

**FACULDADE EVANGÉLICA DE RUBIATABA  
CURSO DE DIREITO  
EMANUELLE DE SOUZA**

**A CARACTERIZAÇÃO DO INSIDER TRADING NO DIREITO BRASILEIRO E  
INTERNACIONAL**

**RUBIATABA/GO  
2022**

**EMANUELLE DE SOUZA**

**A CARACTERIZAÇÃO DO INSIDER TRADING NO DIREITO BRASILEIRO E  
INTERNACIONAL**

Monografia apresentada como requisito parcial  
à conclusão do curso de Direito da Faculdade  
Evangélica de Rubiataba, sob orientação do  
professor especialista Lucas Santos Cunha.

**RUBIATABA/GO  
2022**

**EMANUELLE DE SOUZA**

**A CARACTERIZAÇÃO DO INSIDER TRADING NO DIREITO BRASILEIRO E  
INTERNACIONAL**

Monografia apresentada como requisito parcial à conclusão do curso de Direito da Faculdade Evangélica de Rubiataba, sob orientação do professor especialista Lucas Santos Cunha.

**MONOGRAFIA APROVADA PELA BANCA EXAMINADORA EM 13/06/2022**

**LUCAS SANTOS CUNHA- Especialista  
Orientador  
Professor da Faculdade Evangélica de Rubiataba**

**PEDRO HENRIQUE DUTRA- Mestre em Ciências  
Ambientais  
Examinador  
Professor da Faculdade Evangélica de Rubiataba**

**FABIANA SAVINI BERNADES PIRES DE ALMEIDA  
REZENDE-Mestre em Sociedade, Tecnologia e Meio  
Ambiente  
Examinador  
Professor da Faculdade Evangélica de Rubiataba**

Dedico esse trabalho a minha mãe, irmão e ao meu  
namorado. Vocês são a força que movimentam o meu  
universo.

## **AGRADECIMENTOS**

Primeiramente a Deus, que em todos os momentos que eu quis desistir, iluminou meu pensamento e me trouxe a paz e serenidade necessária para seguir em frente e superar os obstáculos.

A minha mãe que foi o alicerce do meu caráter, e sempre me apoiou em todos os meus sonhos e batalhou muito para me dar um ensino de qualidade, ao meu irmão que sempre me incentivou e me ajudou no que pode e ao meu namorado que sempre esteve comigo em todos os momentos difíceis me apoiando e me dando ânimo para continuar.

E a todos que contribuíram direta ou indiretamente para a realização deste trabalho, sempre serei profundamente agradecida.

## **EPIGRAFE**

*“Que os vossos esforços desafiem as impossibilidades.*

*Lembre-se que as grandes coisas do homem, foram conquistadas do que parecia impossível”.*

*(Charles Chaplin)*

## RESUMO

As operações com informações privilegiadas sobre ações, também chamadas de *insider trading*, representam um impacto significativo no bom funcionamento do mercado de ações, razão pela qual os ordenamentos jurídicos de muitos países (incluindo o Brasil) estabeleceram a proibição do uso ou fornecimento privilegiado de informações no mercado de ações, não apenas em suas disposições administrativas, mas também em seus códigos penais. Nesse sentido, a legislação brasileira estabelece penas de prisão (1 a 5 anos de acordo com a Lei n° 6.385/76), sanções administrativas e multas; no entanto, a estrutura complexa típica do crime de *insiders* fomenta problemas interessantes de interpretação na aplicação da norma. O objetivo principal desse trabalho é discorrer sobre os crimes contra o mercado de valores financeiros e o que influencia o surgimento do *insider trading*. A relevância desse trabalho se justifica uma vez que por meio de informações privilegiadas, o controle de uma empresa listada pode ser obtido e usado para realizar ações fraudulentas, sendo um tema de vital importância acadêmica. Levando em conta o que foi dito até aqui, a regulamentação deve buscar e sancionar o abuso de informações privilegiadas para evitar condutas maliciosas em busca de obter o controle de uma empresa ou, simplesmente, adquirir ações para obter um benefício econômico que não teria sido obtido sem ele. O direito tutelado pela norma que visa impedir o abuso de informações privilegiadas e o bom funcionamento do mercado de capitais como componente da economia social de mercado. Para garantir sua eficácia, a norma deve ser suficientemente dissuasiva, respeitando os princípios do direito sancionador, especialmente os princípios da legalidade, razoabilidade, previsibilidade e causalidade. É por isso que neste trabalho de pesquisa avaliaremos as regulamentações nacionais para a repressão ao abuso de informações privilegiadas para determinar sua eficácia. Para o desenvolvimento do trabalho, a metodologia adotada é a pesquisa bibliográfica, ancorada nos seguintes procedimentos: revisão de literatura sobre o tema em livros, artigos, monografias e trabalhos com relevância acadêmica, coleta de dados sobre a legislação disponível e por fim, catalogação das partes que acrescentam teoricamente ao assunto desenvolvido.

**Palavras-chave:** *Insider trading*; Crime; Mercado de ações; Mercado Financeiro.

## ABSTRACT

Operations with privileged information on shares, also called insider trading, represent a significant impact on the proper functioning of the stock market, which is why the legal systems of many countries (including Brazil) have established a prohibition on the use or provision of privileged information in the stock market, not only in its administrative provisions, but also in its penal codes. In this sense, Brazilian legislation establishes prison sentences (1 to 5 years according to Law No. 6,385/76), administrative sanctions and fines; however, the complex structure typical of insider crime raises interesting problems of interpretation in the application of the rule. The main objective of this work is to discuss crimes against the financial stock market and what influences the emergence of insider trading. The relevance of this work is justified since through privileged information, control of a listed company can be obtained and used to carry out fraudulent actions, being a topic of vital academic importance. Taking into account what has been said so far, the regulation should seek to sanction the abuse of privileged information to avoid malicious conduct in order to obtain control of a company or, simply, to acquire shares to obtain an economic benefit that would not have been obtained without it. The right protected by the rule that aims to prevent the abuse of privileged information is the proper functioning of the capital market as a component of the social market economy. To ensure its effectiveness, the rule must be sufficiently dissuasive, respecting the principles of sanctioning law, especially the principles of legality, reasonableness, predictability and causality. That is why in this research paper we will assess national regulations for the enforcement of insider trading to determine their effectiveness. For the development of the work, the methodology adopted is bibliographic research, anchored in the following procedures: literature review on the subject in books, articles, monographs and works with academic relevance, collection of data on the available legislation and, finally, cataloging the parts that add theoretically to the developed subject.

**Keywords:** Insider trading; Crime; Stock market; Financial market.



## **LISTA DE ILUSTRAÇÕES**

<b>Figura 1- Órgãos Reguladores e Fiscalizadores do Sistema Financeiro .....</b>	<b>16</b>
--	-----------

## **LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS**

NYSE – Bolsa de Valores de Nova York

OPA - Oferta Pública de Aquisições

CVM - Comissão de Valores Mobiliários

STF – Supremo Tribunal Federal

## SUMÁRIO

<b>1. INTRODUÇÃO</b> .....	<b>12</b>
<b>2. O MERCADO DE CAPITAIS: SITUAÇÃO ATUAL E QUESTÕES DE MAIOR IMPORTÂNCIA</b> .....	<b>15</b>
2.1. INFORMAÇÃO E EFICIÊNCIA DOS MERCADOS FINANCEIROS .....	15
2.1.1 METODOLOGIA.....	17
2.1.2 CLASSIFICAÇÃO DO MERCADO FINANCEIRO .....	18
2.2. ASPECTOS SOBRE O MERCADO DE CAPITAIS E O DESENVOLVIMENTO DE UM PAÍS .....	19
2.3. O MERCADO DE AÇÕES .....	20
2.4. IMPORTÂNCIA DO MERCADO FINANCEIRO .....	21
<b>3. INSIDER TRADING E SUA RESPONSABILIZAÇÃO</b> .....	<b>22</b>
3.1. IDEIAS PRELIMINARES .....	22
3.2. QUESTÕES TERMINOLÓGICAS .....	23
3.3 ORIGEM E EVOLUÇÃO DO <i>INSIDER TRADING</i> .....	24
<b>3.3.1 ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA</b> .....	<b>25</b>
<b>3.3.2 REINO UNIDO</b> .....	<b>27</b>
<b>3.3.3 FRANÇA</b> .....	<b>27</b>
<b>3.3.4 BRASIL</b> .....	<b>28</b>
3.4 CONSIDERAÇÕES POLÍTICO-CRIMINAIS A FAVOR E CONTRA A REGULAÇÃO DO INSIDER TRADING.....	29
<b>4. CORRELAÇÃO DO TRATAMENTO EXISTENTE NO BRASIL EM MATÉRIA DE INSIDER TRADING COM NORMAS INTERNACIONAIS</b> .....	<b>33</b>
4.1. REGULAMENTAÇÃO NO BRASIL .....	33
4.2. A REGULAMENTAÇÃO EM OUTROS PAÍSES .....	35
<b>5. CRITICAS E SUGESTÃO PARA APRIMORAMENTO DA ABORDAGEM SOBRE O <i>INSIDER TRADING</i> NO BRASIL</b> .....	<b>40</b>
5.1. BREVES SUGESTÕES DE APRIMORAMENTO E CRITICAS .....	40
<b>6. CONSIDERAÇÕES FINAIS</b> .....	<b>42</b>
<b>REFERÊNCIAS</b> .....	<b>44</b>

## 1. INTRODUÇÃO

Atualmente, os serviços empresariais e/ou financeiros, dentre os quais se considera a compra - venda de ações, têm alcançado maior dinamismo graças ao avanço da tecnologia. O mercado por excelência para compra e venda de ações é o Mercado de Capitais ou Bolsa de Valores. A Bolsa de Valores rege-se pela lei da oferta e da procura; nesse sentido, desde que haja proteção adequada, os investidores poderão realizar suas operações sem risco maior que o padrão. Este mercado, há vários anos, tem sido o meio pelo qual grandes quantias de dinheiro são mobilizadas através da transferência de ações. Levando isso em conta e o grande fluxo que existe atualmente nas bolsas de valores e no mercado de capitais em geral, os investidores buscam maximizar o retorno efetivo, enquanto as empresas buscam obter o maior valor possível para suas ações.

Para garantir a segurança jurídica e financeira das partes que participam deste negócio, deve haver um marco regulatório adequado que proteja tanto os investimentos quanto o valor das ações. Para este último, é fundamental contar com mecanismos que garantam que as transações sejam realizadas com total transparência e que as informações disponibilizadas aos investidores e que possam afetar o valor final das ações sejam de igual acesso a todos. Nesse sentido, torna-se relevante evitar que informações privilegiadas influenciem as decisões de compra ou venda de valores mobiliários, ou seja, evitar o que se conhece como *insider trading*.

Assim, se a informação privilegiada estivesse disponível gratuitamente, não só a pessoa com tal vantagem informacional se beneficiaria, mas a confiança de todos os potenciais compradores seria prejudicada, que, supondo que outros pudessem ter informação privilegiada, inibiria a compra, com a qual o valor das ações necessariamente cairia. Isso teria, portanto, um impacto negativo no número de transações, afetando o dinamismo do Mercado de Capitais e da economia como um todo.

O problema a ser estudado é a relação que existe entre a obrigatoriedade da divulgação de informações pelas empresas e o comportamento dos agentes no mercado de ações. Em um ambiente de mercado emergente como é o caso do Brasil, a relação entre essas variáveis é um problema porque há poucas instituições suficientemente fortes que tenham capacidade de aplicar e controlar as regulamentações vigentes, como observado em mercados desenvolvidos. A pergunta de pesquisa que será usada para nortear o presente trabalho é: como a instabilidade das negociações do ilícito *insider trading* podem impactar o mercado financeiro?

A quem compete o julgamento do crime de *insider trading* e o que dizem as correntes a favor e contra essa prática?

O objetivo principal desse trabalho é discorrer sobre os crimes contra o mercado de valores financeiros e o que influencia o surgimento do *insider trading*. Como objetivos específicos, pretende-se:

- Analisar o mercado de capitais, discorrendo sobre sua origem e desenvolvimento ao longo dos anos;
- Conceituar *insider trading*, ressaltar casos mais célebres no Brasil e outros países, correntes a favor e contra essa prática;
- Analisar o tratamento legal do *insider trading* no direito pátrio e em outros países;
- Delimitar os principais aspectos para aprimoramento e evolução da abordagem do *insider trading* no Brasil.

A relevância desse trabalho se justifica uma vez que por meio de informações privilegiadas, o controle de uma empresa listada pode ser obtido e usado para realizar ações fraudulentas, sendo um tema de vital importância acadêmica. Levando em conta o que foi dito até aqui, a regulamentação deve buscar e sancionar o abuso de informações privilegiadas para evitar condutas maliciosas em busca de obter o controle de uma empresa ou, simplesmente, adquirir ações para obter um benefício econômico que não seja teria sido obtido sem ele. O direito tutelado pela norma que visa impedir o abuso de informações privilegiadas é o bom funcionamento do mercado de capitais como componente da economia social de mercado. Para garantir sua eficácia, a norma deve ser suficientemente dissuasiva, respeitando os princípios do direito sancionador, especialmente os princípios da legalidade, razoabilidade, previsibilidade e causalidade.

É por isso que neste trabalho de pesquisa avaliaremos as regulamentações nacionais para a repressão ao abuso de informações privilegiadas para determinar sua eficácia. Para o desenvolvimento do trabalho, a metodologia adotada é a pesquisa bibliográfica, ancorada nos seguintes procedimentos: revisão de literatura sobre o tema em livros, artigos, monografias e trabalhos com relevância acadêmica, coleta de dados sobre a legislação disponível e por fim, catalogação das partes que acrescentam teoricamente ao assunto desenvolvido.

Esse trabalho será dividido em quatro capítulos principais. Inicialmente, cabe ressaltar que não é a pretensão desse estudo esgotar todas as informações sobre o tema e sim, propiciar uma análise breve e de fácil entendimento para profissionais da área de Direito, acadêmicos e para outras pessoas que tenham interesse de saber mais sobre um tema tão relevante.

O primeiro capítulo tem como objetivo analisar os conceitos, caracterização e aspectos relevantes sobre o mercado de capitais. Pretende-se com o segundo capítulo, tratar sobre o *insider trading* de maneira geral, como ocorrem as negociações baseadas na intenção do benefício de informação privilegiada, apresentar conceitos importantes, comparar opiniões positivas e negativas sobre essa prática, comparar casos famosos de *insider trading*;

No terceiro capítulo, será analisado o *insider trading* sob o viés jurídico das doutrinas legais: Lei 6.404/1976, Lei nº 10.303/2001 e direito internacional sobre o tema. Por fim, será analisado os aspectos para aprimoramento da abordagem sobre o *insider trading* no Brasil, conforme apresentado no quarto capítulo.

## **2. O MERCADO DE CAPITAIS: SITUAÇÃO ATUAL E QUESTÕES DE MAIOR IMPORTÂNCIA**

Este capítulo foi desenvolvido com o objetivo de identificar a importância do mercado de capitais, sua aplicação, características e classificação, para o qual foi realizada uma revisão bibliográfica sobre o assunto que servirá para determinar critérios gerais que permitiram conhecer os benefícios dos mercados, quais as estratégias que podem ser implementadas para entrar num mercado financeiro.

### **2.1. INFORMAÇÃO E EFICIÊNCIA DOS MERCADOS FINANCEIROS**

O homem há centenas de anos busca pontos de encontro para trocar ou vender produtos, alimentos, matérias primas, etc., esses lugares são chamados de “mercado” é um lugar em que ocorre a troca de um bem por outro; o objetivo é desenvolver uma nova economia para a sociedade ou para um país (ASSAF NETO, 2018).

Dois aspectos muito importantes devem ser considerados para estabelecer um mercado: oferta e demanda, a fim de obter benefícios rentáveis. Além disso, em um mercado encontramos vendedores de produtos e compradores deles. De acordo com Porto (2015, p. 83), “o mercado financeiro vem evoluindo há muitos anos, com o objetivo de melhorar o comércio, manter a estabilidade socioeconômica, trocar ativos financeiros entre pessoas físicas, comerciantes, fornecedores, instituições públicas ou privadas, com base em suas necessidades ou exigências”.

O dinheiro também se vende, se oferece como produto, sempre tem uma pessoa que precisa de dinheiro (requerente) para fazer investimentos, novos negócios; e uma pessoa que tenha dinheiro suficiente para oferecê-lo (fornecedor, instituição), com o objetivo de gerar nova renda com base no dinheiro emprestado “compra – venda de títulos” (PORTO, 2015).

Lemes, Rigo e Cherobim (2015) ressaltam que:

Os mercados financeiros podem se apresentar fisicamente, como no caso dos bancos, ou seja, quando uma pessoa se aproxima de uma instituição financeira ou de um investidor para que ele conceda um empréstimo, e virtualmente, como o “mercado” são realizadas por meio de transações virtuais, como forma de leilão. O mercado financeiro pode apresentar-se em diversas condições consoante o meio em que se pretenda entrar ou intervir e a pedido das pessoas, com o objetivo de gerar lucros e

benefícios para ambas as partes (oferente - proponente) (LEMES, RIGO & CHEROBIM, 2015, p. 28).

O mercado financeiro é um meio físico ou virtual, que permite gerar receita econômica, a partir do empréstimo de ativos financeiros (dinheiro) por prazo e juros definidos. Permite beneficiar vendedores e compradores com ideias ou projeções diferentes, mas voltadas para o mesmo objetivo, que é econômico para se manter em um nível aceitável e sustentável dentro de uma sociedade ou nação (HORTA, 2016). Um vínculo entre empresas ou organizações pode gerar muitos benefícios e estratégias dentro de um mercado financeiro, desde que as empresas tenham o mesmo propósito ou lucratividade equitativa para ambas as partes.

**Figura 1-** Órgãos Reguladores e Fiscalizadores do Sistema Financeiro



**Fonte:** Baseado em Assaf Neto (2018).

Intangibilidade, rentabilidade e risco caracterizam os ativos financeiros. Esses aspectos geram incerteza e afetam a análise de risco de crédito e risco de mercado. Em um sistema financeiro, o principal objetivo é facilitar o relacionamento entre fornecedores e



demandantes de qualquer ativo financeiro (FERREIRA JÚNIOR; SANTA RITA, 2021). Os mercados financeiros são um local virtual geograficamente delimitado e controlado no qual os ativos financeiros são trocados.

As principais características dos mercados financeiros são as seguintes:

- Amplitude: Alto nível de contratação, baixas margens de preço, variada gama de ativos. Transparência. Informações rápidas e baratas;
- Profundidade: Alto número de ordens de negociação para cada ativo;
- Flexibilidade: Rápida incorporação no preço da informação.

Os recursos são colocados ou captados no mercado financeiro por meio de instituições financeiras. Nos fornecedores estão os criadores do mercado, as instituições financeiras. Na demanda pode haver pessoas físicas, empresas, países e até as próprias entidades financeiras.

As informações nos mercados financeiros devem ser avaliadas quanto à sua qualidade, quantidade e distribuição entre os agentes do mercado. Essas informações podem ser assimétricas: um grupo de agentes possui mais informações que outros grupos, ou seja, alguns sabem mais que outros. Um mercado é eficiente se os preços dos ativos se ajustam rapidamente às informações relevantes que são produzidas (OLIVEIRA et. al, 2017).

### **2.1.1 Metodologia**

Os mercados financeiros são o mecanismo através do qual os ativos financeiros (como ações, obrigações e futuros) são trocados entre os agentes econômicos e o local onde são determinados os seus preços (não tem de ser um local físico). Sua função é mediar entre pessoas que poupam e pessoas que precisam de financiamento, ou seja, entre compradores e vendedores (ASSAF NETO, 2018).

Segundo Oliveira et. al (2017, p. 09) “na medida em que as crises impactam a capacidade de uma economia alocar recursos humanos, elas afetam a capacidade das sociedades de transformar níveis de crescimento em possibilidades de desenvolvimento”.

As empresas optaram pela fusão para ter maior participação e benefícios no mercado financeiro, ou seja, uma empresa se beneficiando dos pontos fortes e oportunidades da outra e vice-versa. Ao estabelecer o vínculo entre as empresas, três aspectos muito importantes devem ser abordados: melhorar a eficiência de custos, melhorar a eficiência do lucro e definir preços.

Para desenvolver uma identificação adequada dos grandes mercados, os mercados locais ou regionais devem ser analisados, considerando que estes mercados retalhistas terão uma ligação com os mercados nacionais mais relevantes. Baseado nos trabalhos de Porto (2015) e Horta (2016), para obter um bom mercado financeiro, é necessário levar em consideração os seguintes critérios:

- Ativo financeiro: Um ativo financeiro pode ser uma dívida ou um capital. Nesses mercados, as organizações que necessitam de financiamento emitem ativos financeiros, que são adquiridos por instituições, fundos ou pessoas físicas que buscam retorno sobre seus excedentes de caixa;

- Critério de endividamento: Devolver o capital em um determinado momento com um percentual de lucro ou juros;

- Critério de capital: Ações ou processos desenvolvidos pelas empresas para obter benefícios com base em seus resultados financeiros. Se os critérios anteriores forem aprofundados, observamos que para se obter um bom mercado, as informações dos produtos, ativos financeiros, devem ser acessíveis para todas as pessoas envolvidas no mercado da mesma forma, o preço deve ser mantido em linha de base, pequenas mudanças podem ocorrer, ou seja, elas não se dispersam ou se afastam, uma vez que vendedores (ofertas), compradores (demandantes) e intermediários devem participar ativamente do mercado.

Os mercados financeiros obtêm as seguintes características muito importantes: devem ser transparentes, socializar a informação com todos os *stakeholders*, contra a flexibilidade em termos de preço dos ativos financeiros dentro do mercado, até eliminar barreiras ou limitações, ou seja, as pessoas podem sair e entrar no mercado mercados financeiros, assim como a amplitude do mercado, oferecendo mais ativos aos interessados (DEUS, 2021).

### **2.1.2 Classificação Do Mercado Financeiro**

Baseado no trabalho de Assaf Neto (2018), os mercados financeiros são classificados em cinco, dando-nos o conhecimento dos diferentes tipos de mercados com os maiores montantes:

- Mercado monetário: Chamado de grande mercado de capitais de curto prazo, dentro deste mercado temos bancos, cooperativas, onde grandes quantias de dinheiro circulam de uma instituição para outra. “Mercado de baixo risco e alta liquidez”;

- Mercado de capitais: É um ponto de encontro entre pessoas que oferecem e demandam capital, com o objetivo de estabelecer uma troca do mesmo, para investimentos de empresas, instituições que possuem projeções de longo prazo e que por insuficiência de recursos ou patrimônio não podem executar projetos;
- Mercado de commodities ou matéria-prima: É um mercado organizado, envolvendo produtos ou bens de primeira necessidade, que aumentam seu valor de acordo com a demanda e a situação econômica do meio ambiente (economia decrescente), estes produtos podem ser: trigo, açúcar, gás, gasolina, eletricidade, entre outros;
- Mercado de câmbio: É o maior mercado do mundo, são feitas grandes transferências internacionais, negociações entre países, financiamentos e operações internacionais, câmbio, dependendo da oferta e demanda;
- Mercado de derivativos: É um mercado onde os valores são derivados de outros ativos, como exemplo temos o preço do petróleo.

## 2.2. ASPECTOS SOBRE O MERCADO DE CAPITAIS E O DESENVOLVIMENTO DE UM PAÍS

É possível definir o mercado de capitais como aquele em que tanto fornecedores quanto demandantes de capital financeiro interagem em suas mais variadas formas (dinheiro e títulos ou ativos financeiros), onde também surgem intermediários especializados, regulados e controlados. Ou seja, é o conjunto de regulamentações, instituições, práticas e indivíduos que formam o mercado (HANSZMANN, 2021).

É evidente que o crescimento e desenvolvimento econômico do país necessita de um Mercado de Capitais sólido e eficiente que possibilite, por um lado, a promoção da poupança interna e a sua utilização mais conveniente, e, por outro, o financiamento de novos projetos de investimento, bem como a expansão dos negócios das empresas, oferecendo diversas alternativas, com as taxas de retorno e custos mais favoráveis, respectivamente. Autores como Porto (2015) e Hanzmann (2021), afirmam que ter um mercado de capitais sólido e eficiente é uma preocupação constante de quem é responsável pela liderança econômica de um país.

O desenvolvimento financeiro é importante para promover o crescimento econômico e a estabilidade. Esta é uma característica do processo de desenvolvimento que tem

sido amplamente documentada na literatura (YAZBEK, 2007; HORTA, 2016; HANZMANN, 2021).

Um dos principais componentes desse processo é o desenvolvimento do mercado de capitais. Por exemplo, o aprofundamento do mercado de títulos locais de longo prazo facilita a redução dos descasamentos de moedas e vencimentos nos balanços das empresas. Isso também cria alternativas ao financiamento bancário que podem apoiar a eficiência e a estabilidade. Do ponto de vista dos investidores, mercados de capitais profundos e líquidos aumentam a oferta de ativos diferenciados facilitando as escolhas de investimento (PORTO, 2015). Talvez mais importante para os mercados emergentes (MEs), os deslocamentos macroeconômicos e financeiros experimentados após as crises no final da década de 1990 levaram a maiores esforços nesses países para desenvolver mercados de capitais locais.

O desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil é uma questão-chave de política no futuro para fomentar a poupança, o investimento e a capacidade de absorção em um contexto de perspectivas de fluxos de capital consideráveis no médio prazo. Os níveis de poupança e investimento do Brasil como proporção do PIB ainda são baixos para os padrões internacionais. Dessa forma, o aprofundamento dos mercados de capitais seria importante para aumentar os incentivos à poupança e alocá-los eficientemente aos investimentos. Mercados de capitais profundos e líquidos também podem ajudar a reforçar a resiliência aos fluxos de capital, desenvolvendo maior capacidade de absorção (HANZMANN, 2021).

### 2.3. O MERCADO DE AÇÕES

O mercado de ações do Brasil cresceu rapidamente em termos de capitalização de mercado e volumes de transações. A capitalização total do mercado de ações teve uma média de 34.7% de 1980 até 2021, com uma base de investidores diversificada, incluindo pessoas físicas, investidores institucionais, instituições financeiras e investidores estrangeiros. Este crescimento foi impulsionado por uma combinação de forte desempenho de mercado e um aumento constante na quantidade total de ações.

A introdução do Novo Mercado (“Novo Mercado”), que incentivou as corporações a adotarem padrões mais elevados de governança corporativa, transparência e proteção aos acionistas minoritários, como pré-requisitos para listagem, também contribuiu para o desenvolvimento do mercado. Apesar desses ganhos, o mercado acionário brasileiro ainda possui um número pequeno de listagens. Após um recorde R\$ 404,8 bilhões em ofertas de

companhias brasileiras entre janeiro e setembro de 2021, o número de ofertas tende a se estabilizar níveis um pouco, em parte refletindo as fracas condições financeiras globais após a pandemia pelo Covid-19 (ANBIMA, 2021).

Os investidores estrangeiros são atores importantes no mercado de ações. De fato, os estrangeiros são investidores expressivos, principalmente, no mercado de ofertas públicas. A maioria dos investidores não residentes está domiciliada nos EUA e na Europa, introduzindo uma importante ligação entre o mercado de oferta e as condições no exterior. Em agosto e setembro de 2018, por exemplo, não houve emissão de ações – várias ofertas públicas foram canceladas ou adiadas devido à preocupação dos investidores com os riscos de contágio da zona do euro. A análise entre países também mostra que a participação dos estrangeiros na capitalização de mercado tem sido maior do que em outras grandes economias emergentes (FERREIRA JÚNIOR; SANTA RITA, 2020).

Os investidores institucionais locais no Brasil – fundos de pensão e fundos mútuos – têm sido menos ativos no mercado de ações. Por exemplo, a alocação de ativos dos fundos mútuos tem se concentrado em ativos seguros e líquidos, como títulos do governo e transações de recompra. Os fundos de pensão, cuja meta de retorno é tipicamente definida para atingir um certo *spread* sobre a taxa de inflação no contexto de um ambiente de altas taxas de juros de curto prazo, tendem a investir em títulos indexados à inflação em vez de ações. Assim, taxas de juros mais baixas e valorizações crescentes das ações, se apoiadas por melhorias fundamentais nas perspectivas corporativas, poderiam atrair um número maior de empresas para abrir o capital (HANSZMANN, 2021).

#### 2.4. IMPORTÂNCIA DO MERCADO FINANCEIRO

Os mercados financeiros são importantes porque criam um elo entre empresas que precisam de financiamento para crescer ou expandir suas operações, com outras empresas ou pessoas que têm dinheiro suficiente e buscam investimentos que gerem renda e benefícios lucrativos (DEUS, 2021).

### 3. INSIDER TRADING E SUA RESPONSABILIZAÇÃO

Neste capítulo, faremos uma primeira aproximação ao uso da informação privilegiada como fenômeno do mercado de ações, para o qual exporemos as questões terminológicas que afetam esse campo, os diferentes argumentos éticos, jurídicos e econômicos que têm sido alegados tanto por aqueles que propõem a desregulamentação das práticas de *insiders*, bem como aqueles que defendem a proibição de *insider trading*.

#### 3.1. IDEIAS PRELIMINARES

Há alguns anos se discute arduamente a conveniência de indiciar criminalmente o uso de informações privilegiadas no mercado de ações, assim, outra correndo no setor mercantilista defende que *rationae materiae* as ações do insider devem ser regulamentadas por meio do estabelecimento de códigos de conduta e da determinação de sanções administrativas, a doutrina penal tem optado majoritariamente pela necessidade de se tratar criminalmente o chamado *insider trading* (ANDERSON, 2018). As razões aludidas por aqueles que se opõem à punição do *insider* apontam para o fato de as ações dos *insiders* estarem sujeitas ao cumprimento de uma série de deveres constantes de códigos de conduta e que a sua infração resulta na imposição de sanções administrativas pelo órgão correspondente, que no caso do Brasil é a CVM – Comissão de Valores Imobiliários, responsável pelo acompanhamento e controle das operações do mercado de ações.

Proença (2019) ressalta que:

Além disso, argumenta-se que a ação dos *insiders*, é de qualquer forma um benefício, pois com essas operações o valor dos títulos é colocado em seu nível real. Diante dessa posição, os defensores da criminalização do crime de uso de informação relevante admitem que a criação desse tipo penal deve ser desprovida de considerações éticas; porém, ressaltam que as operações dos *insiders* acarretam a lesão de direitos jurídicos essenciais para o correto funcionamento do sistema de bolsa de valores (PROENÇA, 2019, p. 27).

O uso de informações privilegiadas sobre ações, mais conhecido no Direito como *insider trading*, é uma figura criminal relativamente recente no sistema punitivo brasileiro, apesar de a legislação de alguns países europeus já estabeleceu, há alguns anos, sanções penais para este tipo de prática que prejudicam fundamentalmente o bom funcionamento do mercado de ações. No entanto, o fenômeno do *insider trading* tem uma tradição regulatória mais longa

no sistema norte-americano, pois, em decorrência do famoso crash da Bolsa de Valores de Nova York (1929), as autoridades foram obrigadas a aprovar leis de valores mobiliários separadas com o objetivo de evitar certas práticas fraudulentas (PRADO, 2020).

Por isso, a legislação norte-americana tem sido o ponto de referência para aquelas legislações que optaram pela repressão às operações internas, embora seja verdade que cada sistema punitivo estruturou a proibição com base em parâmetros que às vezes não coincidem com o sistema americano, o abandono progressivo da visão corporativa do fenômeno na determinação do bem jurídico tutelado.

### 3.2. QUESTÕES TERMINOLÓGICAS

Antes de prosseguir com o exame dos diferentes argumentos que têm sido apresentados a favor e contra a proibição penal e/ou administrativa do uso de informações privilegiadas, faremos uma breve revisão da origem e do significado dessa expressão, bem como seus antecedentes históricos. Assim, por esta denominação entendem-se as operações realizadas por um sujeito, o *insider*, mediante o uso de informação privilegiada a que teve acesso em razão do cargo que ocupa em sociedade emissora de valores mobiliários.

No entanto, o termo *insider trading* decorre que a pessoa que utiliza informação privilegiada em benefício próprio pertence à estrutura orgânica ou funcional de uma sociedade, ou seja, está “dentro” dela, é, portanto, do chamado *insider* interno ou *insider* corporativo (por exemplo, membros do conselho de administração, diretores, acionistas, etc.); enquanto atualmente a doutrina e a legislação de muitos países incluem nesse conceito uma categoria de sujeitos fora da sociedade (*outsiders*), ou seja, pessoas que não são *insiders* em sentido estrito, mas que acessam informações privilegiadas por outros motivos devido a sua atividade profissional (assessores fiscais, advogados, auditores, jornalistas, etc) (PRADO et. al, 2020).

Verifica-se em outras doutrinas diferentes definições para essa prática, com destaque para a definição francesa “*délit d’initiés* ou *opérations d’initiés*”, por abranger uma categoria mais ampla de sujeitos que utilizam informações confidenciais em suas operações bolsistas para obter benefícios (LOWWENSON; SMITHINE, 2018).

Há quem afirme – com razão – que este fenômeno não se limita exclusivamente ao mercado de capitais, mas que também pode surgir noutros domínios da vida econômica e que, aliás, nem sempre aparece com a finalidade de obter vantagens pecuniárias, mas também

benefícios pessoais de outra natureza. Não obstante esse esclarecimento, a expressão *insider trading* ainda é a mais difundida para se referir ao uso de informações privilegiadas sobre ações, independentemente de o sujeito que opera com essa vantagem cognitiva ser *insider* ou não no sentido estrito (MUSSNICH, 2017). Por outro lado, deve-se levar em conta que juntamente com essas expressões, toda uma série de denominações também foi cunhada para designar outra categoria de sujeitos que operam com informações privilegiadas, mas que não têm relação direta com a sociedade.

### 3.3 ORIGEM E EVOLUÇÃO DO *INSIDER TRADING*

A doutrina da maioria absoluta atribui a origem da regulamentação legal do *insider trading* às regulamentações norte-americanas sobre valores mobiliários, ou seja, o *Securities Act* (1933) e o *Securities Exchange Act* (1934), que surgiram como resultado da famosa colapso do mercado da Bolsa de Valores de Nova York em 1929; no entanto, o fenômeno como tal não parece ter surgido neste contexto, mas sim muitos anos antes, com a própria origem do comércio, embora o primeiro caso documentado remonte a 1723, ano em que Sir John Barnard – excelente conhecedor de Londres – denunciou que pessoas ligadas à Companhia das Índias Holandesas haviam se enriquecido à custa dos demais acionistas, pois ao saberem antecipadamente da diminuição dos dividendos que aquela empresa ia conceder, venderam suas respectivas ações e, em pouco tempo depois – quando a notícia já era do conhecimento público – o valor das referidas ações caiu 50% (DURSTON; ZAIDI, 2018).

Dessa forma, portanto, os acionistas utilizaram informações privilegiadas para vender suas ações e, assim, evitar prejuízos financeiros significativos. O posterior desenvolvimento dos mercados permitiu um maior afluxo de investidores e um maior nível de desenvolvimento econômico das sociedades emitentes de valores mobiliários, mas também trouxe consigo – como fenômeno quase inevitável – a utilização de informação privilegiada por sujeitos pertencentes à estrutura de sociedades, que foram batizados com o nome de *insiders*. Muito brevemente mencionaremos alguns dos casos mais emblemáticos de operações de *insiders* que ocorreram em diferentes bolsas de valores.



### 3. 3.1 Estados Unidos da América

É precisamente neste país que se regista a grande maioria dos casos documentados de insider trading, razão pela qual na jurisprudência norte-americana podemos encontrar uma longa série de sentenças que abordam o problema do insider trading. Alguns casos de transações em bolsa com informações privilegiadas que merecem destaque são, entre outros:

- Caso de Cady, Roberts & Co. (1961): Este é o primeiro caso de uso de informações privilegiadas com o qual se iniciou o que é conhecido como a nova era do direito de insider trading. Nesse caso, o sócio de uma corretora foi informado pelo diretor de uma empresa que o conselho de administração havia concordado em reduzir os dividendos (BRAINBRIDGE, 2014). Imediatamente e antes da divulgação da informação, o sujeito procedeu à venda das ações daquela empresa em nome de um dos seus clientes;

- Caso SEC v Texas Gulf Sulphur Co. (1968): A relevância deste caso se deve ao fato de ter sido o primeiro em que a Justiça Federal aplicou a regra "informar ou abster-se" (regra de divulgação ou abstenção), em virtude da qual aqueles que possuem informações pertinentes aos preços são obrigados a comunicá-lo antes de realizar qualquer operação (BRAINBRIDGE, 2014). Aqui, gerentes e funcionários compraram ações de uma mineradora para a qual trabalhavam, antes que a descoberta de reservas minerais significativas fosse divulgada;

- Caso Shapiro vs Merrill Lynch Pierce Fenner & Smith (1974): a importância deste caso é que a própria empresa é condenada e não os investidores, pois entre eles e a outra empresa envolvida não havia relação de confiança. Gasparino ressalta que, a Merrill Lynch recebeu informações confidenciais dos administradores da empresa Douglas, nas quais foram antecipados grandes prejuízos. A Merrill Lynch Pierce então comunicou esta informação a clientes institucionais que prontamente despejaram as ações da Douglas, causando a quebra das ações (GASPARINO, 2013);

- Caso EUA v Chiarella (1979): Trata-se de um dos casos mais emblemáticos da jurisprudência norte-americana. Nele, foi julgado Vincent Chiarella, funcionário da gráfica Pandick Press, que recebeu materiais para impressão, entre os quais havia informações sobre aquisições e fusões de empresas. Para manter essas informações em sigilo, as identidades das empresas envolvidas foram falsificadas; no entanto, Chiarella conseguiu deduzir a identidade dessas empresas e antes que a informação fosse divulgada, ela investiu em ações da empresa afetada. Desta forma, Chiarella obteve benefícios que totalizaram 30.000 dólares em um período de 14 meses. Nesse caso, o funcionário da gráfica concordou em devolver os lucros aos

fornecedores e foi condenado criminalmente; entretanto, o STF revogou a condenação, alegando que não havia relação de confiança entre o acusado e a empresa objeto da OPA (BRAINBRIDGE, 2014). Anderson (2018, p. 73), sobre o caso, lembra que “Chiarella não era funcionária dessa empresa e também não obteve a informação de nenhum *insider*. A importância deste caso reside no fato de que o juiz Burger, que discordou da decisão adotada pela mais alta corte, cunhou a teoria da apropriação indébita”, em virtude da qual se pretendia punir aqueles que, sem ter qualquer relação fiduciária com a empresa emissora do título, utilizaram indevidamente informações que não lhe pertenciam;

Caso *Dirks v SEC* (1984): neste caso, o funcionário de uma corretora especializada no setor de seguros recebeu informações de um ex-diretor de alto escalão da empresa *Equity Funding of America*, em virtude da qual se refletiu que esta empresa estava em uma situação econômica difícil. Este ex-alto funcionário sugeriu que Dirks confirmasse a referida informação para torná-la pública, de modo que, uma vez que Dirks a corroborasse, e antes de torná-la pública, a comunicasse a certos clientes institucionais, que venderam todos os títulos que possuíam a operadora de seguros (BRAINBRIDGE, 2014). Como no caso Chiarella, Dirks foi condenado como “informante informado” na primeira e na segunda instância; no entanto, o Supremo Tribunal reverteu a decisão;

- Caso *Levine* (1984): neste caso, Dennis B. Levine obteve informações confidenciais da corretora onde trabalhava como executivo, sobre futuras aquisições massivas de títulos para controlar a empresa emissora dos títulos. Antes que esta informação fosse divulgada, Levine investiu nestes títulos, que aumentaram de valor muito rapidamente, de modo que os vendeu no ponto mais alto do preço, tendo obtido um lucro de 12.600.000 dólares em um curto período de tempo. Levine foi condenado a pagar a referida quantia, a pagar uma multa de aproximadamente meio milhão de dólares e a dois anos de prisão (ANDERSON, 2018);

- Caso *US v Carpenter*, comumente conhecido como “caso Winans” (1987): neste caso, o Sr. Foster Winans, jornalista do *Wall Street Journal*, que gozava de grande prestígio e influência entre os investidores, a ponto de afetar as cotações por meio de Na coluna que publicava diariamente, ele entrou em contato - através de Carpenter - Felis e Brant e eles combinaram que ele os informasse do conteúdo de seus artigos antes de serem publicados, para que pudessem investir de acordo com essa informação e assim obter lucro. Com efeito, esta operação foi realizada em várias ocasiões, chegando a quantificar lucros líquidos de 700.000 dólares (GASPARINO, 2013; BRAINBRIDGE, 2014). Nesse caso, a Justiça condenou os envolvidos por entenderem que a informação pertencia ao jornal;

- Processo US/O'Hagan (1988): Neste caso, decidido em 25 de junho de 1997, um advogado foi condenado por ganhar US\$ 4,3 milhões para comprar opções de compra de ações de uma empresa que seria adquirida em oferta pública por outro. Por outro lado, era cliente da firma para a qual o advogado trabalhava. Dessa forma, equipara-se ao insider que apreende informações confidenciais para negociar títulos nas bolsas de valores, quebrando a fidelidade devido à fonte da informação (ANDERSON, 2018). Esse caso marcou uma mudança substancial na jurisprudência, pois pela primeira vez a Suprema Corte dos Estados Unidos estabeleceu que a quebra de lealdade não precisa necessariamente ser devida à empresa emissora dos títulos.

### **3.3.2 Reino Unido**

Na Grã-Bretanha, a regulamentação do abuso de informação privilegiada como fenómeno bolsista teve uma evolução notável, pois nos seus primórdios, embora as operações com informação privilegiada fossem consideradas imorais, a verdade é que do ponto de vista jurídico não foram concebidas como negócios ilícitos.

Nesse sentido, a jurisprudência se pronunciou no caso *Percival versus Wright* (1902), onde os administradores de uma empresa compraram ações de X, sem informá-lo de que estavam em negociações para a alienação de todas as ações da referida empresa a um preço superior do que aquele que o vendedor pagou. Embora as negociações não tenham culminado na venda das ações por melhor preço, o vendedor solicitou à justiça a resolução da venda, alegando que os administradores deveriam tê-lo informado das referidas negociações (BRAINBRIDGE, 2014). O tribunal decidiu admitindo que a venda era vinculante, considerando que os administradores não tinham obrigação legal de divulgar tais informações, uma vez que não tinham relação de natureza fiduciária com o autor.

### **3.3.3 França**

Na França, o "caso Pechiney" é um caso de especial interesse. Neste caso, a empresa Pechiney, que ocupava o terceiro lugar na produção de alumínio, estudava sua possível associação com a empresa americana American Can e, conseqüentemente, algumas pessoas estavam cientes da eventual fusão. Dias depois, foram detectadas operações de compra e venda

da referida empresa no valor de 300.000 ações, posteriormente foi anunciada oficialmente a compra da empresa American Can pela Pechiney (BRAINBRIDGE, 2014).

### 3.3.4 Brasil

No Brasil o caso mais célebre sobre *insider trading* é o da Sadia. Em 2006, a companhia iniciou os preparativos para adquirir 50% das ações da Perdigão S.A, um dos seus maiores concorrentes no setor alimentício, buscando assim obter o controle acionário da companhia. Para isso, utilizaram uma oferta pública de aquisições (OPA), operação que ainda era inédita no mercado de capitais brasileiro, que foi possível apenas depois da adesão da Perdigão S.A ao novo mercado (OLIVEIRA, 2018).

Ainda em 2006, a Sadia oferece um preço de R\$27,88 por ação, proposta que foi recusada pela maioria dos detentores de ações da Perdigão, que somavam 55,38% das ações totais da empresa, desta forma, inviabilizando o negócio, já que o objetivo principal da Sadia era obter o controle acionário da Perdigão. Diante do cenário de duas recusas de ofertas por parte dos acionistas, a Sadia retira a sua oferta pública, o que fez com que o preço das ações da Perdigão despencasse na bolsa (SCHNEIDER, 2019).

Ocorre que antes da divulgação pela Sadia sobre a intenção de adquirir mais de 50% das ações da Perdigão, Romano Ancelmo Fontana, membro do Conselho de Administração da Sadia na época, adquiriu o equivalente a cerca de 36.000 ações ordinárias (na NYSE – Bolsa de Valores de Nova York), abrindo mão em seguida da sua posição na companhia (OLIVEIRA, 2018; SCHNEIDER, 2019). Ou seja, o administrador comprou as ações por um preço extremamente baixo e as vendeu por um preço muito lucrativo posteriormente, obtendo um rendimento superior a US\$ 140.000,00.

Em um processo administrativo realizado, a CVM verificou que houve uma grande oscilação de preços envolvendo as ações ordinárias da companhia, o que gerou uma discussão sobre a suspeita da prática de *insider trading*. Ainda que as negociações tenham ocorrido na bolsa de Nova York, a CVM entendeu a sua competência para julgar o caso (SCHNEIDER, 2019).

### 3.4 CONSIDERAÇÕES POLÍTICO-CRIMINAIS A FAVOR E CONTRA A REGULAÇÃO DO INSIDER TRADING

Conforme veremos nos próximos parágrafos, na literatura sobre *insider trading* podemos encontrar argumentos tanto a favor quanto contra a regulação criminal e/ou administrativa de tais operações. Nesse sentido, então, por um lado, a doutrina costuma recorrer a posicionamentos jurídicos, econômicos e éticos para destacar como e em que medida as transações com informações privilegiadas prejudicam o bom funcionamento do mercado de ações e, por outro, os defensores das operações com informações privilegiadas empunham argumentos fundamentalmente econômicos e funcionais para justificar a desregulamentação do abuso de informações privilegiadas. Então vamos ver quais são esses argumentos.

Entre os argumentos a favor do *insider trading*, o debate sobre estabelecer ou não uma regulamentação que proíba operações de insider surgiu com a publicação da importante obra de Manne, intitulada *Insider Trading and the Stock Market* (1966). Por meio dessa obra, o referido autor, considerado o maior defensor do *insider trading*, rompeu com o consenso – até então vigente – de que práticas com informações privilegiadas eram prejudiciais; desta forma, então, a Manne (1966) sustenta – em termos gerais – que as operações de *insider* produzem efeitos benéficos no mercado e que, conseqüentemente, eles não devem estar sujeitos a qualquer regulamentação. Dentre os argumentos econômicos apresentados por Manne e por aqueles que, amparados em suas premissas, também tem uma opinião a favor sobre o tema (GIRÃO et. al, 2015; CABALINE, 2020) destacam-se:

a) Ausência de dano ao investidor: *Insider trading* como crime sem vítima (crime sem vítima). Considerado como argumento clássico, a inexistência de indenização para o investidor configura-se como uma das principais premissas assumidas por amplo setor da doutrina. A esse respeito, alega-se que o investidor que contrata com o insider não sofre nenhum dano patrimonial porque, mesmo que este não tivesse agido, o investidor teria realizado a mesma operação com outro participante do mercado, de modo que - desta perspectiva - o *insider trading* como um crime sem vítimas;

b) Aumento da eficiência do mercado: De acordo com esta tese, as operações com informações privilegiadas ajudam a aumentar a eficiência do mercado, pois, por um lado, aumentam a eficiência alocativa, entendida como a capacidade do mercado de alocar recursos às empresas mais rentáveis, por outro lado, porque contribuem para aumentar a eficiência informativa, pois quando um sujeito opera com informações privilegiadas, está fornecendo ao mercado informações sobre a tendência dos preços. Nesse sentido, então, as operações de

insider colocam o preço dos títulos em seu nível real e, além disso, supõem um incentivo à busca constante de informações sobre a empresa, reduzindo assim o custo de sua aquisição por outros sujeitos.

c) Efeitos positivos para a empresa cujos valores mobiliários são objeto da operação: Com essa premissa, busca-se mostrar que o *insider trading* tem efeitos positivos para a empresa aberta, uma vez que tais práticas constituem um mecanismo de compensação para os empresários (empresários) responsáveis para o sucesso e das inovações da sociedade e, portanto, representam um mecanismo de incentivo à assunção de riscos para aumentar a rentabilidade das referidas empresas. Nesse sentido, um setor considera que devem ser permitidos acordos entre acionistas e representantes sobre o uso de informações privilegiadas, uma vez que a autorização para o uso de tais informações faz parte do sistema de incentivos e remuneração do órgão de administração da empresa.

Entre os argumentos a favor da proibição de *insider trading*, a doutrina jurídica (WAGNER, 2011; MUSSNICH, 2017; PRADO, 2020), e parte da doutrina econômica (PORTO, 2015), questionou os argumentos a favor das práticas de *insider trading*, mas também propôs uma série de critérios que tentam refletir os danos que as operações dos *insiders* causam ao sistema bolsista, entre estes destacam-se pela sua importância:

a) Críticas à alegada eficiência informativa: A este respeito, deve dizer-se que o *insider trading* não é capaz de transmitir novas informações ao mercado nem provoca uma alteração aumento substancial de preços, por exemplo, porque o *insider* não possui recursos suficientes para executar as operações. A variação substancial de preços só ocorrerá quando os demais investidores deduzem que um insider com informações privilegiadas está atuando na negociação de valores mobiliários; além disso, argumenta-se que existem outros mecanismos alternativos mais adequados para conduzir os preços ao seu nível real, ou seja, a pronta divulgação de informações relevantes para os preços. Da mesma forma, argumenta-se que é altamente duvidoso que as operações de insider incentivem a produção e disseminação de novas informações, uma vez que, em qualquer caso, é do interesse do insider manter em sigilo as informações de que dispõe;

b) Críticas à permissibilidade do uso de informação privilegiada como mecanismo de incentivo. Em relação ao *insider trading* como incentivo ao trabalho empresarial, a doutrina sustenta acertadamente que se trata de mecanismo insuficiente dada a sua natureza ocasional e a dificuldade de identificação dos *insiders* verdadeiramente responsáveis pelo sucesso da empresa, uma vez que os resultados obtidos pela sociedade geralmente não dependem da ação pessoal de uma única pessoa, mas sim do esforço coletivo dos diversos colaboradores da mesma

e, além disso, para tais fins existem outros mecanismos mais adequados. Além disso, na prática foi demonstrado que o uso de informações privilegiadas é realizado por indivíduos que em nada contribuem para o desenvolvimento da empresa ou fazem parte do grupo de empresários.

A isso deve-se acrescentar que a possibilidade de utilização de informações privilegiadas não seria permitida apenas quando se produzam resultados positivos para a empresa, mas também quando há resultados negativos, como a existência de prejuízos. Por fim, argumenta-se, por um lado, que esse mecanismo de incentivo induziria os dirigentes ou altos funcionários a passar grande parte do seu tempo à procura de negócios que lhes proporcionassem benefícios pessoais, negligenciando assim os interesses da sociedade e, portanto, outro, que a permissibilidade de práticas privilegiadas poderia induzir os diretores a realizar transações mais arriscadas do que os acionistas estariam dispostos a realizar, de modo que, se as negociações fossem bem-sucedidas, os *insiders* seriam beneficiados, enquanto se as operações fracassassem, as perdas recairiam sobre os acionistas;

c) Repercussões negativas do uso de informações privilegiadas sobre o princípio da divulgação imediata de informações que possam afetar os preços: Nesta faceta do mercado de valores mobiliários, ao permitir que *insiders* trafeguem informações privilegiadas, isso seria um incentivo para retardar a divulgação de tais informações até que os insiders tenham obtido vantagens econômicas, de modo que as práticas dos insiders atuariam como mecanismo de desaceleração no processo de divulgação da informação e sua incorporação nos preços, o que acabaria por ter um impacto negativo na eficiência alocativa do mercado. Além disso, argumenta-se que a percepção de que a informação sobre os emitentes de valores mobiliários não é imediatamente acessível provocaria, em qualquer caso, uma redução do preço dos seus valores mobiliários;

d) O dano à confiança no sistema bolsista: Considerado como argumento macroeconômico, alega-se que o abuso de informação privilegiada prejudica a confiança dos investidores no mercado bolsista, o que poderá levar à sua retração, uma vez que o investidor que não confia certo mercado de ações evita participar dele, o que teria um impacto negativo, por um lado, no funcionamento do mercado de ações, a ponto de pôr em risco sua própria subsistência, e, por outro, no sistema econômico do país (dano colateral);

e) Argumentos éticos e justos em favor da proibição: Além das considerações anteriores, a doutrina tem afirmado que as operações com informações privilegiadas violam os princípios básicos da ética empresarial e constituem práticas imorais e desleais. Nesse sentido, então, tem-se argumentado que a injustiça das operações de insider reside no fato de violarem o princípio da igualdade de oportunidades para os investidores, uma vez que o *insider* possui

vantagem cognitiva sobre os demais participantes do mercado e, conseqüentemente, não assume os mesmos riscos. Da mesma forma, argumenta-se que o uso de informação privilegiada é duplamente imoral, pois configura quebra de confiança em relação à empresa e concorrência desleal para com outros investidores que acreditam que a informação que afeta o preço dos valores mobiliários é pública.

Do ponto de vista empresarial, argumenta-se que o uso de informações privilegiadas viola o direito de propriedade da empresa sobre as informações, pois, sem dúvida, a sociedade tem direito à informação sobre seus assuntos, sejam eles reestruturações de pessoal, fusões, descobertas científicas ou técnicas; isso porque a informação privilegiada tem valor econômico e, conseqüentemente, o *insider* deve usá-lo para o benefício da empresa e não para seu próprio benefício (PROENÇA, 2019). Dessa forma, então, o uso de informações privilegiadas pelo *insider* assemelha-se ao uso indevido das instalações da empresa, uso de computadores, telefones ou escritórios, para obter benefícios pessoais.



#### 4. CORRELAÇÃO DO TRATAMENTO EXISTENTE NO BRASIL EM MATÉRIA DE INSIDER TRADING COM NORMAS INTERNACIONAIS

O objetivo com o desenvolvimento desse capítulo foi determinar uma correlação entre o tratamento jurídico presente no direito brasileiro e a matéria de *insider trading* em normas internacionais. Além disso, analisa-se desde uma perspectiva crítica a figura da autorregulação no mercado de ações, recorrendo às ferramentas da análise econômica do Direito Privado, uma vez que se estudou seu alcance, no caso brasileiro, para determinar a racionalidade de funcionalidade, do que o uso indevido de informações privilegiadas em bolsa de valores incorpora, como um dos comportamentos que podem causar maiores danos ao mercado pela evidente desigualdade que representa para os investidores e pelo prejuízo que pode gerar entre estes, razão pela qual esta prática tem sido severamente punida a nível internacional.

##### 4.1. REGULAMENTAÇÃO NO BRASIL

A regulação do *insider trading* nasceu para responder à necessidade de manter certos princípios do bom funcionamento do mercado de valores, como a transparência, a confidencialidade e a igualdade, argumento é o que permite o reconhecimento de tal mecanismo de informação baseado na correlação das normas relativas ao tratamento do uso indevido de informações. Como vemos no Brasil, no caso de todos os sistemas jurídicos, é o mesmo padrão, pois o objeto de proteção é a confiança dos atores do mercado para poder atuar com informação simétrica onde todos estão em pé de igualdade, ou em menos oportunidades para acessá-lo.

Assim, a regulamentação do uso de informações privilegiadas é necessária para manter o equilíbrio e a confiança do mercado de ações. A referida regulação deve ser adequada e eficiente para o alcance desses objetivos, conseqüentemente, o padrão internacional atual é saber exatamente o que se entende por informação privilegiada, como saber que a informação não foi divulgada, de natureza precisa, que se refere a um ou mais emitentes de valores mobiliários negociáveis ou a um ou mais valores mobiliários negociáveis e que, se tornados públicos, possam ter uma influência apreciável no preço desse ou desses valores mobiliários.

O que a lei proíbe e restringe, a fim de proteger os interesses dos investidores em geral e de fé pública, é o seu uso indevido por quem a ela tenha acesso e a divulgação dessas

informações a terceiros, com o objetivo de obter benefícios econômicos ou determinados vantagens ao evitar perdas em qualquer tipo de operações com valores mobiliários tanto no contexto internacional como nacional. Sendo pertinente dentro do conhecimento do exposto, é importante fazer uma distinção entre a pessoa que recebe a informação devido à sua posição na empresa emissora dos valores mobiliários e aquele que recebe e utiliza essa informação da primeira.

Na terminologia jurídica americana, conforme será ilustrado nos próximos capítulos na discussão do direito comparado sobre o uso de informações privilegiadas, tem sido recolhido nesta matéria pela maioria dos escritores daquele país, o de chamar os sujeitos intervenientes, como o “*insider*”, “*tipper*” ou “emissor profissional” (ator) e o segundo o informado, “*outsider*”, “*tippees*” ou “receptor do conselho”, no caso do Brasil como parte da estrutura que configura o uso indevido de informação privilegiada por constituir uma prática que viola a livre concorrência, os qualificadores ou denominações são os mesmos (DURNSTON; ZAIDI, 2018).

A prática do *insider* é disciplinada pela instrução 358/02 da Comissão de Valores Mobiliários, junto com a lei nº 6385/76 que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e sobre a criação da CVM e também com a lei 6404/76 que trata das sociedades por ações. Além dos referidos regulamentos, temos o Código Civil de 2002, mesmo não tratando necessariamente do *insider trading*, pode ser aplicado quando ocorrem perdas e danos decorrentes do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais.

Com a criação da Lei 6.385/1976, surgiu um mecanismo de proteção ao bem mais precioso do mercado de capitais: a informação. Em seu art. 4, fica claro que é função da CVM “assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido”. Já o seu art. 9, confere a CVM plenos poderes para:

- a) examinar os registros contábeis, livros e documentos de companhias, auditores, fundos, etc.;
- b) intimar as pessoas arroladas para a prestação de informações;
- c) requisitar informações a outros órgãos públicos;
- d) determinar a republicação de demonstrações financeiras, relatórios e outras informações;
- e) apurar atos ilegais, aplicando-lhes penalidades previstas no artigo 11;
- f) suspender a negociação de valores mobiliários;
- g) suspender ou cancelar registros;
- h) divulgar informações ou recomendações com o fim de esclarecer ou orientar os participantes do mercado;
- i) proibir aos participantes do mercado a prática de atos que especificar, prejudiciais ao seu funcionamento regular, chamado de *stop order* (EIZIRIK, 2011, p. 278).

A instrução da CVM n. 358/2002 estabelece como importante um ato ou informação para qualquer decisão do acionista controlador, deliberação da assembleia geral ou

órgão de administração da companhia de capital aberto que influencia diretamente ou indiretamente na cotação de valores imobiliários e na decisão de compra e venda de ações.

O art. 13 da mesma instrução, enumera os possíveis *insiders*, que atuam em uma companhia: acionistas controladores, membros do conselho de administração, executivos, conselho de contabilidade, órgãos e comitês que possuem função consultiva ou técnica, ou seja, pessoas que em virtude do seu cargo em uma companhia tem acesso a informações privilegiadas. O artigo também proíbe a compra ou negociação por aqueles que tenham acesso a essas informações, considerando que é uma concorrência desleal.

Os artigos 155 e 157 da Lei 6.404/1976 estabeleceram uma estrutura legal de repressão da prática de *insider trading* no mercado brasileiro, ao analisar a referida lei, verifica-se uma expressiva influência do direito norte-americano, uma vez que ele também estabelece que uma vez que o administrador tenha acesso a informações que podem afetar a decisão de investimento, é obrigação divulgar o fato ao mercado.

A definição de crime é trazida pela Lei 10.303/2001, no artigo 27-D, onde ressalta: “utilizar informação relevante ainda não divulgada ao mercado, de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo, capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiro, com valores mobiliários”.

Sobre o assunto, Santos (2011) ressalta que as atitudes de natureza desleal tomadas pelos *insiders* fere não somente os direitos dos demais investidores, obviamente desfavorecidos diante dos detentores de informações privilegiadas e grandes acionistas, mas, também prejudica o próprio mercado diminuindo a confiança das relações que são estabelecidas nele, afetando inevitavelmente a credibilidade que deve ser dada no mercado de valores mobiliários.

Diante dos assuntos envolvidos na regulamentação brasileira, não há dúvidas sobre a importância que o legislador atribuiu ao mercado de valores, ao prever que os intermediários de valores mobiliários que nele atuam, com sua conduta, devem assegurar que a justiça, transparência, disciplina e integridade são preservadas no mercado, de forma a garantir a confiança do público nele. Assim, quem detém o poder de conhecimento ou quem tem acesso a informação privilegiada deve abster-se de comunicá-la a terceiros, agir com discrição.

#### 4.2. A REGULAMENTAÇÃO EM OUTROS PAÍSES

Para Wagner (2011), em seu texto “*Gordon Gekko to the rescue? Insider trading as a tool to combat accounting fraud*”, no direito espanhol, eles delineiam os elementos que

constituem o insider trading como direito comparado contra o brasileiro, enfatizando que tal conduta materializa-se por contrariar a transparência e resulta numa prática que afeta a livre concorrência, uma vez que o tráfico de informação privilegiada supõe contrariar a necessária transparência nos mercados de capitais e o princípio da igualdade de oportunidades, diminuindo a confiança dos investidores mercado de ações e prejudicando a função econômica e social desempenhada pelo mercado de ações.

No entanto, a verdade é que no mercado os rumores parecem prevalecer sobre a informação, pois o conhecimento da futura assinatura de uma aliança estratégica ou do próximo lançamento de um novo produto pode alterar, e por vezes bastante, o valor dos títulos de uma empresa, levando a altos lucros sem muito esforço. Assim, os órgãos e as comissões de valores mobiliários estão a dar especial atenção ao fato de os investidores comunicarem com a maior brevidade possível qualquer fato ou decisão que possa afetar a cotação dos valores mobiliários.

Vale a pena estudar as semelhanças e diferenças entre os diferentes regimes jurídicos que incluem o crime de informação privilegiada, pois a partir dessa comparação e da evolução da doutrina e jurisprudência em outros países com tradição maior que a nossa nessa matéria poderemos observar dados interessantes.

A regulação dos diferentes países tem oscilado entre a ausência de intervenção estatal e sanções penais, passando por ações intermediárias como meras sanções administrativas. No entanto, praticamente todos os países que possuem bolsas de valores moderadamente desenvolvidas possuem sanções criminais com o objetivo de reprimir a prática de uso abusivo de informações privilegiadas. Assim, a França regulamenta a ilegalidade desses comportamentos desde 1967, a Suíça desde 1980, ano em que a Grã-Bretanha também promulgou o *Companies Act* - que foi seguido pelo *Companies Securities Act* cinco anos depois, o Japão desde 1989, a Itália desde 1991 e Alemanha desde 1994 (BRAINBRIDGE, 2014).

Entre todos eles, sem dúvida, deve-se destacar o regulamento norte-americano, pois além de ser o mais antigo, é o único que forneceu jurisprudência realmente relevante em termos de número de casos. Os primeiros casos de "*insider trading*" nos Estados Unidos foram resolvidos principalmente com base na lei comum e na lei de responsabilidade civil. Os Tribunais reconheceram que os altos cargos e membros dos Conselhos de Administração das empresas tinham o dever de fidelidade ou lealdade para com os mesmos.

Como ressaltado nos capítulos anteriores, foi a partir da crise do mercado acionário de 1929 que a legislação específica sobre o uso de informações privilegiadas começou a tomar forma, pois os políticos daquele país perceberam a necessidade de regular o mercado estabelecendo uma série de mecanismos de proteção ao investidor (PIRES, 2018).

Ambas as leis protegem tanto o comprador quanto o vendedor, e sua finalidade é mais preventiva do que punitiva. Eles basicamente promovem a igualdade de acesso à informação. O primeiro desses regulamentos, o Securities Act de 1933, em seu artigo 17, estabelece que qualquer pessoa que, por meio de qualquer meio ou instrumento de comunicação no comércio interestadual, ou pelo uso do correio, publique ou faça circular qualquer notícia, circular, anúncio, artigo, carta, etc., com conteúdo falso, ainda que a compra ou venda da ação não seja recomendada, pelo efeito que possa ter sobre os investidores. Posteriormente, o segundo dos referidos regulamentos regulamenta com maior profundidade o uso abusivo de informação privilegiada. O artigo 10, inciso b), e seu desenvolvimento regulatório cristalizado na Norma 10 b 5 constituem a base principal do combate ao “*insider trading*” (GOMES, 2020).

Assim, recolhe-se -em uma redação muito semelhante à de 1933, mas muito mais refinada e exaustiva- que “É ilegal para qualquer pessoa, direta ou indiretamente, por qualquer meio ou instrumento de comércio interestadual, o correio ou por qualquer meio de qualquer câmbio nacional, (...) usar ou empregar, em conexão com a compra ou venda de qualquer valor mobiliário registrado ou não em bolsa, qualquer meio ou esquema manipulador ou enganoso contra as regras que a Comissão prescreve como necessárias e adequadas ao interesse público e à proteção dos investidores” (PIRES, 2018).

A crítica mais severa que a doutrina norte-americana tem dedicado a essa norma deve-se ao fato de ela coletar apenas o comportamento que consiste em realizar operações no mercado, e não aquele que seria realizado em caso de abstenção de realização de operações já realizadas. Em relação à legitimação passiva, o regulamento de 1934 proíbe o tratamento de informações não públicas para “qualquer pessoa”. Portanto, o réu pode ser pessoa interna à empresa (cargo sênior, membro do conselho ou acionista simples) ou externa.

Os elementos da Regra 10b5 que a doutrina dos Estados Unidos coletou como principais 126 são:

- Fraude ou manipulação: em uma concepção ampla, incluindo qualquer tipo de ação que tenha efeito manipulador ou fraudulento, como as chamadas “meias-verdades”, atos não verbais, etc;
- Relevância da informação: que a jurisprudência tenha definido como grande probabilidade que o fato omitido tivesse importância nas deliberações do acionista razoável;
- Intencionalidade: em nenhum caso há violação por conduta negligente;
- Erro: o fraudado deve provar que agiu como resultado das armadilhas do oponente;
- Diligência do autor ao investir: embora este elemento tenha evoluído na forma como a jurisprudência o entendeu;
- Violação do dever de lealdade (RICARDO, 2021, *on-line*)

Por outro lado, a norma 14 e 3 que desenvolve o *Securities Exchange Act* de 1934 inclui a proibição de compra ou venda de valores mobiliários para qualquer pessoa que saiba da existência de uma compra maciça (oferta de compra) sobre esses valores mobiliários, podendo se livrar de caso já os tenha em seu poder somente quando decorrido um tempo razoável desde que a informação e sua origem tenham sido reveladas pela imprensa ou outros meios (DURNSTON; ZAIDI, 2018).

Em última instância, o artigo 16.º desta Lei regulamenta o dever de informação dos administradores, administradores ou mesmo simples acionistas de sociedade que detenham mais de 10% do capital social da sociedade. Este artigo foi criticado por parte da doutrina, que entendia que informações privilegiadas tinham certos efeitos benéficos do ponto de vista econômico e que, além disso, o fato de controlar uma empresa conferia certos direitos de se beneficiar de tais informações aos sujeitos que exerciam tal controle. Pelo artigo 16 desta Lei, os sujeitos acima mencionados são obrigados a comunicar, no prazo de dez dias após cada mês civil, as alterações ocorridas em suas carteiras de valores mobiliários. Ainda mais interessante é a seção b) deste artigo, que pela primeira vez regulamenta a proibição de esses sujeitos operarem com base em informações obtidas de forma confidencial (HANSZMANN, 2021).

Pode-se dizer, sem medo de errar, que este é o primeiro precedente real da legislação atual sobre informações privilegiadas. A sanção prevista em lei para esta infração foi a perda das mais-valias obtidas, que passaram a integrar o patrimônio da empresa.

Nessa ordem de ideias, a nível global, para que o mercado de valores funcione corretamente, depende, em grande medida, da confiança que inspira nos investidores. Essa confiança baseia-se, entre outras coisas, na garantia que lhes é dada de que estarão em igualdade de condições e de que estarão protegidos contra o uso ilícito de informações privilegiadas, caso contrário seria um uso indevido de informações, o que resulta imprudente porque ameaça à liberdade econômica.

É assim que existem regulamentações no contexto nacional e internacional que exigem a divulgação de informações ao mercado, sendo necessário que existam regulamentações que proíbam o uso de informações privilegiadas em bolsa. Com efeito, quando há uso indevido de informação privilegiada por participante do mercado de valores mobiliários, tal conduta afeta a transparência, integridade e equidade, uma vez que aquele participante está obtendo ou buscando obter, para si ou para seus clientes, um benefício inapropriado em frente aos demais participantes que não conhecem a informação.

Reitera-se a doutrina internacional ao sustentar que a realização de operações utilizando informações privilegiadas não públicas gera consequências nefastas tanto em relação

aos danos patrimoniais que podem ser causados aos investidores e à afetação de confiança, quanto no que diz respeito aos problemas que tais comportamentos dar origem ao funcionamento incorreto do mercado de valores.

## 5. CRITICAS E SUGESTÃO PARA APRIMORAMENTO DA ABORDAGEM SOBRE O *INSIDER TRADING* NO BRASIL

Os crimes de abuso de informação privilegiada são mais frequentes do que a jurisprudência indica. O problema está na dificuldade de prová-los, pois mesmo em casos muito flagrantes a falta de provas concretas, apesar das múltiplas provas, constitui uma barreira quase intransponível que pode impedir que os criminosos sejam punidos, além disso, falta uma legislação mais robusta e específica sobre o tema. Nesse capítulo, pretende-se elencar algumas sugestões de aprimoramento e críticas ao ordenamento pátrio.

### 5.1. BREVES SUGESTÕES DE APRIMORAMENTO E CRITICAS

Após analisar a legislação brasileira e norte-americana, constata-se que a legislação brasileira tem um menor aparato legal em relação à de sua congênera norte-americana; por isso é necessário melhorá-lo e reforçá-lo para que seja igual ou mais drástico do que este e atinja o objetivo destacado ao longo deste trabalho, que é dissuadir o uso indevido de informações privilegiadas.

Como foi observado, a legislação brasileira pouco regula a responsabilidade sobre *tippees* ou terceiros, mencionando brevemente na Lei 6.404/76 e é algo que deve fazer. A regra brasileira, para ser mais efetiva, deve ter um raio de ação mais amplo em relação às pessoas que podem ser sancionadas por *insider trading*. Para que o anterior seja mais eficaz, é necessário regular as presunções no âmbito da regulamentação do Mercado de Valores Mobiliários sobre quem se presume possuir informação privilegiada. Idealmente, a norma pressupõe que todos os trabalhadores da entidade emissora possuam informação privilegiada, bem como os seus consultores externos, advogados ou pessoal subcontratado ou intermediário, bem como as empresas subcontratadas e os intermediários que prestam serviços à entidade emitente.

Este último baseado no fato de que mesmo o trabalhador da limpeza (terceirizado ou intermediado) poderia encontrar um documento no conselho de administração onde se observa uma ação ou omissão da empresa e que tal informação pode influenciar o valor da participação da entidade. A ampliação da regra em relação ao disposto no parágrafo anterior reduz radicalmente a possibilidade de uso indevido de informação privilegiada, pois será mais fácil para o CVM apurar os infratores que exercem atividade de *insider*.



Da mesma forma, é necessário incluir a indenização aos agentes afetados no regulamento administrativo da Bolsa, uma vez que essas pessoas podem ficar indefesas por terem perdido dinheiro devido à desvantagem informacional. Com esse aprimoramento da regra, será implementado um mecanismo adicional para persuadir as pessoas do uso indevido de informações privilegiadas.

Todas essas melhorias darão a CVM mais ferramentas para sancionar esse ilícito e proporcionarão maior segurança em relação aos participantes do mercado de ações, bem como previsibilidade ao restante das empresas sobre como a autoridade administrativa resolve esse tipo de caso.

Atualmente, o Brasil está em constante crescimento, o que implica uma maior responsabilidade em regular esse tipo de situação para evitar grandes fraudes, não apenas em nível empresarial, mas em nível pessoal, pois cada ação tem uma consequência direta; ou seja, para cada ganho obtido com informações privilegiadas, há uma perda por outro lado, porque alguém poderia ter vendido suas ações por um preço mais alto por não ter vantagem informacional (do que se outra pessoa tivesse por usar indevidamente informações privilegiadas). A legislação precisa melhorar e tem que ser capaz de proteger o mercado de valores mobiliários para que essas brechas não sejam aproveitadas e gerem confiança em todas as empresas que participam do mercado de capitais.

## 6. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Como dito no início deste trabalho, o preço na bolsa é extremamente importante, além do sistema que é adotado para fins de investimento, também em obter informações necessárias para os fins de poder comprar ou vender e a partir de aí fazer uma análise finalizada de curto, médio e longo prazo. As pessoas são racionais e buscarão maximizar seus benefícios, e nessa busca podem desviar o rumo para a criminalidade. Esse ato acarreta altos custos sociais, pois afeta o capital social, portanto, viola o sistema de cooperação social e isso afeta a autonomia da pessoa. Dessa forma, o tipo penal é importante para poder garantir ao pequeno, médio ou grande investidor uma análise média e um plano de investimento baseado nas previsões da análise dentro da incerteza que o mercado pode representar.

Desta forma, o tipo penal garante a livre concorrência no mercado. Para isso, a sanção penal cumpre uma função importante, desta forma o que está sendo utilizado é a prevenção geral negativa em sua versão atualizada. Quem atua nesse mercado são pessoas que farão uma análise de custo-benefício para avaliar se é conveniente ou não descumprir o padrão, por serem sujeitos que possuem formação especializada no assunto. A informação necessária para a especificidade do preço é que ela permite prever a direção do movimento. Para classificar a informação como precisa, basta que ela tenha impacto no preço da ação quando conhecida. As informações que não são precisas incluem apenas suposições ou especulações vagas.

Informações privilegiadas afetam o preço das ações, isso se deve ao fato de que através da informação que o preço está sendo aproveitado, por exemplo, a pessoa que sabe que dois bancos de médio porte irão se fundir, implicaria que suas ações subissem, mas também entraria na categoria grande demais para falir, isso daria mais garantias aos investidores de que o Estado o salvaria diante de qualquer consequência. Quem tiver essa informação, em princípio, comprará as ações a um preço mais barato e, caso ocorra a incorporação, o preço destas aumentará, proporcionando maior retorno sobre elas. Aí vem o problema, é possível que, por meio dessa compra de ações, ele aumente seu preço (dado o volume de compra), isso implicaria que as pessoas comprassem essas ações mais caro, que de outra forma teriam pago outro preço ou talvez eles nunca os tivessem comprado. Ou se todos tivessem essa informação teriam comprado por um preço mais barato, ou vice-versa, talvez não comprando para que o preço não suba.

Ao longo desse trabalho verifica-se que nos diferentes países do mundo, o *insider trading* dentro dos países que usufruem do mercado financeiro é comumente visto dentro dos altos escalões de empresários, políticos e grandes investidores. O *insider trading* no Brasil não só causa dificuldades para vários brasileiros que querem investir e maximizar seus esforços, resultando em lucros mínimos, mas também cria insegurança e especulação entre eles e pode levar a uma forte variação na troca, isso deve ser um problema de grande importância para a Bolsa, que deve ser tratada com muito cuidado e controle para evitar qualquer tipo de ataque em função dessa fraude. Possivelmente, prestar mais atenção ao *insider trading* poderia aumentar a confiança da sociedade brasileira em relação às economias financeiras e investimentos na Bolsa de Valores.

## REFERÊNCIAS

ANDERSON, JOHN P. **Insider trading: law, ethics, and reform**. 1ª ed., Cambridge University Press, 2018.

ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado Financeiro**. São Paulo. Atlas. 14ª. Ed. 2018.

ANBIMA - Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. **Relatório: Raio X do Investidor Brasileiro**. 4º edição. 2021.

BRAINBRIDGE, S.M. **Insider trading law and policy (concepts and insights series)** (English edition) 1ª edição, Ebook Kindle, 2014.

CABALINE, Thiago Ferreira. **A (des)criminalização do insider trading à luz da criminologia crítica: uma análise do caso JBS S/A**. 2020. 105 f. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação) – Unidade Acadêmica Especial de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Federal de Goiás, Cidade de Goiás, 2020.

DEUS, Jonatas Pain. **Direito do mercado de capitais. Estrutura financeira e a responsabilidade civil nos IPOs**. 35f. Pontifícia Universidade Católica de Goiás (Trabalho de Conclusão de Curso), 2021.

FERREIRA JÚNIOR, Reynaldo Rubem; SANTA RITA, Luciana Peixoto. Impactos da Covid-19 na economia: limites, desafios e políticas. **Revista Teste**, v. 1, n. 7, p. 35- 47, 2020.

DURSTON, Geoffrey; ZAIDI, Mohsin. **The Little Book of Insider Dealing**. 1ª ed, Waterside Press, 2018.

EIZIRIK, Nelson; et al. **Mercado de Capitais – Regime Jurídico**. ed. 3. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

GASPARINO, Charles. **Circle of Friends: The Massive Federal Crackdown on Insider Trading - And Why the Markets Always Work Against the Little Guy**. Harper Business; 1ª edição, 2013.

GIRÃO, Luiz Felipe de Araújo Pontes; MARTINS, Orleans Silva; PAULO, Edilson. O Lado B do Insider Trading: relevância, tempestividade e influência do cargo. **Revista brasileira de gestão de negócios**. 2015, v. 17, n. 58.

GOMES, Lucas de Medeiros Linhares. **Análise da prova do insider trader secundário na jurisprudência da CVM**. 2020. Disponível em: <https://repositorio.ufpb.br/jspui/bitstream/123456789/19779/1/LMLG200320.pdf> Acesso em 29-03-2022.

HANSZMANN, Felipe. **Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais**. Volume V, Edição Especial, 2021.

HORTA, Luciana Simões Rebello. **Direito do mercado de capitais: uma percepção quântica do direito**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2016.

LEMES JR, A. B., RIGO, C. M. e CHEROBIM, A. P. **Fundamentos de finanças empresariais: técnicas e práticas essenciais**. 4ª Rio de Janeiro. Elsevier, 2015.

LOEWENSON, C.H; SMITHINE, Ruti. **Insider Trading: Law and Developments**. American Bar Association, 1ª edição, 2018.

MANNE, H.G. **Insider trading and the stock**. New York: The Free Press, 1966. Pp. xiii, 274.

MUSSNICH, Francisco Antunes. **O Insider trading no direito brasileiro**. 1ª edição, 2017.

OLIVEIRA, José Felipe da Rocha; VIANA JÚNIOR, Dante Baiardo Cavalcante; PONTE, Vera Maria Rodrigues; DOMINGOS, Sylvia Rejane Magalhães. Indicadores de desempenho e valor de mercado: uma análise nas empresas listadas na BM&FBovespa. **Revista Ambiente Contábil**, v. 9, n. 2, p. 240-258, 2017.

OLIVEIRA, Vanessa de Souza. **Caso Sadia: um estudo sobre a responsabilidade dos administradores e o insider trading**. 2018. Disponível em: <https://pantheon.ufrj.br/handle/11422/5676> Acesso em 13-03-2022.

PORTO, J. M. **Manual dos mercados financeiro e de capitais**. São Paulo. Atlas. 2015.

PRADO, V.M. **Insider Trading: Normas, Instituições e Mecanismos de Combate no Brasil**. Arraes Editores; 2ª edição, 2020.

PROENÇA, José Marcelo Martins. **Insider Trading**. Quartier Latin; 1ª edição, 2019.

PIRES, Pedro Henrique. **Insider Trading: o uso de informação privilegiada**. 2018. Disponível em: <http://www.unirio.br/ccjp/arquivos/tcc/2018-1-tcc-pedro-henrique-m-b-de-a-pires> Acesso em 20-03-2022.

RICARDO, Javier. **Regra 10b5-1**. 2021. Disponível em: <https://economiaenegocios.com/regra-10b5-1/#:~:text=A%20regra%2010b5%2D1%20permite%20que%20os%20internos%20da%20emp%20resa,por%20uma%20f%C3%B3rmula%20ou%20m%C3%A9tricas>. Acesso em 20-03-2022.

SANTOS, Alexandre Pinheiro dos; et al. Notas sobre o poder normativo da comissão de valores mobiliários: CVM na atualidade. São Paulo: **Revista dos Tribunais**, 2011. p. 41-42.

SCHNEIDER, Cláudia Figueiró. **Insider Trading: análise jurídica do caso Sadia – Perdigão**. 2019. Disponível em: <http://repositorio.unesc.net/handle/1/7086> Acesso em 10-03-2021.

WAGNER, R. **Gordon Gekko to the rescue? Insider trading as a tool to combat accounting fraud**. University of Cincinnati Law Review: Vol. 79: 2011.

YAZBEK, Otávio. **Regulação do mercado financeiro e de capitais**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.