PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO
FACULDADE DE DIREITO

Georgia Schneider Monteiro de Barros

**INSIDER TRADING NO BRASIL: FUNDAMENTOS, LEGISLAÇÃO E DESAFIOS
NO COMBATE À UTILIZAÇÃO DE INFORMAÇÕES PRIVILEGIADAS**

São Paulo

2025

Georgia Schneider Monteiro de Barros

Insider trading no brasil: fundamentos, legislação e desafios no
combate à utilização de informações privilegiadas

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à
Pontifícia Universidade Católica de São Paulo
(PUC-SP) para obtenção do Título de Bacharel em
Direito.

Prof^ª. Dra. Rosemarie Adalardo Filardi.

SÃO PAULO

2025

RESUMO

BARROS, Georgia. **Insider trading no Brasil**: fundamentos, legislação e desafios no combate à utilização de informações privilegiadas.

O presente trabalho busca entender como se aborda a prática do insider trading no contexto brasileiro, explorando fundamentos teóricos, legislações revogadas e vigentes e os desafios enfrentados no combate à utilização indevida de informações privilegiadas no mercado de valores mobiliários. Nesse sentido, são conceituados aspectos centrais dessa prática ilícita, destacando-se os requisitos, a evolução histórica e regulatória, os aspectos processuais relevantes, a dificuldade probatória e as consequências econômicas, éticas e morais. A partir de doutrinas societárias, penais e constitucionais, a metodologia utilizada identifica os avanços e retrocessos da prática e sua positivação no Brasil, bem como o reflexo proveniente direito norte-americano e a importância da democratização informacional para fins do mercado de valores mobiliários.

Palavras-chave: insider trading; informação privilegiada; LSA; direito societário; meios de prova.

ABSTRACT

BARROS, Georgia. **Insider trading in Brazil:** foundations, legislation and challenges in combating the use of privileged information.

This study seeks to understand how the practice of insider trading is addressed within the Brazilian context, exploring theoretical foundations, repealed and current legislation, and the challenges faced in combating the improper use of privileged information in the securities market. In this regard, it conceptualizes key aspects of this illicit practice, highlighting its legal requirements, historical and regulatory evolution, relevant procedural aspects, evidentiary challenges, and economic, ethical, and moral consequences. Based on corporate, criminal, and constitutional legal doctrines, the methodology employed identifies the advances and setbacks of this practice and its legal codification in Brazil, as well as the influence of U.S. law and the importance of informational democratization in the securities market.

Keywords: insider trading; privileged information; Corporation Law (LSA); corporate law; means of proof.

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	6
2. FUNDAMENTOS TEÓRICOS E CONCEITUAIS DO INSIDER TRADING	8
2.1. Insider trading: conceito	9
2.1.1. Informação privilegiada.....	9
2.1.2. A figura do <i>insider</i>	11
2.1.3. Auferição de vantagem econômica.....	13
3. REGULAMENTAÇÃO DO INSIDER TRADING.....	16
3.1. Regulamentação - 1965 a 1976.....	16
3.2. Regulamentação em 1976.....	18
3.3. Regulamentação de 2001 aos dias atuais	20
4. ASPECTOS PROCESSUAIS DO INSIDER TRADING.....	23
4.1. Investigação e fiscalização pela Comissão de Valores Mobiliários.....	24
4.2. Os desafios da produção de provas no insider trading	25
5. INSIDER TRADING E O DIREITO COMPARADO.....	29
5.1. Insider trading nos EUA	29
5.2. Insider trading na União Europeia.....	31
5.3. Análise comparada	32
6. AS CONSEQUÊNCIAS DO INSIDER TRADING NO MERCADO E NA SOCIEDADE	35
6.1. Impacto econômico	35
6.2. Consequências éticas e morais	37
6.3. A responsabilidade do administrador	38
7. CONCLUSÃO	41
BIBLIOGRAFIA	43

1. INTRODUÇÃO

O presente trabalho tem por objetivo analisar o uso de informações privilegiadas, não divulgadas ao mercado, para realizar negociações de valores mobiliários com o intuito de auferir vantagem econômica, prática conhecida como “*insider trading*”.

A escolha do tema se dá, tanto por uma curiosidade pessoal concernente à apuração de uma prática difícil de ser averiguada e as questões éticas que se entrelaçam a ela, quanto pela relevância regulatória do tema para o mercado de valores mobiliários.

Segundo Lamy Filho e Bulhões Pedreira (2017, p. 836), o mercado de valores mobiliários pressupõe a igualdade de informações, sendo a cotação de um valor mobiliário diretamente ligada a um juízo coletivo de expectativas. Nesse sentido, a negociação com uso de informações não disponíveis ao mercado enseja um cenário pautado na desigualdade entre investidores, frustrando as expectativas coletivas e, portanto, interferindo no que seria o suposto mercado eficiente.

De acordo com Nelson Eizirik (2011, p. 372), o direito societário, em constante evolução, vem modernizando as atribuições concernentes aos administradores e acionistas controladores de empresas que têm seus valores mobiliários negociados. Não obstante, cada vez mais vem sendo constatado os efeitos gerados por determinados agentes que possuem uma posição privilegiada dentro desse sistema.

A partir de uma análise histórica e regulatória, nota-se que, apesar dos recentes avanços normativos, ainda existem lacunas e dificuldades no que diz respeito à averiguação da prática no ordenamento jurídico brasileiro. Pautado, muitas vezes, na subjetividade, a necessidade de provas concretas e a identificação de operações suspeitas vem se apresentado como um desafio para órgãos fiscalizadores, como a Comissão de Valores Mobiliários.

Em um primeiro momento, no segundo capítulo, busca-se conceituar e entender as características que permeiam o *insider trading*, bem como os agentes que fazem parte dessa estrutura. Para isso, é feita uma análise do contexto e da evolução histórica do uso de informações privilegiadas no Brasil, bem como os meios que o ordenamento jurídico usa para regular a prática.

Nesse sentido, o terceiro capítulo aprofunda as regulamentações utilizadas atualmente para regulamentar o ilícito, bem como as penalidades que são instituídas para puni-lo. A análise compreende as leis e regulamentos que regem essa conduta, visando entender como nosso ordenamento jurídico tenta proteger a transparência e integridade do mercado de valores mobiliários.

Dado este contexto, o quarto capítulo aborda os aspectos processuais que permeiam a prática, bem como os desafios enfrentados em sua identificação e comprovação. Ressalta-se, neste panorama, que a complexidade associada ao *insider trading* se justifica pela subjetividade da coleta e análise de provas. Por isso, o capítulo se preocupa em analisar, também, a figura da Comissão de Valores Mobiliários e seu papel investigador e fiscalizador.

Não obstante, é indispensável, ao analisar o instituto do *insider trading*, verificar as consequências da prática, tanto no mercado, quanto na sociedade, comprometendo a eficiência e transparência do mercado de valores mobiliários e afetando não só os investidores, mas a sociedade como todo. Quanto às consequências econômicas, a desestabilização dos princípios que regem o mercado pode levar a perda de confiança dos investidores e, quanto ao plano ético e moral, são analisadas as consequências sobre os valores fundamentais que embasam a confiança dos agentes do mercado.

Dessa forma, pretende-se contribuir para uma análise crítica do *insider trading* e seus principais desafios na sociedade atual, bem como os pontos cruciais e as consequências da prática perante o mercado de valores mobiliários.

2. FUNDAMENTOS TEÓRICOS E CONCEITUAIS DO INSIDER TRADING

O *insider trading*, considerado uma prática ilícita, é atualmente um dos principais alvos de fiscalização da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). De acordo com Müssnich, isso se dá porque “[...] o *insider trading* fere um dos princípios mais relevantes do mercado de capitais, pois abala a confiança dos investidores”. (MÜSSNICH, 2017, posição 175)

Como já preconizado por Ferreira (2014, p. 60), intrínseco ao estudo do *insider trading* está o estudo acerca da assimetria informacional. O poder da informação, perante o mercado de capitais, não se dá apenas pela influência na tomada de decisões, mas também pelo impacto direto na credibilidade dos investidores.

A assimetria informacional, característica central da prática, cria um ambiente no qual determinados agentes do mercado de valores mobiliários se encontram em um patamar acima dos demais, uma vez que têm acesso a informações estratégicas antes de sua divulgação ao público.

A prática vem ganhando cada vez mais relevância com o desenvolvimento do mercado nacional e implementação de novas estruturas, como, por exemplo, instituições financeiras multisserviços que, em função de seu trabalho, podem vir a ter acesso a informações ainda não divulgadas.

De acordo com Eizirik (1983, p. 44), “Podemos distinguir, tanto no direito comparado como no direito brasileiro, duas modalidades de normas jurídicas voltadas para a disciplina de tal prática: 1. normas preventivas; 2. normas repressivas”.

Como meio de conter preventivamente a prática, podemos citar, por exemplo, a figura do “*chinese wall*”. Acerca do tema, Francisco Antunes Mussnich indica que:

Trata-se da chamada Chinese Wall, mecanismo preventivo por meio do qual se segregar atividades (por exemplo, as atividades financeiras de um banco das atividades do fundo gerido pelo próprio banco), de maneira a evitar “contaminações”, minimizando situações de conflitos de interesses - e mesmo o acesso amplo a informações relevantes não divulgadas ao mercado. (MÜSSNICH, 2017, posição 201)

Por outro lado, como exemplo de atuação repressiva, veremos adiante a atuação da Comissão de Valores Mobiliários e os meios e dificuldades referentes à punição do ilícito.

Não obstante, nota-se que a sociedade vem se atualizando de forma a adotar novas práticas e procedimentos que busquem minimizar situações que podem levar a um vazamento de informações confidenciais as quais podem, por sua vez, ser usadas de forma indevida.

Considerando a crescente complexidade e relevância dos mercados financeiros contemporâneos, o *insider trading* tornou-se uma questão central para o funcionamento justo e transparente das negociações.

Por isso, faz-se necessário compreender claramente quais elementos caracterizam a prática de *insider trading*, quais são os requisitos legais e fáticos que configuram sua ocorrência e, principalmente, como se dá sua regulamentação e fiscalização no Brasil.

2.1. Insider trading: conceito

Ressalta-se, de antemão, que o bem protegido pelo ordenamento jurídico brasileiro no que tange à prática do *insider trading* é a estabilidade e eficiência do próprio mercado de capitais, preservando, em especial, o princípio da transparência informacional, a proteção da confiança e o patrimônio dos agentes que integram o ecossistema de valores mobiliários. (EIZIRIK *et al.*, 2008, p. 527).

Observa-se a abordagem proposta por Francisco Müssnich:

Uma vez apresentado o panorama legislativo em matéria de Insider trading no Brasil, passa-se ao exame dos requisitos para a configuração da prática: (a) existência de informação privilegiada não divulgada ao mercado; (b) acesso à informação privilegiada; e (c) intenção de negociar tirando proveito da informação privilegiada. (MÜSSNICH, 2017, posição 397).

De acordo com Müssnich (2017, posição 397), para que seja evidenciado um caso de Insider trading, é necessário a apresentação dos três seguintes requisitos: (i) a existência de informação privilegiada ainda não divulgada ao mercado; (ii) o acesso à tal informação privilegiada; e (iii) o objetivo da negociação interligado com a intenção de auferir vantagem econômica.

Nesse sentido, para compreender o todo, faremos, abaixo, uma análise de cada um dos três pilares que compõem a prática do *insider trading* perante o ordenamento jurídico brasileiro.

2.1.1. Informação privilegiada

Tendo em vista o crescente fluxo informacional que permeia o universo do século XXI, é necessário delimitar quais informações podem ser consideradas privilegiadas no contexto do mercado financeiro, a fim de assegurar uma atuação ética, transparente e equitativa entre os investidores e demais participantes do mercado.

Conforme preconiza Müssnich (2017, posição 415), a informação confidencial pode ser considerada aquela que, dentro do contexto de mercado de valores mobiliários é, ao mesmo tempo, sigilosa e relevante.

Nesse sentido, cumpre destacar a redação do artigo 155 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (BRASIL, 1976), em específico, seu §4º, que trata da “informação relevante ainda não divulgada”. Esse dispositivo normativo estabelece claramente os dois aspectos fundamentais que caracterizam e delimitam o conceito de informação privilegiada: (i) a relevância da informação para a tomada de decisões pelos investidores; e (ii) o seu caráter sigiloso, ou seja, a indisponibilidade pública.

A fim de auferir se a informação da qual o agente do mercado tem conhecimento trata-se, de fato, de uma informação privilegiada, Nelson Eizirik estabelece um “teste de relevância”, levando em consideração: (i) se existe, ou não, a possibilidade de um acordo final; (ii) se já existem decisões dos órgãos de administração aprovando a operação ou relatórios e parecer elaborados por consultores; e (iii) o possível impacto da operação sobre os negócios da companhia e a cotação de suas ações. Se, a partir dos requisitos mencionados, for entendido que a informação pode ser relevante para os negócios da companhia, é preenchido o pressuposto da relevância. (EIZIRIK, 2011, p. 732)

No mesmo sentido, a Resolução nº 44 da CVM, de 23 de agosto de 2021 (BRASIL, 2021), define, em seu artigo 2º, o conceito de fato relevante, estabelecendo que se trata de qualquer decisão do acionista controlador, deliberação em assembleia geral ou em órgãos de administração de companhia aberta, bem como qualquer outro ato ou fato de natureza político-administrativa que possa impactar significativamente a cotação dos valores mobiliários emitidos pela companhia.

Além disso, a norma considera como relevantes as informações que possam influenciar a decisão estratégica dos investidores quanto à compra, venda ou manutenção desses valores mobiliários, bem como o exercício de quaisquer direitos inerentes à sua titularidade. A fim de garantir maior clareza, a norma ainda delimita um rol não exaustivo de atos ou fatos relevantes.

À luz do direito comparado, destaca-se, em especial, a legislação norte-americana, amplamente reconhecida como a principal fonte de inspiração para os ordenamentos jurídicos que passaram a regulamentar o *insider trading*. Conforme aponta Nelson Eizirik (1983, p. 45), nos Estados Unidos, considera-se relevante o fato cuja existência ou inexistência represente um elemento que um investidor médio levaria em conta ao tomar sua decisão de investimento.

Quanto ao caráter sigiloso da informação, trata-se de dado ainda não divulgado ao mercado, cessando uma vez que divulgada a informação. De acordo com João Pedro Scalzilli e Luis

Felipe Spinelli (2007, p. 42), “não basta que a informação seja relevante: é necessário que ela seja sigilosa também, caracterizando-se, como tal, pelo simples fato de ainda não ter sido divulgada ao mercado”.

Portanto, fica evidente que a configuração do *insider trading* pressupõe a coexistência desses dois elementos essenciais: relevância e sigilo da informação. Sem a conjugação simultânea desses aspectos, não há que se falar em utilização indevida de informações privilegiadas, visto que a divulgação oficial da informação ao mercado elimina o caráter sigiloso, permitindo que todos os investidores tenham acesso igualitário aos dados necessários à tomada de decisões.

2.1.2. A figura do *insider*

Como disposto anteriormente, o segundo requisito para que se constate a presença do ilícito *insider trading* é o acesso à informação privilegiada. Nos termos da redação original da LSA, eram considerados *insiders* apenas os administradores de companhias abertas, bem como seus subordinados diretos e terceiros que, em razão de sua proximidade ou relação de confiança com esses administradores, tinham acesso às informações relevantes ainda não divulgadas ao mercado. (MÜSSNICH, 2017, posição 492).

Como se verá mais à frente, houve uma ampliação significativa no rol dos sujeitos que podem ser considerados *insiders*. Atualmente, caracteriza-se como *insider* não apenas quem ocupa formalmente cargo administrativo, mas também todo aquele que possui uma clara conexão com a informação privilegiada.

Nessa linha, a Comissão de Valores Mobiliários divide a figura do *insider* em dois blocos: (i) os *insiders* primários; e (ii) os *insiders* secundários. Quanto ao primeiro, destaca-se o conceito adotado por Müssnich abaixo:

Os *insiders* primários, também conhecidos como institucionais, são aquelas pessoas que possuem **acesso direto à informação privilegiada**, em razão de sua **função ou cargo, isto é, que estão no interior da companhia** (*corporate insiders*). Essa categoria incorpora administradores, acionistas controladores e empregados da sociedade. Como bem ressaltado por José Waldecy Lucena, a própria companhia emissora é atingida pela proibição de negociar com base em informação privilegiada [...]. (MÜSNICH, 2017, posição 519)

Nesse sentido, verifica-se que a categoria dos *insiders* primários representa o núcleo essencial das vedações relacionadas ao uso indevido de informações privilegiadas, uma vez que

esses sujeitos possuem acesso direto e imediato às informações em virtude de sua proximidade com a fonte. Assim, conforme destacado por Müssnich (2017, posição 519), a própria companhia emissora também se encontra submetida à vedação, demonstrando que a regulação do *insider* trading visa não apenas indivíduos isolados, mas todos aqueles que possam se beneficiar indevidamente de informações ainda desconhecidas pelo público investidor.

Em relação a segunda categoria reconhecida pela autarquia, Müssnich dispõe:

Os *insiders* secundários, por sua vez, **não possuem acesso direto à informação privilegiada**, obtendo tal informação **por meio de outras pessoas**, normalmente outro *insider* - seja ele primário seja secundário. Por não fazerem parte da companhia, são também chamados de *insiders* de mercado (*market insiders*) ou mesmo de outsiders. Como recebem a informação de outras pessoas, é igualmente comum o emprego da expressão *tippees* para referir a essa espécie de *insider*, sendo aqueles que transmitem a informação denominados *tippers*. (MÜSNICH, 2017, posição 519)

Não obstante, a responsabilidade dos *insiders secundários*, ou “*tippees*”, como mencionado acima, não é reduzida pelo fato de não integrarem diretamente a companhia emissora da informação.

Pelo contrário, sua posição como receptor da informação privilegiada implica igualmente deveres e restrições claras quanto ao seu uso indevido, especialmente quando há ciência sobre o caráter sigiloso e relevante dessa informação. Dessa forma, existe também uma preocupação, por parte da Comissão de Valores Mobiliários, de que terceiros se beneficiem de forma indireta de informações confidenciais.

Cumprе destacar que o conceito da figura do *insider* secundário é objeto de amplo debate doutrinário entre os estudiosos do assunto. Conforme a redação literal da LSA, especificamente no artigo 155, §4º, o sujeito ativo do ilícito é descrito como sendo "qualquer pessoa que a ela [informação relevante ainda não divulgada] tenha tido acesso [e tenha negociado a fim de auferir vantagem econômica] [...]" (BRASIL, 1964).

A controvérsia acadêmica reside justamente na amplitude conferida pelo legislador ao utilizar o termo "qualquer", dando margem a diferentes interpretações quanto à extensão e aos limites da responsabilidade pelo ilícito.

Dentro desse debate, há correntes que defendem uma interpretação mais restritiva da figura do *insider*. Esses autores rejeitam a possibilidade do chamado “*insider accidental*”, ou seja, não admitem a caracterização de *insider* trading em situações em que o acesso à informação privilegiada tenha ocorrido de forma fortuita. Para eles, é necessário que exista uma

relação profissional entre o *tippee* (quem recebe a informação) e a fonte da informação, a fim de que se configure o ilícito.

Entretanto, o atual panorama legislativo segue em direção contrária a esse posicionamento, expandindo continuamente o conceito de *insider* para abranger um número cada vez maior de sujeitos ativos, embora mantendo como essencial a comprovação do elemento subjetivo na caracterização do ilícito. (MÜSNICH, 2017, posição 564).

Destaca-se ainda, que o conceito se encontra entrelaçado à ideia da assimetria informacional, como dispõe Müssnich abaixo:

[...] destaca-se que, embora a prática prática de insider trading exija a atuação de um insider, a negociação entre dois insiders não caracteriza o ilícito. Isso porque, conforme já assinalado, o fundamento do combate do insider trading repousa na assimetria de informação entre os negociantes. Ora, se ambos conhecem a informação privilegiada, encontram-se em relação simétrica de informação. Isto é, não haverá qualquer desvantagem decorrente da operação, não se justificando, portanto, a repressão à prática. (MÜSNICH, 2017, posição 596)

2.1.3. Auferição de vantagem econômica

Não basta, contudo, a presença dos dois primeiros requisitos se o terceiro for ausente. Trata-se da intenção, por parte do *Insider*, de obter vantagem patrimonial por meio do uso da informação privilegiada.

O ilícito do *insider trading* se encontra, dentro da LSA, em parte reservada aos direitos e deveres do administrador, especialmente, no que tange ao dever de lealdade. Não por acaso, entende-se que a informação privilegiada pertence à companhia, sendo desleal o administrador que fizer uso dela para obter vantagem econômica para si mesmo desconsiderando os melhores interesses da sociedade.

Portanto, seria desleal o administrador que se utilizasse dessa informação para se beneficiar ou beneficiar terceiro em detrimento de outrem, ainda que não prejudicasse a companhia. Todavia, também não pode ser utilizada em benefício da companhia, porquanto não é admissível que a companhia também negocie com seus valores mobiliários de posse de informação privilegiada. Esse é apenas um dos fundamentos para se proibir a utilização de informação privilegiada, que, não obstante, vem, ao longo do tempo, encontrando outras justificativas e tendo expandido o seu alcance. (BULHÕES PEDREIRA, 2017, p. 836)

Nesse sentido, é característico à conduta desleal da figura do *insider* a obtenção de vantagem econômica, “[...] o elemento intencional é integrante subjetivo do tipo”. (BULHÕES PEDREIRA, 2017, p. 837)

Essa intenção de obter vantagem econômica demonstra que o ilícito do *insider trading* não se configura de forma objetiva, sendo indispensável a análise do elemento volitivo do agente. Em outras palavras, não basta o mero acesso à informação privilegiada; é necessário que o indivíduo tenha agido com a finalidade deliberada de obter benefício próprio ou para terceiros, valendo-se dessa assimetria informacional.

Tal requisito subjetivo distingue condutas eventualmente culposas ou meramente negligentes de atos dolosos e reprováveis, exigindo do julgador uma investigação das circunstâncias que envolveram a negociação suspeita. Por isso, a comprovação da intencionalidade tem papel central na responsabilização do *insider*, especialmente quando se trata de processos administrativos sancionadores conduzidos pela Comissão de Valores Mobiliários, onde a prova da finalidade ilícita muitas vezes depende de indícios consistentes e do contexto em que a operação foi realizada, como se verá mais a frente no presente estudo.

Ressalta-se, contudo, que o êxito patrimonial não é requisito inerente ao ilícito, basta a intenção, como preconiza Bulhões Pedreira, “Mas a efetiva obtenção da vantagem não é integrante objetivo do tipo e por isso não deixará de haver violação da regra pelo fato de não se ter obtido vantagem na negociação.” (2017, p. 837).

Nesse mesmo sentido, Müssnich afirma que “[...] embora seja relevante perquirir a intenção de obter vantagem, é absolutamente dispensável a concreta obtenção da vantagem almejada.” (2017, posição 644)

Não obstante, o núcleo da ilicitude no *insider trading* está na conduta em si, e não necessariamente no resultado obtido. O simples fato de o agente negociar valores mobiliários de posse de informação privilegiada, com a intenção de obter benefício, já é suficiente para configurar o ilícito, mesmo que a operação não resulte em lucro efetivo. Entende-se que o universo jurídico brasileiro, por meio desse entendimento, busca evitar que a responsabilização dependa de fatores externos ou da flutuação do mercado, o que poderia comprometer a eficácia da norma e enfraquecer sua função preventiva.

Contudo, apesar de não ser elemento para caracterização da prática, o lucro se apresenta como pressuposto para indenização na esfera civil, uma vez que o dano é indispensável para responsabilização do agente prejudicado. (MÜSSNICH, 2017, posição 644)

Na mesma linha, segundo entendimento firmado pelo Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários no âmbito do Processo Administrativo Sancionador nº RJ2011/3665, sob relatoria da Diretora Luciana Dias, o conceito de vantagem econômica, para fins de configuração do ilícito de *insider trading*, não se restringe ao lucro efetivamente auferido com a negociação. A interpretação adotada pela CVM é mais ampla, abarcando também hipóteses em que o agente

evita perdas patrimoniais relevantes por meio do uso indevido de informação privilegiada. (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2012)

Tal é o caso, por exemplo, de um *insider* que, ciente de fato relevante ainda não divulgado ao mercado e que indicaria desvalorização iminente de determinado valor mobiliário, opta por aliená-lo antes da queda, protegendo-se contra prejuízos.

3. REGULAMENTAÇÃO DO INSIDER TRADING

Para compreender o cenário atual da prática do *insider trading*, é necessário analisar as origens das normas que hoje regulam essa matéria. De antemão, cumpre ressaltar que toda legislação é produto de um contexto social, econômico e histórico no qual foi produzida, tratando-se, portanto, de uma construção sujeita a avanços e retrocessos.

Para fins didáticos, a presente análise seguirá o critério de organização temporal sugerida por Viviane Muller Prado [*et al*] (2020), dividindo os períodos históricos em três grandes blocos, quais sejam: (i) de 1965 a 1976; (ii) de 1976 a 2001; e (iii) de 2001 aos dias atuais.

3.1. Regulamentação - 1965 a 1976

Até 1965, o panorama jurídico societário brasileiro baseava-se no Decreto 2.627/1940 (BRASIL, 1940), atualmente tratada pela doutrina como “Lei das Sociedades por Ações de 1940”. Nesse contexto, conforme preconizado por Viviane Muller Prado [*et al*] (2020, p. 5) não existia a obrigação legal, para os emissores de valores mobiliários, de divulgar fatos relevantes anunciando aos investidores eventos que pudessem impactar os negócios das sociedades. Na mesma linha, também não havia um sistema estruturado para elaboração de demonstrações financeiras e encaminhamento de documentos contábeis.

Em 1965, com a promulgada a Lei nº 4.728 (BRASIL, 1965), o uso de informação privilegiada passou a ser regulamentado formalmente pela primeira vez. De acordo com seu artigo 3º, inciso X, a fiscalização do uso de informações ainda não divulgadas ao público, em benefício próprio ou de terceiros que viessem a ter acesso às mesmas em função de seus cargos, seria de competência do Banco Central.

Não obstante, a legislação, até então, apesar de ser inovadora por trazer à tona o tema como uma problemática, não se aprofundava suficientemente em questões técnicas e conceituais, tratando o tema de uma forma ampla e abrindo margem para diversas interpretações. Essa imprecisão normativa, por sua vez, dificultava a prevenção e repressão do ilícito, criando lacunas interpretativas. A respeito da instrução normativa, nota-se a crítica feita por Regina Victoria Castello Branco (1984, p. 97) como segue:

Mas tratava-se de uma atribuição genérica, que carecia de regulamentação complementar, sobre o exercício dessa fiscalização, não havia definição sobre o tipo de informação que caracterizaria o fato delituoso, uma identificação das pessoas a quem seria vedada a utilização dessas informações. (CASTELLO BRANCO, 1984, p. 97)

Na mesma linha, Viviane Muller Prado [*et al*] (2020, p. 15) aborda essa primeira fase normativa como um desenho institucional que se apresentou inadequado, em outras palavras, um sistema informacional ainda não inteiramente desenvolvido e regras ainda muito embrionárias sobre negociação com informações privilegiadas.

Não obstante, à época, não havia uma proibição da prática, nem um enquadramento de ilicitude, o tópico era tratado apenas pela limitação da competência. Nas palavras de Viviane Muller Prado [*et al*]: “Não se conhece nenhum caso de uso de informações privilegiadas que tenha sido objeto de fiscalização ou punição pelo Banco Central, o que não significa que não tenham ocorrido, nem as práticas e nem as fiscalizações ou punições”. (PRADO et al, 2020, p. 7)

Dando um passo para trás, cumpre ressaltar que foi o Estados Unidos o primeiro país a reconhecer a necessidade de repreender a conduta do *Insider Trading* e reconhecer seu impacto efetivo no mercado, editando, a partir do *New Deal* de Roosevelt, uma primeira legislação referente à prática (CASTELLO BRANCO, 1984, p. 100).

Foi por esse motivo que, em 1965, o Banco Central contratou um serviço de consultoria de dois advogados norte-americanos para preparação de um relatório com objetivo de aperfeiçoar o mercado de valores mobiliários nacional: Alan Roth e Norman Poser.

De acordo com o relatório formulado por Poser e Roth (1965, p. 27), havia um problema de gestão no recém-criado Banco Central, dado que apenas uma pessoa era designada para tratar de questões relacionadas ao mercado de valores mobiliários. No texto, os norte-americanos relatam ausência informacional que garantisse um investimento seguro, somado a um número pequeno de investidores, que resultava em cotações impropriamente formadas.

Foi neste contexto que, em 1967, com o advento do Decreto nº 157 (BRSIL, 1967), criou-se um cenário em que os investidores poderiam investir no mercado acionário com os valores devidos a título de imposto de renda, resultando em um incentivo fiscal e um aumento no número de investidores. Como consequência, instaurou-se em 1971 uma onda de especulações nas bolsas do Rio de Janeiro e São Paulo, ocasionando uma crise financeira.

A respeito desse panorama, Roberto Teixeira da Costa (*apud* VIDOR, 2016, p. 32) traz a seguinte comparação para retratar a época:

É como se, por exemplo, tivéssemos erguido o Maracanã para uma partida de futebol, mas sem o mecanismo para controlar o fluxo de pessoas, nem um treinamento de um corpo com poder de polícia capaz de regular quantas poderiam entrar, em que setores poderiam sentar e que tipos de atitudes poderiam tomar.

Com o aumento exponencial das transações dentro do mercado de valores mobiliários, as informações confidenciais se tornaram objeto de desejo. De um lado, companhias omitiam informações enquanto, do outro, investidores procuravam. (VIDOR, 2016, p.24)

Não havia saída, se não, modernizar a legislação para refletir o novo contexto histórico.

3.2. Regulamentação em 1976

A crise de 1971 levou o ordenamento jurídico brasileiro a reconhecer a necessidade de modernizar sua base legal. Foi nesse cenário que foram promulgados os seguintes instrumentos normativos: (i) Lei nº 6.385/1976 (BRASIL, 1976); e (ii) Lei nº 6.404/1976 (BRASIL, 1976).

A primeira lei teve por objetivo a institucionalização do mercado de valores mobiliários e, para isso, foi criada a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), como autarquia ligada ao Ministério da Fazenda. Quanto à questão informacional, ficaria a seu cargo, junto ao Conselho Monetário Nacional (CMN) fiscalizar a veiculação de informações referentes ao mercado e prezar por práticas equitativas. Ainda, sem prejuízo às esferas civil e penal, foi atribuída a competência de punir irregularidades (MULLER PRADO *et al*, 2020, p. 23).

A segunda lei, por sua vez, conhecida como Lei das Sociedades Anônimas, desenhou um sistema de estruturação do sistema informacional, criando a padronização de demonstrações financeiras, a necessidade de serem auditadas e ampla divulgação pela imprensa.

Além de criar um sistema informacional essencial para a formação de preços negociados no mercado de valores mobiliários, a lei acionária de 1976 trouxe, pela primeira vez, norma vedando o uso de informação privilegiada. No ordenamento societário, praticamente transcreveu-se o dever de lealdade (*standard of loyalty*) do direito norte-americano, que consiste na obrigação do administrador em servir a companhia com lealdade, representando uma norma de conduta que confirma o caráter fiduciário de sua função, e que proíbe ao administrador a satisfação, em primeiro lugar, de seus interesses pessoais. O dispositivo legal especificamente determina a obrigação de manter em sigilo a informação relevante ainda não divulgada e a vedação de obter vantagem com a mesma, mediante a compra ou venda de valores mobiliários. (MULLER PRADO *et al*, 2020, p. 24)

Pela primeira vez, a legislação brasileira abordou a negociação com posse de informação privilegiada como prática vedada. Nesse cenário, foi imposto, também, ao administrador o dever de informar a posse de valores mobiliários de emissão de sua companhia, a divulgação

de ato ou fato relevante que pudessem influir na cotação e o dever de ressarcir aqueles prejudicados pelos atos inerentes à prática de *insider*.

Como num tripé, o marco regulatório apoiava-se no dever de informar (as participações societárias e as informações relevantes); no estabelecimento de normas de conduta (manter sigilo, não negociar, zelar atividades de subordinados); e, por fim, como terceiro pilar, a previsão expressa de ferramenta para o investidor buscar o ressarcimento de prejuízos. (MULLER PRADO *et al*, 2020, p. 25)

Nota-se, desde o início, a clara influência do direito norte-americano, com o sistema de *disclose or abstain from trading*, como previsto pelo §1º do artigo 155 da Lei das Sociedades Anônimas (BRASIL, 1976), conforme leciona Nelson Eizirik:

A norma prevista no § 1º foi adaptada da legislação sobre mercado de capitais norte-americana, que consagrou o princípio do *disclosure or refrain from trading* (divulgue ou abstenha-se de negociar). Assim, o administrador, na posse de informações relevantes, deve divulgá-las, a não ser que tal revelação ponha em risco interesse legítimo da companhia, caso em que lhe cabe legitimamente manter a reserva; o que não pode, por definição, é manter o sigilo e utilizar tais informações em proveito próprio. (EIZIRIK, 2011, p. 370)

Até então, eram tidos como *insiders* aqueles que se caracterizavam como administradores e pessoas a ele vinculadas. Sete anos após a edição das leis de 1976, entrou em vigor a Instrução CVM nº 31, atualmente revogada, que também configurou um marco no sistema legislativo inerente à história do Insider Trading (BRASIL, 1983).

Como uma das evoluções trazidas pela Instrução CVM nº 31, foi ampliado o rol de pessoas de pessoas sujeitas à vedação do *Insider trading*, englobando todos aqueles que viessem a ter conhecimento de informações confidenciais, direta ou indiretamente. Dessa forma, foi desvinculada a ideia do *Insider* apenas como sujeito que atua dentro da companhia emissora. Outra novidade foi a imposição de divulgação de informações guardadas em sigilo como modo de prevenir vazamentos e oscilações atípicas de pregões.

Levando em consideração a modernização elencada acima, tornou-se evidente que, embora a origem da informação tenha deixado de ser determinante — podendo vir de dentro ou de fora da empresa —, exigia-se que o terceiro tivesse consciência de que se tratava de informação privilegiada. Contudo, esses terceiros, como intermediadores, investidores e outros agentes de mercado, embora sujeitos à fiscalização da CVM quando atuassem com base em tais

informações, não estavam obrigados, diferentemente dos administradores e controladores, a divulgá-las.

Embora a regulamentação brasileira tenha avançado ao proibir o uso de informação privilegiada por diversas categorias de agentes, ainda se faziam presentes lacunas no tratamento das chamadas "*market informations*", isto é, informações obtidas por meios legítimos fora da companhia, como análises de mercado, por exemplo. Como bem observa Viviane Muller Prado:

Dessa forma, nem os administradores, nem os intermediários, nem qualquer participante do mercado possuía obrigação de revelar informações cuja fonte tivesse sido outra que não a companhia (*market information*), obtidas, por exemplo, por meio de pesquisas, projeções de mercado realizadas por instituições especializadas, ou ainda, se as informações dissessem respeito a medidas que podiam ser adotadas pelo governo e afetar a companhia. Tampouco existia (e nem existe) qualquer obrigação legal para que tais pessoas estejam impedidas de negociar com base nessas informações. (MULLER PRADO *et al*, 2020, p. 27)

Dessa forma, tal cenário evidencia um limite normativo relevante na repressão ao *insider trading* no Brasil, pois permite certa assimetria informacional, mesmo em mercados regulados.

3.3. Regulamentação de 2001 aos dias atuais

A reforma da legislação societária e do mercado de capitais, concluída em 2001, representou um avanço significativo no combate ao uso indevido de informação privilegiada no Brasil. Um dos principais marcos foi a criminalização expressa do *insider trading* por meio da inclusão do artigo 27-D na Lei nº 6.385/1976 (BRASIL, 1976), que previu pena de reclusão de um a cinco anos e multa de até três vezes o valor da vantagem ilícita obtida.

Embora antes da Lei nº 10.303/2001 (BRASIL, 2001) já fosse possível subsumir certas condutas ao tipo penal do estelionato, a criação de uma norma penal específica representou um avanço significativo na repressão a essa forma de violação à integridade do mercado. Tal conduta passou a ser considerada crime quando praticada por pessoa que tivesse acesso à informação relevante ainda não divulgada e estivesse obrigada a manter seu sigilo.

Vê-se, assim, que passou o direito brasileiro a contar com norma penal especificamente voltada à repressão do *insider trading*, muito embora a conduta já pudesse ser subsumida ao tipo genérico do estelionato (art. 171 do Código Penal). A tutela penal, imbuída do caráter de *ultima ratio* que lhe é inerente, surge na esteira da inefetividade do combate ao ilícito tão somente pelas vias cível e administrativa e, apesar das críticas dirigidas à utilização do poder punitivo do Estado, o potencial lesivo desta prática justifica a intensificação da resposta do Poder Público” (MÜSNICH, 2017, p. 27).

Além disso, a Lei nº 10.303/2001 reforçou o papel da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) ao atribuir-lhe expressamente a função de proteger os investidores contra o uso de informações relevantes não publicadas no mercado, conforme o novo inciso IV, alínea “c”, do artigo 4º da mesma lei. (BRASIL, 2001) A reforma também modificou a Lei das S.A., deixando claro que a vedação ao uso de informação privilegiada se aplica a qualquer pessoa que dela tenha tido acesso, não mais apenas aos administradores ou *insiders primários*.

Houve também alteração da Lei de S.A., por meio da Lei nº 10.303/2001, para deixar claro que o ilícito de utilização de informação privilegiada seria aplicável a qualquer pessoa que a ela tivesse acesso e não apenas às pessoas internas, ligadas à companhia. Isso ocorreu com o acréscimo do parágrafo 4º ao artigo 155:
Art. 155, parágrafo 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 (MULLER PRADO et al., 2020, p. 29).

No mesmo contexto, a CVM fortaleceu seu arcabouço normativo com a edição da Instrução nº 358/2002, que passou a proibir expressamente negociações com valores mobiliários da companhia antes da divulgação de atos ou fatos relevantes (BRASIL, 2002). Esse dispositivo, atualmente revogado pela Resolução CVM nº 44, de 23 de agosto de 2021 (BRASIL, 2021), ampliou a eficácia preventiva da regulação, ao delimitar períodos de vedação específicos para negociação, evitando práticas oportunistas por parte de quem detinha conhecimento privilegiado. (MULLER PRADO *et al.*, 2020, p. 40).

Embora nem todas essas normas tratem diretamente da repressão ao *insider trading*, elas contribuíram para o aprimoramento do sistema informacional do mercado de capitais, impulsionando diversos novos regulamentos, como, por exemplo, a Instrução CVM nº 400/2002 (BRASIL, 2002) e a Instrução CVM nº 480/2009¹. (BRASIL, 2009)

Mais à frente, em 2017, foi sancionada a Lei nº 13.506/2017 (BRASIL, 2017), que alterou o artigo 27-D, referido acima, e alterou o tipo penal, deixando de prever um crime próprio. Dessa forma, nos dias atuais, a posse de informação privilegiada para obter vantagem indevida mediante negociação em mercado deixa de ser pressuposto e passa a ser um aumento da pena aplicável (MULLER PRADO *et al.*, 2020, p. 31).

Ainda, a partir de seu parágrafo 1º, o artigo 27-D estabelece que a própria repassagem de informações caracteriza delito.

¹ Atualmente revogada pela Resolução CVM nº 160, de 13 de julho de 2022.

Em síntese, o percurso normativo inaugurado com a reforma legislativa de 2001 – e posteriormente aperfeiçoado por sucessivas instruções da CVM – consolidou um arcabouço jurídico que combina tipificação penal, reforço regulatório e mecanismos preventivos cada vez mais rigorosos, conferindo maior densidade à proteção da integridade informacional do mercado de capitais brasileiro.

4. ASPECTOS PROCESSUAIS DO INSIDER TRADING

Nos termos da Constituição Federal de 1988, artigo 174, compete à União exercer o poder de polícia no âmbito do mercado de capitais (BRASIL, 1988). Essa função é realizada, conforme estabelecido pela Lei nº 6.385/1976 (BRASIL, 1976), de forma descentralizada pela Comissão de Valores Mobiliários.

De acordo com Celso Luiz Rocha Serra Filho (2022, p. 56), em sua estruturação inicial, a CVM foi concebida como uma autarquia federal, conforme os parâmetros do Decreto-Lei nº 200/1967 (BRASIL, 1967), sendo seus diretores e o presidente nomeados diretamente pelo Presidente da República, sem a exigência de sabatina ou aprovação pelo Senado Federal, além de poderem ser exonerados a qualquer tempo, sem justificativa formal (demissão *ad nutum*).

Mais à frente, com o intuito de ampliar a autonomia e a capacidade fiscalizatória da CVM, a Medida Provisória nº 8 de 2001 (BRASIL, 2001) — posteriormente convertida na Lei nº 10.411/2002 (BRASIL, 2002) — conferiu à CVM o status de autarquia em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica e patrimônio próprios. A partir dessa alteração, a autarquia passou a contar com maior independência administrativa, ausência de subordinação hierárquica, autonomia financeira e orçamentária, bem como mandato fixo e estabilidade para seus dirigentes, características semelhantes às das agências reguladoras instituídas a partir dos anos 1990. (SERRA FILHO, 2022, p. 56).

Atualmente, a CVM é estruturada como uma autarquia federal em regime especial, administrada por um Colegiado composto por um Presidente e quatro Diretores. Esses membros são nomeados pelo Presidente da República após aprovação pelo Senado Federal, conforme prevê a legislação vigente (SERRA FILHO, 2022, p. 56).

Embora o modelo regulatório do mercado de capitais brasileiro tenha se inspirado no sistema norte-americano — especialmente no princípio do *full disclosure* — foi apenas com a transformação da CVM em autarquia sob regime especial, por meio da Lei nº 10.411/2002 (BRASIL, 2002), que a estrutura institucional brasileira se aproximou da agência estadunidense, a *Securities and Exchange Commission* (SEC). Assim como ocorre com a SEC, que é composta por cinco membros nomeados pelo presidente dos Estados Unidos e aprovados pelo Senado para mandatos fixos, a CVM passou a adotar um formato semelhante de composição e estabilidade, reforçando seu papel técnico e autônomo na regulação do mercado de valores mobiliários.

As finalidades institucionais da CVM estão previstas no artigo 4º da Lei nº 6.385/1976 (BRASIL, 1976) e incluem assegurar o funcionamento eficiente e regular do mercado, proteger

os investidores e promover a formação de poupança e investimento. Para o cumprimento dessas funções, a autarquia dispõe de prerrogativas administrativas expressivas, definidas em lei como poderes-função — ou seja, instrumentos legais que só se legitimam quando exercidos estritamente para o atendimento do interesse público que motivou sua criação.

Nesse contexto, destaca-se o inciso I do artigo 9º da Lei nº 6.385/1976 (BRASIL, 1976), que confere à CVM a possibilidade de examinar e extrair cópias de registros contábeis, documentos físicos ou digitais, programas eletrônicos e papéis de trabalho de auditores independentes, os quais devem ser mantidos organizados e preservados por, no mínimo, cinco anos. Essa prerrogativa traduz um poder de fiscalização ampla, inclusive *in loco*, sendo fundamental para a apuração de ilícitos como o *insider trading* (SERRA FILHO, 2022, p. 56).

Contudo, a amplitude desses poderes não equivale à concessão de um poder irrestrito. Segundo Serra Filho (2022, p. 57), o exercício dessas competências deve observar o princípio da proporcionalidade, previsto no art. 2º, parágrafo único, inciso VI da Lei nº 9.784/1999 (BRASIL, 1999). Tal princípio impõe limites à atuação estatal, vedando excessos e exigindo que as intervenções administrativas ocorram de forma adequada, necessária e equilibrada.

Para desempenhar o chamado poder de polícia, a autarquia tem como função, com respaldo no artigo 9º, incisos V e VI da referida lei, a apuração de atos e práticas ilegais por meio de processos administrativos sancionadores.

A partir desse pretexto, é conferida à CVM um poder fiscalizatório. Nesse sentido, a autarquia, na fase investigativa do processo, tem competência para investigar indícios de autoria e materialidade que permeiam uma possível irregularidade, podendo requisitar informações, examinar documentos e intimar pessoas a prestarem informações, se pertinente.

4.1. Investigação e fiscalização pela Comissão de Valores Mobiliários

Atualmente, a atuação sancionadora da CVM funciona por meio de um processo administrativo sancionador, o qual pode ser de: (i) rito ordinário; ou (ii) rito simplificado, a depender do grau de complexidade relacionado aos meios de prova utilizados, ambos regulados pela Resolução CVM nº 45, de 31 de agosto de 2021 (BRASIL, 2021).

De acordo com Serra Filho (2022, p. 76), o procedimento adotado pela autarquia para apurar supostas infrações no âmbito do mercado de valores mobiliários conta com as seguintes fases: (i) pré-sancionadora; e (ii) processual. Em um primeiro instante, nos termos do artigo 3º da Resolução CVM nº 45 (BRASIL, 2021), se adota um comportamento investigativo,

enquanto, na segunda, se tem, com caráter contraditório, a citação do acusado e apresentação da defesa, instaurando-se o processo administrativo sancionador.

Nos termos do artigo 4º da Resolução supra referida, uma vez concluída a fase investigativa, a área técnica da CVM tem, no total, três possibilidades. De acordo com o inciso I do referido artigo, é possível deixar de lavrar termo de acusação nos casos em que concluírem pela inexistência de irregularidades ou pela extinção da punibilidade; ou pela pouca relevância da conduta.

O inciso II, em contrapartida, estabelece como possibilidade lavrar termo de acusação enquanto, o inciso III, admite a proposição de inquérito administrativo com objetivo de levantar provas de autoria e materialidade da infração.

Nesse sentido, a aplicação da Resolução CVM nº 45/2021 (BRASIL, 2021) ao *insider trading* demanda particular atenção ao inciso III do artigo 4º, que prevê a possibilidade de instauração de inquérito administrativo específico, para obtenção robusta de provas que possam demonstrar o nexo entre a posse da informação privilegiada e a vantagem econômica obtida pelos *insiders*.

Nesse sentido, no Brasil, a repressão administrativa à prática do *insider trading* encontra respaldo no poder sancionador da Comissão de Valores Mobiliários, conforme previsto no art. 11 da Lei nº 6.385/1976 (BRASIL, 1976). De acordo com a regulamentação, as sanções aplicáveis incluem advertência, multa, suspensão do exercício de cargo de administrador ou conselheiro fiscal de companhia aberta, e até mesmo inabilitação temporária, por até vinte anos, para o exercício dessas funções.

A multa, por sua vez, pode alcançar o montante da vantagem obtida ou da perda evitada, acrescida de percentual adicional, conferindo à sanção um caráter não apenas reparatório, mas também dissuasório. Como destaca a doutrina especializada, “a multa pode alcançar o valor da vantagem auferida ou da perda evitada, acrescida de percentual previsto normativamente, o que demonstra o caráter punitivo e dissuasório do sistema” (MULLER PRADO *et al*, 2020, p. 65).

4.2. Os desafios da produção de provas no *insider trading*

Como qualquer outro delito no estado democrático de direito brasileiro, a prática do *insider trading* está intrinsecamente ligada ao princípio constitucional da presunção de inocência, previsto no artigo 5º, inciso LVII, da Constituição Federal (BRASIL, 1988), ou seja, é tido que ninguém será considerado culpado até o trânsito em julgado de sentença penal

condenatória, nesse caso, por analogia, aos processos administrativos sancionadores conduzidos pela CVM.

Nesse contexto, qualquer imputação de uso indevido de informação privilegiada exige que a autoridade produza um conjunto probatório suficiente para que sejam comprovados os indícios de autoria e materialidade, demonstrando o acesso à informação relevante, seu caráter sigiloso e a finalidade de obtenção de vantagem econômica.

De acordo com Francisco Müssnich:

A prova pode ser classificada, quanto ao seu objeto, como direta ou indireta. A prova direta é aquela que funciona para o convencimento direto do juiz a respeito do fato controverso. Já a prova indireta é aquela que se apresenta para persuadir indiretamente o julgador, por meio de um raciocínio lógico e de indícios a respeito do fato discutido (MÜSSNICH, 2017, posição 1.456).

Contudo, como dispõe Müssnich, o ideal seria, em casos de processos administrativos sancionadores que tratam de *Insider trading*, que sempre fosse utilizada a prova direta, como forma mais eficiente de se evidenciar os fatos perante o julgador. Contudo, como já analisado, as provas diretas, nesses casos, são de difícil produção uma vez que é necessário levar em conta os requisitos que configuram a prática do *Insider trading*. (MÜSSNICH, 2017, posição 1.469).

Nessa linha, Müssnich afirma que “[levando em consideração] a subjetividade de difícil constatação [do *Insider trading*], tem-se observado, na prática, o uso de provas indiretas pelos órgãos administrativos para a configuração e imputação do ilícito do *insider*”. (MÜSSNICH, 2017, posição 1.469)

Não obstante, Müssnich preconiza que, para a CVM, a apresentação de provas diretas em casos relacionados ao *Insider Trading* acaba sendo praticamente impossível, de modo que, várias vezes, a autarquia tem se valido de indícios e presunções em detrimento de provas. (MÜSSNICH, 2017, posição 1.469)

Nos termos do Código de Processo Penal, artigo 239, indício é tido como a circunstância conhecida e provada que, por um nexo causal, leve a concluir pela existência de outra circunstância (BRASIL, 1941).

Naturalmente, há uma série de divergências doutrinárias quanto a consideração de prova indiciária. Nessa lógica, observa o que dispõe Fabio Comparato:

Por aí se vê que a **presunção indiciária não é, propriamente, uma prova**, mas um **juízo dedutivo a partir de fatos provados**. Se se tratasse de prova, ela poderia servir,

em matéria penal, à construção de acusações puramente conjecturais, em grave atentado à liberdade individual. Por exemplo: todo criminoso costuma ocultar a arma do crime; a arma utilizada na tentativa de homicídio não foi encontrada; logo, o indiciado a escondeu. (COMPARATO, 1996, p. 256)

Em contrapartida, Müssnich entende que, vigora no Brasil, o princípio do livre convencimento motivado do julgador, ou seja, o julgador pode decidir da forma que lhe pareça mais adequada ao caso concreto, desde que fundamento sua decisão por provas, sejam elas diretas, indiretas ou indiciárias. (MÜSSNICH, 2017, posição 1.496)

De acordo com Alves, Aguiar, Serra Filho e Dullius, em material disponibilizado pela própria CVM, se tem o seguinte entendimento:

Especificamente a respeito dos casos envolvendo *insider trading*, ilícito objeto de um número considerável de inquéritos administrativos instaurados no âmbito da CVM, em que **difficilmente existirá uma prova direta, única, cabal e definitiva a respeito do uso privilegiado da informação, a valoração global e unitária de diversos indícios sérios, convergentes e válidos neste sentido, apresenta-se, na grande maioria das vezes, como o único meio apto a comprovar, pelo padrão probatório aplicável e com o grau de certeza exigível**, a ocorrência do evento danoso e da sua correspondente autoria. Nesse sentido, consoante referido linhas atrás, **a jurisprudência no âmbito da CVM é uníssona em reconhecer explicitamente o indício como legítimo e suficiente meio de prova.** (ALVES *et al*, 2022, p. 96)

O indício, por si só, não pode ser considerado como prova esparsa. Pelo contrário, para que seja feita e se sustente uma condenação baseada em indícios, ao invés de provas, é preciso que sejam reunidos vários elementos, indícios sérios e que convirjam a uma mesma conclusão. Afinal, o uso desenfreado desse tipo de elemento para se comprovar um delito poderia levar a um sério problema de segurança jurídica (MÜSSNICH, 2017, posição 1.496)

Outro ponto importante de ser considerado é o tipo de prova e a aplicação em diferentes níveis de *Insider*. Isso pois, de acordo com Müssnich, “[...] o principal efeito da distinção entre *Insider* primário e secundário recai sobre a questão de existência ou não de presunção de conhecimento de informação privilegiada pelo acusado.” (MÜSSNICH, 2017, posição 1.575)

Dessa forma, conclui-se que o *Insider* primário, devido a sua direta relação com a fonte de informações, já é considerado como detentor de informação privilegiada em razão de sua função, cargo, ou conforme verificado no caso concreto. Não obstante, cabe ao *Insider* a produção de provas em sentido contrário, ou seja, demonstração de inexistência de informação confidencial, ausência de acesso sujeito que tenha tido acesso a fonte ou falta de intenção de auferir vantagem econômica.

Por outro lado, quando se trata de Insider secundário, como é ausente relação direta com a fonte de informações, cabe à acusação comprovar que o acusado teve acesso aos requisitos do delito.

Tudo o que até aqui foi exposto não surtiria qualquer efeito prático se não se pudesse legalmente provar a ocorrência do "*insider trading*". As características deste nos levam a crer que, em matéria de comprovar sua ocorrência, as presunções desempenharão relevante papel (JONSSEN PARENTE, 1978).

Não obstante, ressalta-se que é inerente a caracterização do ilícito a prova do acesso a informação privilegiada.

5. INSIDER TRADING E O DIREITO COMPARADO

A compreensão da prática do insider trading em diferentes ordenamentos jurídicos é essencial para se avaliar a eficácia das medidas adotadas no Brasil e para identificar possíveis aperfeiçoamentos legislativos e institucionais. Dada a natureza transnacional dos mercados financeiros, devido, em grande parte, à globalização, o combate ao uso indevido de informações privilegiadas demanda não apenas regulação interna consistente, mas também alinhamento com os parâmetros internacionais mais avançados.

Historicamente, como já mencionado, o modelo regulatório brasileiro tem se inspirado, sobretudo, no sistema norte-americano, notadamente no princípio do *disclose or abstain from trading* (o que seria, em português, “divulgue ou deixe de negociar”) e na repressão promovida pela *Securities and Exchange Commission* (SEC), órgão que possui atuação análoga à CVM no Brasil. Não obstante, a evolução normativa na União Europeia, com o advento do *Market Abuse Regulation* (UNIÃO EUROPEIA, 2014), e a estrutura penal estabelecida no Reino Unido, representam marcos relevantes que oferecem contribuições teóricas e práticas ao debate global sobre o tema.

5.1. Insider trading nos EUA

Como já mencionado nos capítulos anteriores, a legislação brasileira relacionada ao mercado de capitais, em especial do Insider Trading, buscou inspiração clara no direito norte-americano. De acordo com Nelson Eizirik “Duas normas são fundamentais na disciplina do Insider trading naquele país [Estados Unidos], ambas previstas no *Securities Exchange Act* de 1934” (1983, p. 45).

Segundo Eizirik, as normas previstas no *Securities Exchange Act* (EUA, 1934), que são essenciais para regulamentação da prática, se encontram na Seção 16a e Seção 16b. Nesse sentido, cumpre observar o que ensina Eizirik abaixo:

Inicialmente, a seção 16a estabelece a obrigação para os administradores, diretores e quaisquer pessoas que detenham, direta ou indiretamente, mais de 10% de ações de uma companhia com títulos publicamente negociados, de remeter A SEC relatórios mensais indicando qualquer modificação no número de ações que possuem naquela companhia. A Seção 16b do *Securities Exchange Act* dispõe que qualquer das pessoas acima deve devolver A companhia qualquer lucro obtido nas operações de compra e venda ou de venda e compra de ações da mesma companhia dentro de um período de seis meses. Ou seja, o insider (tal como acima

definido) não pode comprar e vender, ou vender e comprar em intervalo de tempo inferior a seis meses. (EIZIRIK, 1983, p. 44)

Nesse sentido, observa-se que os administradores, ou qualquer um que, exercendo alguma função dentro da Companhia, tenha acesso a fonte de informações, precisam cumprir com regras regulatórias e manter atualizado, junto a SEC, um relatório do total de ações que possuem de emissão da Companhia que trabalham, desde que tenham mais de 10% de ações. Além disso, esses mesmos sujeitos, se comprarem e venderem ações de emissão da companhia em um prazo inferior a 6 meses, precisam devolver o lucro à companhia.

O ordenamento jurídico americano pressupõe, assim, que ocorre a utilização privilegiada de informações em negociações realizadas em períodos inferiores a seis meses. Dessa forma, não é necessário demonstrar a intenção da negociação, prova difícil de ser demonstrada devido a seu caráter subjetivo, conforme elucidado no capítulo anterior. Contudo, essa regra teria seu alcance limitado, uma vez que a SEC não possui competência para punir seus infratores, apenas possibilidade e ações de responsabilidade civil propostas pela companhia ou seus acionistas. (EIZIRIK, 1983, p. 45)

Com base no entendimento de Nelson Eizirik, a *Rule 10b-5* (EUA, 1948), editada pela SEC com fundamento na Seção 10(b) do *Securities Exchange Act* (EUA, 1934), configura-se como o dispositivo de maior alcance no combate ao uso indevido de informações privilegiadas nos Estados Unidos. Essa norma estabelece que é ilegal a conduta de qualquer pessoa que, ao negociar com valores mobiliários, preste informações falsas, enganosas ou omita fatos relevantes (conhecidos como *material facts*). A jurisprudência norte-americana interpreta “fato relevante” como qualquer informação que influenciaria a decisão de investimento de um investidor médio. Assim, mesmo sem haver menção expressa ao termo “*insider trading*”, a aplicação prática da regra tem servido como pilar para responsabilizar aqueles que se beneficiam de informações não divulgadas ao público em prejuízo de outros investidores. (EIZIRIK, 1983, p. 50)

Como leciona Nelson Eizirik:

A jurisprudência tem interpretado a Rule 10 b-5 de maneira a exigir do insider que, quando estiver na posse de informação relevante, deve revelá-la ao público, ou, se não puder fazê-lo, deve abster-se de negociar com ações daquela empresa ou de recomendar a terceiros que o façam, enquanto a informação não for divulgada. Trata-se então do princípio fundamental: *disclose or refrain from trading* (revele ou abstenha-se de negociar). (EIZIRIK, 1983, p. 50)

Como preconizado por Eizirik, a interpretação consolidada da Rule 10b-5 impõe ao *insider* a obrigação de divulgar ao público qualquer informação relevante que possua antes de realizar qualquer operação com ações da companhia. Caso não possa fazê-lo, deve se abster de negociar, bem como de recomendar operações a terceiros enquanto a informação não for tornada pública — consagrando-se, assim, o princípio do *disclose or refrain from trading*. Embora originalmente elaborada para fundamentar penalidades administrativas impostas pela SEC, a jurisprudência evoluiu no sentido de admitir também a responsabilização civil do insider. Dessa forma, o agente que se beneficia indevidamente de informação privilegiada pode ser obrigado a indenizar os investidores que tenham negociado no mesmo período, sem o conhecimento daquela informação, consolidando uma abordagem mais abrangente e protetiva da integridade do mercado.

Dado sua redação ampla, a Rule 10b-5 não deixa claro se abarca apenas a utilização de informação privilegiada interna ou se também compreende a informação de mercado. De acordo com a jurisprudência norte-americana, tem se orientado no sentido de restringir a aplicação da norma àquelas situações em que haja violação de um dever fiduciário ou de confiança.

De acordo com Marco Ventoruzzo, a Suprema Corte dos Estados Unidos costuma se recusar a impor um dever geral a todos os investidores de não negociar com base em informação relevante não pública. De forma geral, o entendimento é, para que seja constatada responsabilidade por *insider trading*, devem coexistir duas condições: (a) a negociação com base em informação relevante não divulgada; e (b) a violação de um dever fiduciário para com os investidores com quem a operação é realizada. Assim, por exemplo, administradores de uma emissora podem infringir a Rule 10b-5 ao negociar ações da companhia com seus próprios acionistas valendo-se de informação privilegiada, mas apenas porque lhes devem um dever fiduciário. (VENTORUZZO, 2014, p. 6)

5.2. Insider trading na União Europeia

Marco Ventoruzzo (2014, p. 19) observa que, ao contrário da regulamentação norte-americana, a panorama europeu relacionado ao *insider trading* tem como eixo a ideia de simetria informacional no mercado. Nessa lógica, a *Market Abuse Directive* de 2003 (UNIÃO EUROPEIA, 2003) parte da definição de “informação privilegiada” como dado preciso e

potencialmente sensível ao preço, bastando que sua divulgação provável influencie a decisão de um investidor considerado, pela União Europeia, como razoável.

Não obstante, o foco deixa de ser, naturalmente, a existência de um dever fiduciário, para a garantia de que nenhum participante negocie em situação de vantagem informacional indevida. A abrangência subjetiva da *Market Abuse Directive* confirma essa ênfase na simetria informacional.

Nos termos do artigo 2º do *Market Abuse Directive*, os insiders podem ser divididos em duas grandes classes: (i) insiders primários; e (ii) insiders contrutivos, mas também se estende a qualquer outra pessoa que possua informação privilegiada, como definido pelo artigo 4º. (UNIÃO EUROPEIA, 2003)

Para Ventrizzo (2014, p. 19), essas disposições demonstram que a responsabilidade do *tippee*, perante a União Europeia, prescinde da prova de violação fiduciária da fonte; basta que o terceiro tenha consciência, real ou presumida, do caráter sigiloso do dado recebido.

Ainda, outra divergência estrutural entre os ordenamentos jurídicos reside na dicotomia “uso” versus “posse” da informação (VENTORUZZO, 2014, p. 20). Na Europa, apenas a negociação efetiva com emprego da informação privilegiada tipifica a infração; se o agente negocia por razões alheias ao conteúdo interno não é configurado o ilícito. Por outro lado, nos Estados Unidos, consolidou-se a tese de que a negociação em posse de informação material e não pública basta para configurar violação da Rule 10b-5 (EUA, 1934), ainda que não se prove seu uso deliberado.

De acordo com Alexandre de Castro (2025, p. 665-666), com a nova diretiva da União Europeia de 2014 (UNIÃO EUROPEIA, 2014), é possível observar a necessidade de quatro elementos, no ordenamento jurídico europeu, para caracterizar a informação privilegiada:

O primeiro elemento, conforme o parágrafo 2º do mesmo artigo, é a natureza precisa da informação. Para que uma informação seja considerada precisa, é necessário que ela apresente um conjunto de circunstância ou eventos específicos que já ocorreram ou que se possa esperar que ocorram. [...] Essa exigência de precisão na informação busca garantir que ela seja suficientemente específica para influenciar as decisões de investimento de forma fundamentada e previsível. O segundo elemento é o caráter não-público da informação. De acordo como artigo 7º, parágrafo 1º, do MAR, uma informação que já tenha sido divulgada publicamente, seja de forma regular ou irregular, perde o caráter de confidencialidade e, portanto, deixa de ser considerada privilegiada. [...] O terceiro elemento exige que a informação esteja diretamente ou indiretamente relacionada a um ou mais emissores ou a instrumentos financeiros. [...] Por fim, o quarto elemento da definição de informação privilegiada é que ela tenha o potencial de impactar significativamente os preços dos instrumentos financeiros ou derivativos. (CASTRO, 2024, p. 665-666)

5.3. Análise comparada

De acordo com Marco Ventoruzzo, a divergência talvez mais emblemática entre os modelos norte-americano e europeu reside no dever de divulgação. Enquanto o direito dos Estados Unidos não impõe, em regra, uma obrigação geral de tornar pública toda informação relevante não divulgada — adotando, antes, o critério fiduciário para proibir negociações desleais —, a regulamentação europeia estabelece orientação oposta.

A norma, nesse sentido, determina que o emissor deve informar o mercado o mais rapidamente possível sempre que detenha informação privilegiada que o diga respeito diretamente, sinalizando que tal informação “pertence” ao conjunto dos investidores e não pode ser legitimamente apropriada pelos *insiders*.

Tal obrigação de divulgação reforça a filosofia europeia de simetria informacional, salvo hipóteses restritas de adiamento, ou seja, quando a publicidade possa prejudicar interesses legítimos do emissor e não induza o público em erro. Em geral, a regra é a transparência imediata; de modo que a omissão só é tolerada mediante a garantia de confidencialidade e sob risco de futura responsabilização se se revelar enganosa (VENTORUZZO, 2014, p. 20).

Atualmente, é possível constatar que o Brasil se encontra muito mais próximo do panorama europeu do que do norte-americano no que tange ao dever de divulgar informações ao mercado. O arcabouço brasileiro, aproxima-se fortemente do modelo de transparência imediata previsto no *Market Abuse Regulation* n.º 596/2014 (UNIÃO EUROPEIA, 2014). Em ambos os regimes, a regra é tornar público “imediatamente” (Brasil) ou “o mais rapidamente possível” (UE) qualquer ato ou fato relevante que possa influenciar a decisão de investimento, admitindo-se o adiamento apenas em circunstâncias restritas: quando a divulgação possa prejudicar legítimos interesses do emissor, não haja risco de induzir o público em erro e o sigilo possa ser assegurado.

Não obstante, essa simetria informacional reforça a ideia de que tal conhecimento “pertence” ao mercado; cabe ao emissor e, sobretudo, ao seu Diretor de Relações com Investidores, garantir a difusão ampla e tempestiva, sob pena de pesadas sanções administrativas, civis e até penais.

Em contraste, o modelo norte-americano permanece essencialmente pautado no critério fiduciário: não existe um dever geral de divulgação. A violação surge apenas quando um *insider* negocia em vantagem, traindo um dever de lealdade, ou quando a companhia opta por divulgar seletivamente sem observar a regulamentação cabível.

Dessa forma, embora nos três sistemas o *insider trading* seja ilícito, o pilar preventivo é muito mais robusto no Brasil e na União Europeia, que tratam a informação relevante como

bem difuso do mercado e impõem ao emissor a responsabilidade primária de garanti-la pública, precisa e tempestiva.

6. AS CONSEQUÊNCIAS DO INSIDER TRADING NO MERCADO E NA SOCIEDADE

Como já estudado nos capítulos anteriores, a estrutura do mercado de valores mobiliários se fundamenta no fluxo informacional transparente, isonômico e tempestivo. A eficiência do sistema depende, essencialmente, da confiança dos participantes no acesso igualitário às informações relevantes que influenciam as decisões de compra e venda de ativos. Nesse sentido, o uso indevido de informações privilegiadas, prática conhecida como *insider trading*, compromete não apenas a integridade do mercado, mas também desencadeia uma série de efeitos nocivos de ordem econômica, social e ética.

Ao gerar um cenário de assimetria informacional, o *insider trading* coloca certos agentes em posição de vantagem ilegítima sobre os demais, distorcendo a formação dos preços dos ativos, reduzindo a confiança institucional e comprometendo a competitividade e justiça nas operações de mercado. Tais efeitos ultrapassam o prejuízo individual de investidores que atuam com base em informações públicas: eles afetam a atratividade e o desenvolvimento do próprio mercado de capitais, bem como o interesse coletivo na preservação de um ambiente transparente, seguro e equitativo.

Por isso, as consequências da prática do *insider trading* devem ser analisadas sob dois aspectos distintos, mas interdependentes. Primeiramente, é necessário compreender os impactos econômicos diretos e indiretos gerados por essa conduta ilícita, especialmente no que tange à eficiência do mercado, à liquidez dos ativos e à confiança dos investidores (item 5.1). Em segundo lugar, é imprescindível abordar as implicações éticas e morais envolvidas na prática, uma vez que o desrespeito aos deveres fiduciários e à lealdade institucional contribui para a corrosão dos valores que sustentam a integridade do mercado financeiro (item 5.2).

6.1. Impacto econômico

O mercado de valores mobiliários funciona à base de uma economia informacional, isto é, neste contexto, opera diretamente ligado à circulação de informações. O cenário macroeconômico, e as informações divulgadas por empresas emissoras agentes do mercado, são fatores determinantes na formação do preço dos valores mobiliários.

Nesse cenário, o preço é, em regra, estabelecido por investidores profissionais que possuem acesso rápido e direto às informações que impactam o mercado, enquanto, por outro

lado, investidores comuns negociam com base em preços já formados. Cumpre ressaltar o que diz João Pedro Scalzilli e Luis Felipe Spinelli acerca do tema:

Tudo depende de informação, constituindo o preço pago por cada produto a valoração do conjunto de consumidores sobre aquele bem — sendo que no mercado de capitais se deve levar em consideração que o preço dos valores mobiliários é estabelecido por investidores profissionais, os quais lidam diariamente e ficam a par das informações que afetam as ações de cada sociedade mais rapidamente que qualquer outro investidor (que compra com base no preço já formado, pagando, assim, a informação — de lucro, prejuízo, descoberta de minas, de compra de concorrente etc. — precificada no valor das ações que, muitas vezes, sequer conhece).(SCALZILLI; SPINELLI, 2007, p. 47)

De acordo com a tese defendida por Eugene Fama, só poderia ser falado em um mercado de capital efetivamente eficiente se os preços dos valores mobiliários refletissem imediatamente as informações disponíveis sobre as empresas emissoras e demais fatores externos do cenário macroeconômico (FAMA, 1970, p. 387).

Seguindo o mesmo entendimento, Nelson Eizirik também argumenta que o mercado só é, de fato, eficiente, quando os preços das ações refletem todas as informações disponíveis ao público sobre empresas que integram o mercado de valores mobiliário.

Com efeito, a teoria econômica indica que o mercado é eficiente quando o preço das ações reflete, de forma virtual e instantânea, todas as informações disponíveis sobre as empresas cujos títulos são negociados. Assim, o conceito de eficiência está diretamente relacionado à capacidade dos preços (cotações) de refletirem as novas informações sobre as empresas. Quanto mais rápida for a reação da cotação dos títulos às novas informações, mais eficiente será o mercado. O ideal, então, é que a cotação das ações reflita, apenas, todas as informações publicamente disponíveis, em um dado momento. É mediante normas que estabeleçam uma ampla política de prestação de informações por parte das Companhias Abertas (o *disclosure*) que se busca alcançar tal eficiência. (EIZIRIK, 1983 p. 44)

De acordo com a tese defendida por Eizirik (1983, p. 44), não basta que as informações sejam apenas acessíveis, elas precisam estar ao alcance de todos aqueles que integram o mercado ao mesmo tempo.

Nessa lógica, todos os players do mercado deveriam ter acesso a todas as informações relevantes de maneira ampla, irrestrita e ao mesmo tempo, para equilibrar as regras do jogo (SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe. 2007).

No Brasil, é indispensável, ao analisar cada uma das esferas do direito, sempre traçar um paralelo com a Constituição Federal. Nesse caso, é necessário focar no capítulo VII da CF/1988, que trata da Ordem Econômica e Financeira do estado brasileiro. Mais

especificamente, a luz do artigo 192 da CF (BRASIL, 1988), dispendo sobre o Sistema Financeiro Nacional, Filipe Azevedo Rodrigues (2016, p. 219) preconiza:

Depreendem-se dessa estrutura normativa os princípios constitucionais (i) do desenvolvimento equilibrado do país; (ii) da supremacia dos interesses da coletividade; e (iii) dos limites à participação do capital estrangeiro, os quais funcionam como os fins e as arestas a serem observados pelos órgãos e entidades que compõem o SFN (RODRIGUES, 2016, p. 219).

Os impactos econômicos negativos do *insider trading* são reconhecidos pela literatura econômica especializada, que ressalta a capacidade dessa prática ilícita de deteriorar a confiança dos investidores e, conseqüentemente, a atratividade das empresas e do mercado em geral. Uma das perspectivas mais relevantes nesse sentido é apresentada por Michael Manove, segundo o qual:

a ocorrência do insider trading tende a desencorajar o investimento na empresa afetada e, em larga escala, no mercado de valores mobiliários em geral, quando os potenciais investidores e os já acionistas passam a ter conhecimento de insiders auferindo lucros privilegiados devido às respectivas posições privilegiadas. Isso porque os insider traders são capazes de se apropriar de uma parte substancial dos lucros decorrentes dos investimentos à custa dos acionistas menores (MANOVE, 1989, p. 842-843).

Ademais, a prática do *insider trading* gera efeitos econômicos sistêmicos, uma vez que reduz o interesse dos investidores externos pela percepção de insegurança e injustiça no ambiente de investimentos. Ao identificar que determinados agentes obtêm vantagens ilícitas pela exploração de informações privilegiadas, investidores minoritários ou potenciais passam a enxergar o mercado como desigual, opaco e potencialmente manipulado.

Como enfatiza Manove (1989, p. 842-843), o resultado natural desse cenário é o afastamento progressivo desses investidores, diminuindo a liquidez e aumentando o custo de captação de recursos para as empresas no mercado de valores mobiliários. Assim, o *insider trading* não só prejudica diretamente investidores individuais como também deteriora o ambiente geral do mercado, aumentando riscos e custos associados ao investimento produtivo.

6.2. Consequências éticas e morais

De acordo com Nelson Eizirik, ao abordar a prática de Insider trading, “As razões éticas são evidentes. Há um total desequilíbrio entre a posição ocupada pelo *insider* e aquela ocupada

pelos demais participantes do mercado, sendo eticamente condenável a realização de lucros em função.” (EIZIRIK, 1983. pág. 43).

O impacto econômico e financeiro da prática do *insider trading* é intrinsecamente ligado às razões éticas que permeiam o ilícito. Há uma clara disparidade entre aqueles que negociam com informações confidenciais e aqueles que negociam com os dados dispostos ao público, criando um panorama de assimetria informacional.

Trata-se, ademais, de manter um nível mínimo de confiabilidade no mercado. Com efeito, é absolutamente impossível o desenvolvimento de um mercado acionário no qual, sabidamente, podem ganhar apenas aqueles poucos que têm acesso às informações confidenciais das empresas. (EIZIRIK, 1983. pág. 43).

6.3. A responsabilidade do administrador

Como destacado anteriormente, o tema do *insider trading* gira em torno da injustiça e do desequilíbrio ético e econômico que essa prática provoca no mercado financeiro. Segundo Nelson Eizirik (1983, p. 43), o uso de informações privilegiadas por *insiders* cria uma assimetria informacional que favorece poucos em detrimento da maioria dos investidores, comprometendo a confiança e a integridade do sistema. É nesse contexto que é evidenciado o tópico de responsabilidade do administrador.

A respeito desse tema, Bulhões pontua que:

Do ponto de vista ético-moral seria inadmissível que alguém se beneficiasse em uma negociação com valores mobiliários, valendo-se de uma informação obtida em razão do cargo ou de uma relação de confiança que se o outro soubesse não realizaria. Seria, sem dúvida, uma **conduta desleal, que o direito não poderia admitir. Desequilíbrio informacional**, à medida que um só tem a informação porque é iniciado e o outro não poderia ter por que não é iniciado, por mais esforços, pesquisas e inteligência que pudesse despender. (BULHÕES PEDREIRA, 2017, p. 836)

Não obstante, a Lei das S/A estabelece como intrínseco a figura do administrador o dever de lealdade sendo que a informação privilegiada pertence, a rigor, à própria companhia, configurando seu uso para auferir vantagem própria, deslealdade.

Mais uma vez, o direito brasileiro se inspirou no direito norte-americano a partir do chamado *standard of loyalty*, no Brasil, dever de lealdade presente no artigo 154 da Lei das S/A. (BRASIL, 1964). Trata-se do entendimento de que o administrador jamais deve se antepor à companhia. Segundo Bulhões, “A lealdade do administrador à companhia deve ser absoluta,

indivisa e integral, no sentido de que, quando se tratar do interesse da companhia propriamente dita, a lealdade é inderrogável e, em princípio, não sofre relaxamento de qualquer espécie [...]”.

Não obstante, Bulhões destaca:

A LSA, no inciso I do artigo 155, proíbe o administrador de 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 do cargo. Essa proibição é a consagração daquilo que o direito norte-americano identifica como a *corporate opportunity doctrine*, cujos principais elementos caracterizadores se encontram presentes na conduta especificada pela LSA. (BULHÕES PEDREIRA, 2017, p. 836)

Além disso, a adoção pelo direito brasileiro dos princípios norte-americanos referentes à *corporate opportunity doctrine*, conforme elucida Bulhões (2017, p. 836), reflete uma tentativa clara de assegurar que administradores e agentes internos das companhias não utilizem em proveito pessoal ou de terceiros com as informações privilegiadas obtidas em virtude de sua posição. Nesse contexto, percebe-se a ênfase em proteger não apenas o interesse patrimonial das empresas, mas também a integridade e a confiança do mercado como um todo.

Essa perspectiva é corroborada por Francisco Mussnich (2017, posição 319), que salienta que a manutenção da igualdade informacional entre investidores é uma condição essencial para o funcionamento eficiente e justo do mercado. A ausência de confiança derivada de práticas como o *insider trading* pode resultar em graves consequências econômicas, incluindo a fuga de investidores, aumento da volatilidade e eventual prejuízo ao próprio desenvolvimento econômico.

A prática do *insider trading*, ao colocar determinados agentes em posição de vantagem ilegítima frente ao restante do mercado, fere diretamente o princípio da isonomia concorrencial e desvirtua os fundamentos éticos sobre os quais deve repousar o funcionamento do mercado de capitais. O uso de informação privilegiada não é apenas uma infração técnica; trata-se, sobretudo, de uma quebra de confiança, que compromete os laços de integridade entre os participantes do sistema financeiro e descredibiliza as instituições reguladoras e os próprios emissores de valores mobiliários.

Nesse contexto, a dimensão ética assume centralidade no debate. Como bem aponta Bulhões Pedreira (2017, p. 836), é inadmissível que um agente se valha de informações obtidas por conta de sua posição de confiança para auferir lucros às custas da boa-fé de outros investidores, cuja tomada de decisão se baseia unicamente em informações publicamente disponíveis. Tal comportamento representa um rompimento do dever de lealdade e um abuso

de confiança institucional, que repercute não apenas sobre as partes diretamente envolvidas, mas sobre o próprio sistema financeiro como um todo.

7. CONCLUSÃO

O *insider trading*, como prática de uso indevido de informação privilegiada no mercado de valores mobiliários, representa uma das mais desafiadoras violações à ética, à transparência e à isonomia que permeiam o direito societário. Ao longo deste trabalho, foi possível verificar que o combate a essa conduta exige não apenas normas claras e eficazes, mas também estruturas institucionais fortalecidas e capazes de realizar uma fiscalização eficiente e dotada de instrumentos adequados para a identificação, repressão e prevenção desse tipo de ilícito.

A análise teórica e conceitual permitiu compreender que o *insider trading* compromete diretamente o princípio da simetria informacional, base do mercado de capitais eficiente. A relevância do tema está, justamente, em seu potencial destrutivo sobre a confiança dos investidores e, em última instância, sobre o funcionamento saudável do sistema financeiro nacional. A vantagem obtida por *insiders* em detrimento de investidores que não dispõem da mesma informação distorce os preços, desestimula o investimento e mina o desenvolvimento equilibrado e transparente do mercado.

No plano normativo, a evolução histórica da legislação brasileira sobre o tema demonstra significativa influência do direito norte-americano, especialmente no que tange ao princípio do "*disclose or abstain*". Desde a década de 1960 até os dias atuais, as normas foram se tornando mais abrangentes, sobretudo com a criminalização expressa do *insider trading* pela Lei nº 10.303/2001 e com a ampliação do conceito de *insider* na Lei das S.A.

O universo jurídico que engloba a disciplina do Insider Trading é dotado de períodos de avanços e retrocessos, sempre levando em consideração e voltando a Constituição Federal. No campo processual, o trabalho evidenciou os obstáculos concretos enfrentados para a responsabilização dos infratores, tanto na órbita penal quanto administrativa.

A produção de provas, em especial, representa um dos pontos mais sensíveis da persecução administrativa, dada a natureza subjetiva e sigilosa das condutas envolvidas. Como visto, a CVM, diante da dificuldade em reunir provas diretas, utiliza-se frequentemente de indícios convergentes e provas indiretas para fundamentar suas decisões, sempre observando o princípio do contraditório e da ampla defesa, em respeito à presunção de inocência.

Não poderiam deixar de serem abordadas as consequências econômicas e sociais do *insider trading*, ressaltando-se sua capacidade de comprometer a integridade do mercado e de afastar investidores, especialmente os de pequeno porte. A literatura especializada reconhece que a existência dessa prática reduz a atratividade do mercado de capitais e eleva os custos de

captação para as companhias, com impactos diretos sobre a liquidez e o desenvolvimento econômico.

Ademais, do ponto de vista ético, trata-se de uma violação inaceitável do dever de lealdade, especialmente por parte de administradores e agentes que, por força de suas funções, deveriam agir em benefício da sociedade e não se valer de sua posição para obter ganhos pessoais.

Assim, o combate ao *insider trading* exige uma atuação coordenada entre os entes reguladores, o fortalecimento da CVM como autarquia independente, a educação dos investidores e a modernização constante das normas aplicáveis. É fundamental que se preserve um ambiente de negociação pautado na confiança, na equidade e na previsibilidade, sob pena de se permitir a insegurança jurídica.

Portanto, a repressão e prevenção eficazes do *insider trading* não deve ser vistas apenas como exigência técnica da regulação financeira, mas como condição essencial para a preservação da justiça e da legitimidade do próprio mercado de capitais. Diante de tudo o que foi exposto, conclui-se que o ordenamento jurídico brasileiro evoluiu significativamente, mas ainda enfrenta desafios na aplicação prática de suas normas. A superação desses entraves dependerá, em grande medida, da contínua modernização institucional, do aprimoramento das técnicas investigativas e da construção de uma cultura de integridade que envolva todos os participantes do mercado.

BIBLIOGRAFIA

ALVES, Luciana Silva; AGUIAR, Milla Bezerra de; SERRA FILHO, Celso Luiz Rocha; DULLIUS, Adriana Cristina. **A CVM: o exercício do poder de polícia no mercado de capitais**. In: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (org.). Direito do mercado de valores mobiliários. 2. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2022. cap. 4, p. 71–162. Disponível em: <https://www.investidor.gov.br>. Acesso em: 15 maio 2025.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução nº 31, de 11 de fevereiro de 1983**. Dispõe sobre a negociação de valores mobiliários por pessoas vinculadas a companhias abertas. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, 14 fev. 1983. Revogada. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst031.html>. Acesso em: 15 maio 2025.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução nº 358, de 3 de janeiro de 2002**. Dispõe sobre a divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, 4 jan. 2002. Revogada pela Resolução CVM nº 44, de 23 ago. 2021. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst358.html>. Acesso em: 15 maio 2025.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução nº 400, de 29 de dezembro de 2003**. Dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, 31 dez. 2003. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst400.html>. Acesso em: 15 maio 2025.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução nº 480, de 7 de dezembro de 2009**. Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, 9 dez. 2009. Revogada pela Resolução CVM nº 160, de 13 jul. 2022. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst480.html>. Acesso em: 15 maio 2025.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Resolução CVM nº 44, de 23 de agosto de 2021**. Dispõe sobre a divulgação de informações por companhias abertas, a negociação de valores mobiliários na pendência de ato ou fato relevante e sobre a vedação de uso de informação privilegiada. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, 24 ago. 2021. Disponível em: <https://www.in.gov.br/en/web/dou/-/resolucao-cvm-n-44-de-23-de-agosto-de-2021-338476599>. Acesso em: 14 jan. 2025.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Resolução nº 45, de 31 de agosto de 2021**. Dispõe sobre a divulgação de informações sobre a Política de Indicação de administradores. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, 1 set. 2021. Disponível em: <https://www.in.gov.br/en/web/dou/-/resolucao-cvm-n-45-de-31-de-agosto-de-2021-339998278>. Acesso em: 15 maio 2025.

BRASIL. **Constituição da República Federativa do Brasil de 1988**. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, 5 out. 1988. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm. Acesso em: 15 maio 2025.

BRASIL. **Decreto nº 157, de 10 de fevereiro de 1967**. Dispõe sobre incentivo fiscal para aplicação em ações de companhias abertas e dá outras providências. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, 13 fev. 1967. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto/Antigos/D157.htm. Acesso em: 14 maio 2025.

BRASIL. **Decreto nº 2.627, de 26 de setembro de 1940**. Dispõe sobre as sociedades por ações. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, 7 out. 1940. Disponível em: <https://www2.camara.leg.br/legin/fed/decret/1940/decreto-2627-26-setembro-1940-349043-publicacaooriginal-1-pe.html>. Acesso em: 14 maio 2025.

BRASIL. **Decreto-Lei nº 200, de 25 de fevereiro de 1967**. Dispõe sobre a organização da Administração Federal, estabelece diretrizes para a Reforma Administrativa e dá outras providências. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, 27 fev. 1967. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/del0200.htm. Acesso em: 15 maio 2025.

BRASIL. **Decreto-Lei nº 3.689, de 3 de outubro de 1941**. Código de Processo Penal. Diário Oficial da União: seção 1, Rio de Janeiro, RJ, 13 out. 1941. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/del3689.htm. Acesso em: 15 maio 2025.

BRASIL. **Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965**. Dispõe sobre o mercado de capitais e estabelece medidas para seu desenvolvimento. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, 15 jul. 1965. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/14728.htm. Acesso em: 14 maio 2025.

BRASIL. **Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, 9 dez. 1976. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16385.htm. Acesso em: 15 maio 2025.

BRASIL. **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as sociedades por ações. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, 17 dez. 1976. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16404consol.htm. Acesso em: 14 jan. 2025.

BRASIL. **Lei nº 9.784, de 29 de janeiro de 1999**. Regula o processo administrativo no âmbito da Administração Pública Federal. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, 1 fev. 1999. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L9784.htm. Acesso em: 15 maio 2025.

BRASIL. **Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001**. Altera e acrescenta dispositivos à Lei nº 6.404, de 15 dez. 1976, e à Lei nº 6.385, de 7 dez. 1976. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, 1 nov. 2001. Disponível em:

https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LEIS_2001/L10303.htm. Acesso em: 15 maio 2025.

BRASIL. **Lei nº 10.411, de 26 de fevereiro de 2002**. Altera a Lei nº 6.385, de 7 dez. 1976, e a Lei nº 9.457, de 5 mai. 1997. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, 27 fev. 2002. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/L10411.htm. Acesso em: 15 maio 2025.

BRASIL. **Lei nº 13.506, de 13 de novembro de 2017**. Dispõe sobre o processo administrativo sancionador na esfera de atuação do Banco Central do Brasil e da Comissão de Valores Mobiliários. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, 14 nov. 2017. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2017/lei/L13506.htm. Acesso em: 15 maio 2025.

BRASIL. **Medida Provisória nº 8, de 14 de setembro de 2001**. Altera a Lei nº 6.385, de 7 dez. 1976, e a Lei nº 9.457, de 5 mai. 1997. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, 17 set. 2001. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/mpv/Antigas_2001/8.htm. Acesso em: 15 maio 2025.

CASTELLO BRANCO, Regina Victoria. **A lei das sociedades anônimas e o insider trading no Brasil**. Revista de Ciência Política, Rio de Janeiro, v. 27, n. 3, p. 97–126, set./dez. 1984.

CASTRO, A. de. **A dupla responsabilização por insider trading no Brasil e na União Europeia e a proteção da dignidade humana**. Boletim de Conjuntura (BOCA), Boa Vista, v. 19, n. 56, p. 661–681, 2024. DOI: 10.5281/zenodo.14020661. Disponível em: <https://revista.ioles.com.br/boca/index.php/revista/article/view/5839>. Acesso em: 19 maio 2025.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (Brasil). **Processo Administrativo Sancionador nº RJ2011/3665**. Julgamento em 03 abr. 2012. Relatora: Luciana Dias. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2016/20160913_PAS_RJ20143225.pdf. Acesso em: 14 fev. 2025.

COMPARATO, Fábio Konder. **Direito Público – Estudos e Pareceres**. São Paulo: Saraiva, 1996.

EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. Volume II – Arts. 121 a 188. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

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

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariadna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de capitais – regime jurídico**. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

ESTADOS UNIDOS. **Securities Exchange Act of 1934**, Public Law nº 73-291, de 6 jun. 1934. Disponível em: <https://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf>. Acesso em: 15 maio 2025.

ESTADOS UNIDOS. Securities and Exchange Commission (SEC). **Rule 10b-5**: Employment of manipulative and deceptive devices. Code of Federal Regulations, Title 17, § 240.10b-5. Disponível em: <https://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/240.10b-5>. Acesso em: 15 maio 2025.

FAMA, Eugene F. **Efficient capital markets: a review of theory and empirical work**. The Journal of Finance, New York, v. 25, n. 2, p. 383–417, maio 1970. Disponível em: <http://www.e-m-h.org/Fama70.pdf>. Acesso em: 15 maio 2025.

FERREIRA, Laila Cristina Duarte. **Divulgação de informações no mercado de valores mobiliários brasileiro: a regulação da atividade jornalística**. 2014. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014. Disponível em: https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-10012014-102009/publico/Dissertacao_Mestrado_Laila_Cristina_Duarte_Ferreira.pdf. Acesso em: 10 out. 2024.

LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. **Direito das Companhias**. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

MANOVE, Michael. **The harm from insider trading and informed speculation**. Quarterly Journal of Economics, v. 104, n. 4, p. 823-845, jan. 1989.

MULLER PRADO, Viviane [et al.]. **Insider Trading: normas, instituições e mecanismos de combate no Brasil**. 2. ed. São Paulo: Arraes Editores, 2020.

MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. **O insider trading no direito brasileiro**. São Paulo: Saraiva, 2017. E-book. Disponível em: <https://www.amazon.com.br/Insider-Trading-Direito-Brasileiro-ebook/dp/B07XJ83T6S>. Acesso em: 10 out. 2024.

PARENTE, Norma Jonssen. **Aspectos jurídicos do “insider trading”**. Superintendente Jurídica da Comissão de Valores Mobiliários, jun. 1978. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/acesso_informacao/serieshistoricas/estudos/anexos/Aspectos-Juridicos-do-insider-trading-NJP.pdf.

POSER, Norman; ROTH, Alan. **Pesquisa Preliminar do Mercado de Capitais Brasileiro**. Banco Central do Brasil, 1965.

RODRIGUES, Filipe Azevedo. **Intervenção pública e proibição do insider trading: eficiência e ultima ratio na responsive regulation**. Revista de Informação Legislativa, v. 53, n. 210, p. 211-238, abr./jun. 2016. Disponível em: <https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/522907/001073207.pdf?sequence=1>.

SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe. **A racionalidade econômica do combate ao insider trading: assimetria de informação e dano ao mercado**. Revista de Direito Mercantil, São Paulo, n. 147, p. 42-54, abr./jun. 2007.

SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe. **A Racionalidade Econômica do Combate ao Insider Trading: Assimetria de Informação e Dano ao Mercado.** Revista de Direito Mercantil, São Paulo, v. 63, n. 147, jul./set. 2007. Disponível em: https://rdm.org.br/wp-content/uploads/2024/09/RDM_147.pdf. Acesso em: 25 mar. 2025.

SERRA FILHO, Celso Luiz Rocha. **A CVM: competência legal, funções, poderes e atribuições.** In: COMISSÃO DE VALORES MobiliÁRIOS (org.). Direito do mercado de valores mobiliários. 2. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2022. cap. 3, p. 55–70. Disponível em: <https://www.investidor.gov.br>. Acesso em: 15 maio 2025.

UNIÃO EUROPEIA. **Diretiva 2003/6/CE do Parlamento Europeu e do Conselho**, de 28 de janeiro de 2003, relativa à utilização de informação privilegiada e à manipulação do mercado (abuso de mercado). Jornal Oficial da União Europeia, L 96, p. 16–25, 12 abr. 2003. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=CELEX%3A32003L0006>. Acesso em: 15 maio 2025.

UNIÃO EUROPEIA. **Regulamento (UE) n.º 596/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho**, de 16 de abril de 2014, relativo ao abuso de mercado (Regulamento sobre abuso de mercado). Diário Oficial da União Europeia, L 173, p. 1–61, 12 jun. 2014. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=CELEX%3A32014R0596>. Acesso em: 15 maio 2025.

VENTORUZZO, Marco. **Comparing insider trading in the United States and in the European Union: history and recent developments.** Brussels: European Corporate Governance Institute, 2014. (ECGI Working Paper Series in Law, n. 257/2014). Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2442049>. Acesso em: 17 maio 2025.

VIDOR, George. **A história da CVM pelo olhar de seus ex-presidentes.** Rio de Janeiro: ANBIMA; BM&FBOVESPA, 2016.