.

²⁷ MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. O insider trading no direito brasileiro. Dissertação (Mestrado em Direito) — Escola de Direito do Rio de Janeiro, Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, 150p., 2015. Disponível em: <[https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/15292/Disserta%C3%A7%C3%A3o%20Francisco%20M%C3%BCssnich%20\(clean\).pdf](https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/15292/Disserta%C3%A7%C3%A3o%20Francisco%20M%C3%BCssnich%20(clean).pdf)>. Acesso em 14 abr. 2023.

Soma-se a isso, os casos são muito noticiados e criam uma movimentação negativa dentro do mercado, afastando e prejudicando os investidores na totalidade, sejam aqueles que haviam investido na companhia alvo da investigação ou das demais.

O mercado financeiro e de capitais é um setor econômico substancialmente pautado pela confiança. A relação entre os investidores e as companhias é o alicerce para o desenvolvimento do mercado. Quando ocorre algum episódio que coloca em questionamento esse relacionamento, é criado um movimento generalizado de mercado onde instituições financeiras, empresas e investidores começam a retrair seus perfis de investimento.

Dito isso, podemos observar que um dos elementos indispensáveis na tipificação do *insider trading* é a prova de que existe de fato uma informação privilegiada e mais ainda, que ela foi usada com a intenção de obtenção de uma vantagem indevida por um *insider*.

Ademais, verifica-se que outro grande desafio nas investigações é compreender o que de fato é, ou não, uma informação privilegiada. Verificar a relevância das decisões tomadas no curso dos negócios de uma companhia e como estas podem impactar o mercado de alguma forma, pois muitas vezes se trata apenas de rumores ou de informações imprecisas. Quando falamos desse aspecto, não podemos deixar de mencionar que são infelizmente criadas muitas notícias falsas a fim de se criar uma especulação nos mercados para prejudicar ou beneficiar companhias.

Outro aspecto a ser observado é a constatação de que os denominados *insiders* agiram para obter a vantagem indevida mediante o consentimento de que a informação privilegiada, que tiveram conhecimento, poderia beneficiá-los de alguma forma. É a ciência de que a vantagem a ser obtida na transação é ilegal.

Quanto a esse ponto, alguns doutrinadores entendem que esse elemento não é um requisito para a tipificação da conduta, como afirma Modesto Carvalhosa:

O dever de lealdade, no qual se inclui a abstenção da prática do *insider trading*, não se funda, pois, no dano, mas no dever fiduciário próprio das funções de administrador.

Trata-se de ilícito formal. Dispensa-se, com efeito, no caso de *insider trading*, a configuração de intenção. O ilícito é objetivo.

(...)

O mesmo critério cabe no caso de *insider trading*. A fraude decorre objetivamente de qualquer negócio com valores mobiliários emitidos pela companhia, praticados pelos administradores e demais agentes, durante o período em que retenham informações relevantes, com relação aos negócios e ao estado da companhia²⁸.

²⁸ CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas*. 6. ed. São Paulo: Saraiva, 2014. p.

No mais, infere-se que não podemos compreender o crime de *insider trading* como um fenômeno negativo apenas aos investidores vinculados àquela companhia alvo do ocorrido, mas sim, um evento que traz uma instabilidade de mercado generalizada. O que, por sua vez, nos leva a questionar sua devida eficácia para o desenvolvimento do mercado financeiro e de capitais no Brasil.

4. A EFETIVIDADE NA REGULAMENTAÇÃO DO INSIDER TRADING PARA O MERCADO DE CAPITAIS

4.1. AS TESES CONTRA A PRÁTICA DO *INSIDER TRADING*

Conforme já exposto nos parágrafos anteriores, é notória a existência de uma corrente majoritária, em todo o mundo, que compreende que a criminalização do fenômeno do *insider trading* é mais benéfica ao mercado. O Brasil ainda é um país onde se discute muito pouco o tema, mas houve um grande desenvolvimento das normas que regulam o *insider trading* desde os primeiros indícios de sua criação.

Dessa forma, os estudos e doutrinas que tratam sobre o combate ao *insider trading* são em sua maioria estrangeiros, destacam-se da doutrina norte-americana três principais teorias: (i) *The misappropriation theory*; (ii) *unfair advantage theory*; e (iii) *Market Stability Theory*.

As teorias descritas nos subcapítulos abaixo serão expostas conforme o estudo elaborado por Luiz Felipe Gonçalves Cordeiro²⁹, em sua tese “*Insider Trading e o Mercado de Capitais: tratamento legal, casos concretos e ineficiência econômica de seu combate*”.

4.1.1. *The misappropriation theory*

A *misappropriation theory*, surgiu nos Estados Unidos a partir do julgamento de um caso de grande repercussão e consoante a definição atribuída pelo *Legal Information Institute* da Universidade de Direito de Cornell³⁰ é uma maneira de praticar *insider trading* a partir do

426. grifo nosso.

²⁹ CORDEIRO, Luiz Felipe Gonçalves. **Insider trading e o mercado de capitais: tratamento legal, casos concretos e a ineficiência econômica de seu combate**. 2013. Monografia (Graduação em Direito) - Departamento de Direito, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2013. Disponível em: <<https://www.maxwell.vrac.puc-rio.br/22476/22476.PDF>>. Acesso em: 24. abr. 2023.

³⁰ WEX. Definitions Team. **Misappropriation theory of insider trading**. Página na Web. [s.d.], [s.l.]. Disponível em:

uso indevido de uma informação privilegiada, onde o *insider* (seja aquele que possui um vínculo, dever fiduciário de sigilo com a companhia ou não), obtém vantagem indevida na negociação de valores mobiliários para si ou para outrem.

Tal definição parte do pressuposto de que todas as informações que dizem respeito a uma companhia são de sua propriedade, em sua totalidade e é vedado a qualquer um o uso dessas informações sem seu prévio consentimento, independe de qual seja a finalidade.

Segundo Luiz Felipe Gonçalves Cordeiro³¹, outra abordagem que a teoria traz para a proibição do *insider trading* é a criação do dever fiduciário dos indivíduos que ocupam cargos de alta gerência na Companhia. Os administradores, diretores, conselheiros e acionistas, em razão de seus cargos, possuem a obrigação legal de proteger os interesses da companhia e fica vedado o uso de qualquer informação que possa de prejudicá-la de alguma forma.

Desta maneira, verifica-se que a teoria instada cita-se na ideia de que uma companhia é proprietária, em sua totalidade, de suas informações, sendo vedado o uso dessas informações por qualquer indivíduo sem seu prévio consentimento, sejam estas pessoas vinculadas a ela ou não.

4.1.2. *The unfair advantage theory*

A *unfair advantage theory*, vale-se da ideia que as transações e operações no âmbito do mercado de capitais só devem ocorrer se todos os envolvidos estejam em posições isonômicas, ou seja, se todos tiverem acesso as mesmas informações.

Deste modo, a teoria condena a prática do *Insider trading* tendo em vista que a constatação de um *Insider*, fazendo o uso de informações relevantes ainda não divulgadas ao mercado, se enquadraria no conceito de *informational advantage*³², ou seja, na vantagem informacional causando o detrimento das demais partes.

Em razão disso, muitos doutrinadores compreendem que a referida vantagem informacional torna o fenômeno do *insider trading* injusto, onde a prática por si só é fundamentada na injustiça, vez que *insiders* podem usufruir de benefícios informacionais que

<https://www.law.cornell.edu/wex/misappropriation_theory_of_insider_trading#:~:text=The%20misappropriation%20theory%20of%20insider,the%20source%20of%20the%20information>. Acesso em: 24. abr. 2023

³¹CORDEIRO, Luiz Felipe Gonçalves. **Insider trading e o mercado de capitais: tratamento legal, casos concretos e a ineficiência econômica de seu combate.** 2013. Monografia (Graduação em Direito) - Departamento de Direito, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2013. Disponível em: <<https://www.maxwell.vrac.puc-rio.br/22476/22476.PDF>>. Acesso em: 24. abr. 2023.

³² BRUDNEY, Victor. *Insiders, outsiders, and informational advantages under federal securities laws.* **Harvard Law Review**, v. 93, n. 2, p. 332-334, 1979. p. 346.

criam uma disparidade irreparável frente aos demais investidores. Ainda, a teoria levanta o argumento de que o preço destes ativos sempre estaria desatualizado, tendo em vista que o investidor que não obteve acesso à informação ainda não divulgada, estaria sendo induzido ao erro ao investir naquele valor mobiliário que ainda não sofreu com os efeitos da publicidade de um fato relevante.

4.1.3. *The Market Stability Theory*

Por fim, a *Market Stability Theory* é pautada na ideia de que a vedação ao *insider trading* deve prevalecer em prol do bom funcionamento e desenvolvimento do mercado financeiro e de capitais.

Em razão disso, a teoria compreende que a mola propulsora para este desenvolvimento se dá na garantia de que todos os investidores serão tratados de forma isonômica, ou seja, todos deverão ter acesso as mesmas informações para ser atingido um equilíbrio informacional.

Os doutrinadores³³ compreendem que hoje a problemática que o mercado enfrenta é exatamente essa dissonância no acesso às informações pelos investidores, tal problema cria uma atmosfera de desconfiança dentro dos mercados e afasta os investidores, este fenômeno é denominado “assimetria informacional”.

A teoria compreende que este problema se dá em razão de alguns fatores³⁴ como: as previsões legais que possibilitam que uma companhia não divulgue determinadas informações, ou suas falhas no processo de publicidade de determinados fatos relevantes que deveriam ser divulgados, e ainda, a demora no processo de exposição das informações relevantes.

Como consequência disso, nasce o conceito da seleção adversa³⁵, onde a denominada assimetria informacional ocasiona uma falha no entendimento dos investidores, que não tiveram acesso prévio às informações relevantes ainda não divulgadas, sobre o real valor de um determinado valor mobiliário, cria-se uma falácia informacional quanto ao real preço do ativo daquela determinada companhia.

4.2. AS TESES CONTRA A PROIBIÇÃO DO *INSIDER TRADING*

³³ ASHE, Michael; RIDER, Barry. **Insider Crime**: the new law. Jordans: United Kingdom, 1993.

³⁴ CORDEIRO, Luiz Felipe Gonçalves. Op. Cit.

³⁵ AKERLOF, George A. The Market for ‘Lemons’: quality uncertainty and the market mechanism. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 84, n. 3, 1970. p. 489.

Conforme será exposto nos itens abaixo, há fortes argumentos para a defesa da prática de *insider trading*.

4.2.1. As vantagens que o *insider trading* traz aos mercados

Inferre-se do que foi exposto nos capítulos anteriores que o bem jurídico tutelado pelo fenômeno do *insider trading* é a confiança, sendo ela o elemento central e necessário na relação entre investidores dentro do mercado. A partir dessa premissa, os órgãos reguladores do mercado de capitais brasileiro se pautam para garantir um pleno desenvolvimento deste setor econômico, a partir da criação de um ordenamento jurídico que visa garantir esse bem jurídico.

Em razão disso, conclui-se que, para garantir a confiança entre os investidores é necessário criar um sistema legal que consiga proteger a isonomia no acesso às informações por todos os investidores, de modo que todos possuam um rápido e igualitário acesso aos fatos relevantes de uma companhia.

Entretanto, quando é feita uma análise de como os mercados operam verdadeiramente, infere-se que o argumento exposto acima se trata de uma falácia argumentativa, tendo em vista que é quase impossível garantir um acesso simultâneo, eficaz e igualitário das informações de uma companhia.

É evidente que as companhias adotam estratégias para custodiar informações sobre seus negócios a fim de evitar prejuízos que determinados fatos de sua gestão podem causar no preço de seus valores mobiliários, como visto anteriormente, há previsões legais que possibilitam essa conduta.

Dessa forma, alguns doutrinadores acreditam que o fenômeno do *insider trading* é um dos mecanismos capazes de remediar essa situação³⁶, vez que a denominada assimetria informacional é algo natural dentro do mercado de capitais. Assim, os *insiders* atuariam como agentes que acessariam as informações privilegiadas e, a partir de suas negociações, arbitriariam o preço do valor mobiliário para que seu valor correto e real seja atingido, anteriormente a divulgação pela companhia de seu fato relevante, possibilitando assim, que o próprio mercado se autorregule e que os investidores tenham um acesso mais rápido às informações.

Para isso, alguns doutrinadores entendem que tal procedimento deve ser realizado da seguinte forma: em primeiro lugar o *insider* deverá, a partir do conhecimento da informação privilegiada, realizar uma operação com o respectivo valor mobiliário e na sequência, os

³⁶ CORDEIRO, Luiz Felipe Gonçalves. Op. Cit.

investidores a partir da contatação dessa movimentação de mercado devem operar da mesma maneira que o *insider*, direcionando a cotação do ativo para o preço correto.³⁷

Em complemento ao argumento exposto, outros doutrinadores também compreendem que a mera proibição ao *insider trading* ainda não é eficaz para evitar que negociações a partir de vantagens indevidas sejam feitas. Isto porque, observa-se um volume considerável de operações realizadas com informações consideradas não relevantes, que não possuem a obrigação de serem divulgadas, e que também impactam o preço do valor mobiliário e operações realizadas após a divulgação da informação relevante.³⁸

Conclui-se que, os órgãos reguladores do mercado de capitais ao criarem legislações que vedam o *insider trading* sob o fulcro de que estão buscando uma maior eficiência no desenvolvimento do mercado, na verdade, estão na contramão do argumento, tendo em vista que a legalização do fenômeno pode proporcionar um maior dinamismo no acesso às informações privilegiadas.

Além disso, há outra vertente que compreende que a legalização do *insider trading* pode ser um mecanismo para incentivar os administradores e diretores de uma companhia, considerados os principais produtores desses fatos relevantes, para que estes alinhem seus interesses e passem cada vez mais a adotarem políticas em sua gestão que expandam e aprimorem os negócios da companhia, o que, como consequência, aumentaria o lucro da empresa e assim a remuneração destes administradores a partir das operações envolvendo *insider trading*, que também favoreceria os acionistas.³⁹

4.2.2. As imprecisões na *misappropriation theory*

Ante o exposto acima, compreende-se que a *misappropriation theory* pauta-se na ideia de que todas as informações de uma companhia são de sua propriedade e uso exclusivo, sendo assim, o uso destas por *insiders*, sem o prévio consentimento da companhia (na obtenção de vantagem indevida), é a justificativa para a proibição da prática do *insider trading*.

Todavia, a teoria contém falhas, podendo estas serem verificadas no fato de que a tese foi desenvolvida sem observar a necessidade central de garantir o dinamismo e eficiência no mercado. Assim, entende-se que se uma companhia detém a exclusividade no uso de suas

³⁷ GILSON, Ronald J.; KRAAKMAN, Reinier H. The Mechanisms of Market Efficiency. *Virginia Law Review*, v. 70, n. 4, p. 630, 1984.

³⁸ CORDEIRO, Luiz Felipe Gonçalves. Op. Cit.

³⁹ CORDEIRO, Luiz Felipe Gonçalves. Op. Cit.

informações, ela está na contramão do princípio da eficiência de mercado, tendo em vista que a exclusividade conferida à companhia sobre o direito de publicidade de suas informações pode ser compreendida como um desincentivo à eficiência do mercado.

Por conseguinte, a teoria mostra-se um pouco vaga e insuficiente tendo em conta que seu objeto central é a discussão da legalidade referente ao direito à informação de uma companhia e não como de fato o *insider trading* pode ser prejudicial ao mercado.

Em complemento ao aduzido, Steven R. Salbu pontua:

A aplicação da *misappropriation theory* não cumpre o objetivo subjacente à legislação

- Assegurar a integridade do mercado. Os princípios básicos da economia abaixo explicam por que a doutrina é ineficaz:

Os princípios de mercado eficientes são afetados por imperfeições na estrutura do mercado. A fixação de preços (bem como a criação de oferta) é autorregulada em condições de "concorrência perfeita", que é uma função do dos *players* no mercado, do grau de igualdade ou disparidade de poder, da incapacidade de qualquer *player* de influenciar unilateralmente os mecanismos do mercado, e da livre e igual disponibilidade de informação. A importância da estrutura do mercado na obtenção de eficiência relativa sugere que a *misappropriation theory* erra o ponto. A apropriação indevida aborda uma única transação, cujo problema é essencialmente o roubo da informação. Embora o roubo de informação possa ser tortuoso ou criminoso nos termos da lei, a sua relevância no contexto da eficiência do mercado é, no mínimo, considerável. O comércio de informações privilegiadas prejudicará a eficiência porque a estrutura do mercado será prejudicada. Na medida em que os potenciais compradores e vendedores perdem as suas posições nos mercados de valores mobiliários para investimentos mais seguros e mais nivelados, o mercado torna-se concentrado com um menor número de *players* sofisticados e poderosos, mais susceptíveis a realizar alterações unilaterais no mecanismo de fixação de preços. A mão invisível da concorrência será substituída, mesmo que apenas em pequeno grau, pela mão visível dos *players* mais poderosos, os *insiders*. [...]

A *misappropriation theory* aborda o problema da assimetria de informação apenas inadvertidamente e por coincidência. Porque a teoria é aplicada apenas para penalizar o roubo de informação, [...]. O resultado é o encorajamento sistemático da assimetria informacional e o aumento da probabilidade de falhas de mercado.⁴⁰

4.2.2. As imprecisões na *unfair advantage theory*

Em linha ao exposto, a *unfair advantage theory* baseia-se na premissa de que a existência da figura do *insider* cria uma vantagem injusta e indevida ao compará-lo às demais

⁴⁰ SALBU, Steven R. **A Critical Analysis of Misappropriation Theory in Insider Trading Cases**. Business Ethics Quarterly, vol. 2, n. 4, 1992, p. 465-477, **grifo nosso**.

partes e compreende que deve haver um tratamento isonômico entre os investidores quando se trata do acesso às informações relevantes de uma companhia.

Preliminarmente, já podemos verificar que a doutrina traz algumas falhas, como mencionado nos subcapítulos acima, é notório que em razão da atual estrutura dos mercados é quase utópica a ideia de combater a assimetria informacional, ela por sua vez é um elemento natural e que está presente não só nas operações de *insider trading*, mas também em quase todas as relações comerciais e financeiras que ocorrem dentro do mercado de capitais.

A assimetria presente no acesso às informações é um fato que ocorre pelos mais distintos motivos, a começar pelos níveis de sofisticação dos investidores que podem interpretar as informações relevantes das mais diversas formas ou pelas não divulgações por parte das companhias de informações não relevantes.

Assim, pode-se compreender que na realidade o *insider trading* pode ser utilizado como um incentivo para que os administradores das companhias, fomentados pela possibilidade de um lucro ainda maior, queiram divulgar da forma mais eficiente possível os fatos relevantes.

Em complemento ao argumento, a incidência de *insider trading* em uma operação de uma companhia criaria uma movimentação de mercado que guiaria os demais investidores ao preço real daquele ativo e assim traria benefícios a todo o mercado.⁴¹

Posto isso, verifica-se que a *unfair advantage theory* é insuficiente para sustentar o argumento dos malefícios que o *insider trading* pode trazer, tendo em vista que ela não foi pautada no princípio fundamental que é garantir a eficiência no mercado.

4.2.3. As imprecisões na *Market Stability Theory*

A *Market Stability Theory*, conforme mencionada acima, apoia-se na ideia de que a existência dos *insiders* podem ocasionar a quebra da confiança na relação entre as companhias e os investidores, e conseqüentemente, afetando a eficiência e transparência nos mercados.

Em linha à argumentação construída, podemos observar que o *insider trading* é capaz de causar o exato efeito contrário ao que a teoria elucida, a atuação dos *insiders* pode proporcionar uma autorregulação no mercado e assim minimizar a assimetria informacional.

Quando falamos do sentimento de injustiça que a prática pode causar aos investidores que não obtiveram acesso às informações privilegiadas, verifica-se que esse sentimento na realidade é causado pela vontade que estes tinham em também ter tido acessos aos fatos

⁴¹ CORDEIRO, Luiz Felipe Gonçalves. Op. Cit.

relevantes antes de sua divulgação pela companhia para maximizar seus lucros e não pela existência do fenômeno em si.

Como pontua o autor Luiz Felipe Gonçalves Cordeiro⁴², a teoria já foi posta em questionamento, na prática, vez que foi constatado que o mercado norte-americano, antes da regulamentação acerca do *insider trading*, operava de forma eficiente e a existência dos *insiders* não prejudicava de forma significativa o desenvolvimento deste setor econômico.

Sendo assim, a *Market Stability Theory* não pode ser sustentada, vez que o fenômeno do *insider trading* não é a ferramenta causadora da insegurança e falta de confiança entre os investidores.

4.3. A IMPROFICIÊNCIA CAUSADA PELA PROIBIÇÃO DO *INSIDER TRADING*

À luz da argumentação construída, é evidente que apesar das sanções administrativas impostas pela CVM, como a vedação na ocupação de cargos em companhias e multas, e da previsão legal de pena de reclusão de um a cinco anos e multa de até 3 vezes o valor da vantagem ilícita adquirida pelo artigo 27-D da Lei n.º 6.385/76, a proibição do *insider trading* não tem sido tão efetiva quanto os legisladores previam.

O cumprimento dessas leis é dificultado pelo dever de comprovação da existência de provas, conforme exigido para condenação criminal por *insider trading*, tornando a comprovação do delito desafiadora especialmente na esfera criminal.

Além disso, quando observamos o âmbito administrativo e civil, tanto os *insiders* primários quanto os secundários podem ser penalizados pelo crime. Contudo, os requisitos para condenação na esfera criminal são rigorosos e o artigo 27-D da Lei n.º 6.385/76 apenas menciona a condenação daqueles que têm o dever de manter o sigilo da informação privilegiada utilizada para obtenção da vantagem ilícita.

Nesse sentido, muitos *insiders* saem impunes de suas negociações que resultaram em vantagem indevida e com isso, é despertado um questionamento acerca da eficácia das leis do *insider trading*, vez que o atual tratamento legal acaba incentivando a prática.

Em razão disso, podemos observar que a atual legislação acerca do *insider trading* ainda possui muitas arestas a serem polidas. Os esforços dos órgãos reguladores para combaterem esse fenômeno têm incentivado cada vez mais sua incidência, o que nos leva ao questionamento de sua eficácia dentro dos mercados.

⁴² CORDEIRO, Luiz Felipe Gonçalves. Op. Cit.

5. CONCLUSÃO

O presente artigo foi desenvolvido para analisar o fenômeno do *insider trading* e como a legislação e os órgãos reguladores que arbitram este tema se desenvolveram no Brasil ao longo dos últimos anos, a partir da análise do posicionamento da Comissão de Valores Mobiliários e da justiça brasileira frente ao tema.

Nesse sentido, foram apresentados: a conceituação de *insider trading*, o contexto histórico no qual as discussões se desenvolveram acerca deste fenômeno, a evolução da legislação brasileira e alguns casos em que os órgãos reguladores investigaram e processaram indivíduos, os denominados *insiders*, pela obtenção de vantagem indevida por meio do uso de informações privilegiadas de uma companhia.

Foram expostas as teorias e doutrinas que compreendem que a prática do *insider trading* é negativa aos mercados, sob as alegações de que esta traz inúmeros danos às companhias, seus administradores e acionais, aos investidores e à eficiência do mercado todo. O fenômeno também pode causar uma perda de confiança e transparência na relação fundamental que é o vínculo entre um investidor e uma companhia.

A partir da exposição deste panorama, infere-se que a prática de *insider trading* consiste no uso de informações privilegiadas, ainda não divulgadas ao mercado, por um indivíduo que possui um vínculo com uma companhia em razão do cargo que ocupa ou não, para obtenção de vantagem indevida para si ou para outrem na negociação de valores mobiliários.

Em contrapartida, também foram exploradas as teorias e doutrinas pró *insider trading*, que na realidade compreendem que o fenômeno pode trazer inúmeras vantagens aos mercados, como uma maior eficiência nas negociações, tendo em vista que a legalização do *insider trading* poderia impulsionar o acesso às informações privilegiadas e, assim, direcionar os demais investidores em uma tomada de decisão mais correta acerca de seu investimento em uma companhia. Além de incentivar seus administradores por meio da remuneração, para que estes deem mais publicidade às informações que não possuem a obrigação legal de serem divulgadas por não se enquadrarem no conceito de fato relevante.

No mesmo capítulo foram analisadas as falhas e imprecisões que as teorias a favor da proibição do *insider trading* carregam em suas argumentações, e como é de fato utópica a ideia de combater a assimetria presente no acesso às informações.

Em síntese, conclui-se a partir de toda argumentação construída, que o *insider trading* não pode ser combatido, ele é um fenômeno que se dá pela forma como os mercados se

organizam e operam. Nesse sentido, verifica-se que o *insider trading* é uma prática comum no mercado de capitais e é difícil de ser detectada e comprovada devido à assimetria de informações. Além disso, proibições e regulamentações têm o efeito oposto ao esperado, pois incentivam a prática ao invés de dissuadi-la.

Diante disso, apesar dos esforços da CVM e do sistema jurídico, é improvável que eles consigam eliminar o fenômeno completamente. Portanto, compreende-se que seria mais eficaz estabelecer limites para a prática, a fim de minimizar a assimetria de informações ou até mesmo sua plena legalização, vez que a autorregulação dos mercados também pode ser uma eficiente solução para o problema.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AKERLOF, George A. The Market for 'Lemons': quality uncertainty and the market mechanism. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 84, n. 3, 1970. p. 489.

ANBIMA. **Mercado de capitais brasileiro aumentou quatro vezes em 25 anos**. ANBIMA, [s.l], 20 de dezembro de 2022. Disponível em: <https://www.anbima.com.br/pt_br/noticias/mercado-de-capitais-brasileiro-aumentou-quatro-vezes-em-25-anos.htm>. Acesso em 03 abr. 2023.

ASHE, Michael; RIDER, Barry. **Insider Crime: the new law**. Jordans: United Kingdom, 1993.

BRASIL. Comissão de Valores Imobiliários. **Instrução CVM nº 358**, de 3 de janeiro de 2002. Rio de Janeiro, 3 de janeiro de 2002. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst358.html>>. Acesso em 29 de abr. de 2023.

BRASIL. Comissão de Valores Imobiliários. **Resolução nº 44, de 23 de agosto de 2021**. Dispõe sobre a divulgação de informações sobre ato ou fato relevante, a negociação de valores mobiliários na pendência de ato ou fato relevante não divulgado e a divulgação de informações sobre a negociação de valores mobiliários, e revoga as Instruções CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002, nº 369, de 11 de junho de 2002, e nº 449, de 15 de março de 2007. Rio de Janeiro, 23 de agosto de 2021. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol044.html>>. Acesso em 29 de abr. de 2023.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador CVM n. RJ 2009/13459**. Parágrafos 14 a 16, 7 de novembro de 2010. Rio de Janeiro: CVM, 2010.

BRASIL. Lei n.º 4.728, de 14 de julho de 1965. **Disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento**. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 16 jul. 1965. Disponível em: <https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l4728.htm>. Acesso em: 11 de abril de 2023.

BRASIL. Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001. **Altera e acrescenta dispositivos na Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários**. Brasília, 31 de outubro de 2001. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/leis_2001/l10303.htm#:~:text=LEI%20No%2010.303%2C%20DE%2031%20DE%20OUTUBRO%20DE%202001.&text=Altera%20e%20acrescenta%20dispositivos%20na,a%20Comiss%C3%A3o%20de%20Valores%20Mobili%C3%A1rios.>>. Acesso em 29 de abr. de 2023.

BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. **Dispõe sobre as Sociedades por Ações**. Brasília, 15 de dezembro de 1976. Disponível em: <https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm>. Acesso em 14 abr. 2023.

BRUDNEY, Victor. Insiders, outsiders, and informational advantages under federal securities laws. **Harvard Law Review**, v. 93, n. 2, p. 332-334, 1979. p. 346.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei das Sociedades Anônimas**. 4. Ed. São Paulo: Saraiva, 2009, vol. 3.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas**. 6. ed. São Paulo: Saraiva, 2014.

CORDEIRO, Luiz Felipe Gonçalves. **Insider trading e o mercado de capitais: tratamento legal, casos concretos e a ineficiência econômica de seu combate**. 2013. Monografia (Graduação em Direito) - Departamento de Direito, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2013. Disponível em: <<https://www.maxwell.vrac.puc-rio.br/22476/22476.PDF>>. Acesso em: 24. abr. 2023.

EIZIRIK, Nelson Laks. Insider trading e a responsabilidade de administrador de companhia aberta. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, n. 50, ano XXII, 1983. p. 43. grifo nosso.

EIZIRIK, Nelson Laks; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais: regime jurídico**. 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.
GILSON, Ronald J.; KRAAKMAN, Reinier H. The Mechanisms of Market Efficiency. **Virginia Law Review**, v. 70, n. 4, 1984.

KISCHELEWSKI, Flávia L. O primeiro caso de insider trading no Brasil: o crime que não compensou. **Gazeta do Povo**, 1º de abril de 2016. Disponível em: <<https://www.gazetadopovo.com.br/vida-publica/justica-e-direito/artigos/o-primeiro-caso-de-insider-trading-no-brasil-o-crime-que-nao-compensou-b9b338zaf2gg6ltkwtw5t15s0/>>. Acesso em: 18 abr. 2023

MANNE, Henry G. **Insider Trading, and the Stock Market**. New York: Free Press, 1966.

MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. **O insider trading no direito brasileiro**. Dissertação (Mestrado em Direito) — Escola de Direito do Rio de Janeiro, Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, 150p., 2015. Disponível em: <[https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/15292/Disserta%C3%A7%C3%A3o%20Francisco%20M%C3%BCssnich%20\(clean\).pdf](https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/15292/Disserta%C3%A7%C3%A3o%20Francisco%20M%C3%BCssnich%20(clean).pdf)>. Acesso em 14 abr. 2023.

PARENTE, Norma Jonsen, Aspectos Jurídicos do “Insider Trading. **Comissão de Valores Mobiliários**, Superintendência Jurídica, Rio de Janeiro, 1978. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/aceso_informacao/serieshistoricas/estudos/anexos/Aspectos-Juridicos-do-insider-trading-NJP.pdf>. Acesso em: 11 abr. 2023.

PINTO, Clóvis A. P.; VETERE, Renato. 5 destaques na regulação sobre a prática insider trading. **Instituto Brasileiro de Governança Corporativa - IBGC**, 20 de setembro de 2021. Disponível em: <<https://ibgc.org.br/blog/destaques-regulacao-pratica-insider-trading>>. Acesso em: 27 abr. 2023.

PRADO, Viviane; CAVALI, Marcelo; RACHMAN, Nora; VILELA, Renato. **Insider Trading: Normas, Instituições e mecanismos de combate no Brasil**. 2. Ed. [S.I]: Arraes Editores, 2020.

RIVIERA, Carolina. Brasil fecha 2022 como 12º economia do mundo, empatado com Irã; veja ranking. **Exame**, 2 de março de 2023. Disponível em: <<https://exame.com/economia/brasil-fecha-2022-como-a-12a-economia-do-mundo-ranking/>>. Acesso em 29 abr. 2023.

SALBU, Steven R. A Critical Analysis of Misappropriation Theory in Insider Trading Cases. **Business Ethics Quarterly**, vol. 2, n. 4, 1992, p. 465-477.

WILGUS, Horace L. Purchase of Shares of Corporation by a Director from a Shareholder. **Michigan Law Review**, Vol. VIII, n. 4, 1910, p. 267-297. Disponível em: <<https://repository.law.umich.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2099&context=articles>>. Acesso em 14 abr. 2023.

TERMO DE AUTENTICIDADE DO TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO

Eu, Giovanna Nunes Salomão Furtado discente regularmente matriculada na disciplina TCC II, da 10ª etapa do curso de Direito, matrícula nº 41839102, período 10, turma D, tendo realizado o TCC com o título: “*O Mercado De Capitais E A Prática De Insider Trading, Os Mecanismos Falhos Que O Estado Adota Para Sua Regulação*”, sob a orientação do Professor Adalberto José Queiroz Telles De Camargo Aranha Filho 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, 11 de maio de 2023.


Giovanna Nunes Salomão Furtado