

MATHEUS HENRIQUE MÂNICA

**A EVOLUÇÃO DO PRINCÍPIO DO *FULL AND FAIR DISCLOSURE* NO REGIME
JURÍDICO DO *INSIDER TRADING***

BRASÍLIA

2019

MATHEUS HENRIQUE MÂNICA

**A EVOLUÇÃO DO PRINCÍPIO DO *FULL AND FAIR DISCLOSURE* NO REGIME
JURÍDICO DO *INSIDER TRADING***

Trabalho de conclusão de curso apresentado como requisito parcial para obtenção do título de Bacharel em Direito pela Faculdade de Ciências Jurídicas e Sociais - FAJS do Centro Universitário de Brasília (UniCEUB).

Orientador: Prof. Dr. Paulo César Villela Souto Lopes Rodrigues

**BRASÍLIA
2019**

MATHEUS HENRIQUE MÂNICA

**A EVOLUÇÃO DO PRINCÍPIO DO *FULL AND FAIR DISCLOSURE* NO REGIME
JURÍDICO DO *INSIDER TRADING***

Trabalho de conclusão de curso apresentado
como requisito parcial para obtenção do título
de Bacharel em Direito pela Faculdade de
Ciências Jurídicas e Sociais - FAJS do Centro
Universitário de Brasília (UnICEUB)

Orientador: Prof. Dr. Paulo César Villela Souto
Lopes Rodrigues

BRASÍLIA, 27 de Junho de 2019.

BANCA AVALIADORA

Professor Orientador

Professor (a) Avaliador (a)

RESUMO

Este trabalho tem como objetivo principal analisar a evolução do princípio do *full and fair disclosure* no regime jurídico do *insider trading*. Para tanto, inicialmente, busca-se elucidar conceitos técnicos básicos para a compreensão do tema, referentes ao ambiente do mercado de capitais, entendendo sua finalidade de ser e objetivos almejados. Em seguida, procura-se introduzir o tema da regulação dos mercados colocando o *full and fair disclosure* como norte para a regulamentação e destrinchando suas nuances. Em outro momento analisa-se a estrutura da entidade reguladora do mercado de capitais, definindo sua natureza jurídica, composição e funções. Por último é realizado um breve histórico com os diplomas legais mais importantes em matéria de repúdio ao uso indevido de informação privilegiada, para que ao final seja possível concluir se ao longo dos anos houve evolução na matéria de divulgação de informações no mercado e se a entidade responsável por sua fiscalização está juridicamente munida dos meios necessários para coibir a prática ilícita.

Palavras-chave: Uso indevido de informação privilegiada. *Insider Trading*. Regulação do mercado de capitais. *Full and fair disclosure*. Comissão de Valores Mobiliários.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	6
1. Panorama geral da regulação brasileira do mercado de capitais	9
1.1. Sistema Financeiro Nacional	9
1.2. Mercado de capitais	13
1.3. Princípios e objetivos da regulação	16
1.3.1. Sistema de <i>disclosure</i>	17
2. Comissão de Valores Mobiliários	21
2.1. Da natureza jurídica	21
2.2. Da composição	21
2.3. Das funções	22
2.3.1. Da função fiscalizadora	22
2.3.2. Da função regulamentar	22
2.3.3. Da função registrária	23
2.3.4. Da função consultiva	24
2.3.5. Da função punitiva	24
2.3.6. Da função de fomento e <i>amicus curiae</i>	25
3. Evolução histórica do tratamento do <i>insider trading</i> na legislação pátria	26
3.1. Lei n. 4.728/65	26
3.2. Lei n. 6.404/76 – LSA	26
3.3. Lei n. 10.303/01 e Lei n. 6.385/76 – LMVM	27
3.4. Instrução Normativa n. 358/02	28
3.5. Lei n. 13.506/17	31
CONCLUSÕES	33
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	36

INTRODUÇÃO

Ao longo dos últimos anos, poucos aspectos da vida corporativa têm sido objeto de debates e discursos globais tão intensos entre advogados, economistas, acadêmicos e políticos quanto a legislação e a prática relacionada à regulamentação do uso indevido de informações privilegiadas.

Uso indevido de informação privilegiadas foi o *nomen juris* adotado pelo legislador pátrio para tipificar penalmente o *insider trading* pelo art. 27-D da Lei n. 6.385/76 (LMVM).

Conforme melhor explicita o professor José Marcelo Martins Proença:

Originária do direito americano, a expressão *insider trading* designa uma distorção das relações no âmbito do mercado de capitais, consubstanciada no uso de informações confidenciais ou reservadas, acerca dos negócios de uma companhia, por seus administradores, principais acionistas ou outros que a elas tenham acesso, para a realização de transações que lhes trazem vantagens em detrimento de outros investidores. O chamado *insider*, ciente de fatos desconhecidos do mercado e hábeis a provocar a alta ou queda do preço das ações de determinada companhia, por exemplo, compra ou vende tais títulos, lesando aqueles que, caso pudessem valer-se dos mesmos informes privilegiados, jamais os negociariam.¹

E mais detalhadamente o professor Sérgio Campinho:

O *insider trading* se caracteriza pelo uso de informações relevantes e privilegiadas acerca dos negócios e da situação de uma companhia de capital aberto – que, portanto, ainda não foram disponibilizados ao público investidor – para orientar ordens de compra e venda de valores mobiliários dessa sociedade e, assim, obter indevida e injusta vantagem. A vedação e a repressão à prática de *insider trading* têm fundamento em motivações de ordens ética e econômica. Os fundamentos éticos decorrem do princípio da igualdade de acesso à informação. O *insider* se vale do benefício eticamente condenável da assimetria de informações, tirando vantagem de dados que não estão disponíveis para os demais investidores (*outsiders*). Os econômicos derivam do reclamo à garantia de eficiência do mercado, o que somente se alcança quando as informações são publicamente divulgadas, estando disponíveis ao mesmo tempo a todos os potenciais investidores. Somente

¹ PROENÇA, José Marcelo Martins. *Repúdio ao Insider Trading*. In: *Direito, gestão e prática: mercado de capitais* / Francisco Satiro de Souza Júnior, coordenador. – São Paulo: Saraiva, 2013, p. 19. – (Série GVlaw).

assim se estará garantindo a confiança e a credibilidade do mercado, além da equitativa distribuição dos riscos.

A informação relevante é aquela capaz, por si só, de influenciar de maneira significativa a formação de preços dos valores mobiliários, moldando efetivamente o comportamento e o ânimo do investidor em comprá-los ou vendê-los. E é privilegiada a informação quando se achar indisponível ao mesmo tempo a todos os potenciais investidores. Somente assim se estará garantindo a confiança e a credibilidade do mercado, além da equitativa distribuição de riscos.²

A regulamentação decorre da indiscutível força do mercado de capitais como catalisador para ao crescimento econômico nacional e global no mundo contemporâneo, de forma que se faz cada vez mais crescente a preocupação tanto dos legisladores, quanto dos diretores de agências reguladoras e investidores comuns com a transparência dos mercados e o acesso à informação plena.

Partindo da constatação de que hoje a informação é um bem jurídico tutelado na regulação dos mercados, o presente estudo irá analisar como se deu a evolução do tema ao longo dos anos, com enfoque nas medidas que visam coibir o uso indevido do bem para garantir ganhos ilícitos à custas de investidores que não têm acesso à tal informação.

O primeiro capítulo é dividido em dois momentos. O primeiro trata de elucidar conceitos técnicos básicos para a compreensão do tema. Os principais conceitos tratados são o de Sistema Financeiro Nacional; a diferenciação entre mercado financeiro e mercado de capitais; companhias; valores mobiliários; ações; dividendos; e o conceito de mercado de capitais sobre diferentes enfoques.

O segundo momento do primeiro capítulo já adentra ao objeto do estudo. Objetiva-se explicitar a regulação brasileira do mercado de capitais, apresentando os ideais propostos tanto pela principal organização internacional especializada no tema, tanto pelos mais dedicados estudiosos nacionais. Com isso, será demonstrado que o princípio do *full and fair disclosure* deverá servir de parâmetro para que o legislador edite normas e para que os operadores do mercado de capitais estejam aparelhados das informações

² CAMPINHO, Sérgio. *Curso de direito comercial: sociedade anônima / Sérgio Campinho*. – 3. ed. – São Paulo: Saraiva Educação, 2018, p. 322.

necessários para alocarem de maneira satisfatória e eficiente seus investimentos, contribuindo para o desenvolvimento econômico do país.

Para a garantia do cumprimento do princípio do *full and fair disclosure*, o segundo capítulo concentrará no estudo da entidade supervisora e reguladora do mercado de capitais. A finalidade deste capítulo é averiguar se a Comissão de Valores Mobiliários está dotada dos instrumentos jurídicos necessários para que o sistema de *disclosure* seja respeitado. Para tanto, analisa-se a natureza jurídica, a forma de composição do órgão e também se suas funções legais estão alinhadas e comprometidas com o avanço da divulgação de informações no mercado.

Por fim, no terceiro capítulo é feito um levantamento histórico com as principais normas que foram publicadas com o objetivo de assegurar a democratização da informação, coibindo a prática do uso indevido das mesmas. Para isso, o estudo procura balancear desde normas de caráter proibitivo, como normas de caráter explicativo, demonstrando como se deu a construção legal e se houve evolução na aplicação do princípio do *full and fair disclosure* nos dispositivos que visam repudiar o *insider trading* no direito brasileiro.

1. Panorama geral da regulação brasileira do mercado de capitais

Em que pese a dialética entre o mercado livre e competitivo *versus* o planejamento central da economia, há muito, se estabeleceu em favor da tese que propõe as forças do mercado como meio de alcançar mudanças positivas.

As incríveis inovações nas formas de negociação nos mercados de valores mobiliários tornam modelos de operações extremamente avançados hoje, em técnicas defasadas e arcaicas amanhã.

A integração da rede mundial de computadores e os modernos sistemas de comunicação, especialmente a internet, permitem um campo global de ordens de compra e venda acionárias ininterruptas. Portanto, para que o mercado de capitais atinja um alto desempenho e alcance seu papel primordial, qual seja, de alocar recursos escassos com satisfatória liquidez, de modo que cumpra sua função social e fomenta o desenvolvimento econômico, é necessário que a transparência e a integridade do sistema seja manifesta, de forma que a confiança dos investidores seja garantida.

Dito isso, é de extrema relevância que o Direito acompanhe as mudanças na sociedade, principalmente no que se refere à regulação de organismos massificados que afetam direta e indiretamente milhões de pessoas, haja vista que com a globalização e a internacionalização dos mercados a regulação que visa inibir manobras criminosas é essencial.

Nos parágrafos acima, é visível a utilização de vários termos técnicos dos quais a explicitação se faz necessária para a compreensão da regulação brasileira do mercado de capitais, que engloba o Sistema Financeiro Nacional.

1.1. Sistema Financeiro Nacional

O Sistema Financeiro Nacional pode ser entendido, de forma técnica, como um conjunto de instituições (públicas e privadas) e instrumentos financeiros que viabilizam a transferência de recursos dos agentes econômicos (pessoas, empresas, governo) capazes de gerar poupança e em condições de financiar o crescimento da economia

(poupadores ou agentes econômicos superavitários) para os agentes econômicos carentes de recursos (deficitários ou tomadores).³

Pelo texto extrai-se a conclusão de que há dois tipos básicos de indivíduos no que se refere à comportamentos frente aos recursos financeiros, sendo eles, poupadores ou tomadores de recursos. Os poupadores caracterizam-se por não fazerem uso do montante total de sua renda, conseguindo assim, recursos excedentes; enquanto os tomadores de recursos necessitam de mais recursos do que possuem para que consigam desenvolver uma determinada atividade.⁴

Dentro deste Sistema, inclui-se o mercado de capitais. Ressalva-se que em sede teórico-doutrinária, este é espécie do gênero Mercado Financeiro. Por mercado financeiro, entende-se, em sentido amplo, que abrange o mercado bancário, o mercado de câmbio, mercado securitário e por fim, o mercado de capitais, que mais nos interessa.

O mercado bancário (ou mercado de crédito) seria o mercado financeiro em sentido estrito, onde a oferta e procura de recursos é centralizada pelas instituições financeiras, que intermediam as operações de transferência e alocação dos recursos entre os poupadores e tomadores.⁵

Já o mercado de capitais tem como característica a desintermediação financeira, pois nele os investidores (poupadores), podem alocar o excedente de recursos de forma direta no tomador, por meio de investimento.

Observa-se que o caracteriza a citada desintermediação é o papel que desempenham as instituições financeiras neste mercado, não a ausência delas. No mercado de capitais, as instituições financeiras não são parte das operações, de maneira que não captam recursos de terceiros e os repassam. A participação se dá de forma acessória, promovendo o encontro entre o poupador (investidor) e o tomador.⁶

No mercado de capitais, os recursos são captados pelas companhias por meio da emissão pública de seus valores mobiliários, o que não caracteriza empréstimos ou

³ NETO, Alexandre Assaf. *Mercado Financeiro*. 7 ed. São Paulo: Editora Atlas, 2006, p. 44-45.

⁴ ANDREZO, Andréa Fernandes; LIMA, Iran Siqueira. *Mercado Financeiro: Aspectos Históricos e Conceituais*. 3ª ed. rev. e ampl. São Paulo: Thompson, 2007, p.1.

⁵ ANDREZO, Andréa Fernandes; LIMA, Iran Siqueira. *Mercado Financeiro: Aspectos Históricos e Conceituais*. 3ª ed. rev. e ampl. São Paulo: Thompson, 2007, p.3.

⁶ ANDREZO, Andréa Fernandes; LIMA, Iran Siqueira. *Mercado Financeiro: Aspectos Históricos e Conceituais*. 3ª ed. rev. e ampl. São Paulo: Thompson, 2007, p.3.

demais operações de negócios creditícios, e sim a compra de “participação” no empreendimento, não estando, em regra, a companhia obrigada a reconduzir os recursos aos investidores, mas de remunerá-los sob a forma de dividendos, caso suas demonstrações financeiras venham a apresentar lucros.

Os parágrafos abaixo buscarão elucidar o conceito de companhia, valores mobiliários, a participação no empreendimento (ações) e dividendos.

A expressão “companhia” faz referência às sociedades anônimas, que nas palavras de Modesto Carvalhosa, consistem na “pessoa jurídica de direito privado, de natureza mercantil⁷, em que o capital se divide em ações de livre negociabilidade, limitando-se a responsabilidade dos subscritores ou acionistas ao preço de emissão das ações por ele subscritas.”⁸ Ademais, bem constata o professor Dr. Marlon Tomazette ao afirmar que “a sociedade anônima é o instrumento fundamental para o desenvolvimento dos grandes empreendimentos, na medida em que alia a capacidade ilimitada de atrair recursos financeiros e a possibilidade de limitar e dispersar os riscos dos empreendimentos.”⁹

Detalhando ainda mais sobre o tipo societário em análise, mister esclarecer que existem dois tipos de sociedades anônimas, podendo ser abertas ou fechadas. A diferenciação entre elas encontra fundamento legal no art. 4º da Lei n. 6.404/76 – Lei das Sociedades Anônimas (LSA) – que define as sociedades abertas como aquelas que tem seus valores mobiliários negociados na bolsa de valores, possuindo relações com todo o mercado investidor e devendo obedecer à normas específicas que visam à sua proteção. Já nas sociedades anônimas fechadas, as relações são limitadas aos próprios membros.

Portanto, para fins de configuração do instituto do *insider trading*, este só ocorre no âmbito das sociedades anônimas de capital aberto, por serem estas as autorizadas a negociar seus valores mobiliários no mercado de capitais.

⁷ Com o advento do Código Civil de 2002, não se fala mais em natureza mercantil, uma vez que passa a se definir as sociedades em empresárias e não empresárias, de forma que as companhias serão sempre sociedades empresárias.

⁸ CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei das sociedades anônimas*. São Paulo: Saraiva, 1997, v.1, p.4

⁹ TOMAZETTE, Marlon. *Curso de direito empresarial: teoria geral e direito societário* – volume 1 / Marlon Tomazette. – 9. ed – São Paulo: Saraiva Educação, 2018, p. 439.

Para o professor Eizirik, a noção do que é valor mobiliário é basicamente instrumental e tem como finalidade delimitar a intervenção regulamentação do mercado de capitais por parte do Estado, em virtude dos riscos presentes, que envolvem a captação popular de recursos por parte das companhias abertas¹⁰. Para ele, o obstáculo em se conseguir extrair um conceito de valores mobiliários decorre destes serem bens com caracteres muito peculiares, como por exemplo, a mutabilidade de sua precificação, a capacidade de distribuição em massa, caráter fungível e concessão de diversos direitos aos seus possuidores.¹¹

Já o professor Marlon Tomazette define valores mobiliários de forma muito didática e esclarecedora, ressaltando sua importância sob a óptica dos poupadores e tomadores de recursos:

Os valores mobiliários não podem ser conceituados pelos direitos que asseguram, mas apenas pela função econômica a que estão ligados, que é diversa, sob o ponto de vista da sociedade e de seus titulares. Para quem os titulariza, os valores mobiliários são uma alternativa de investimento (emprego remunerado ao dinheiro) e para a sociedade são um instrumento de captação de recursos.

Sob o ponto de vista de seus titulares, o valor mobiliário constitui um investimento, isto é, um emprego do capital com vista à obtenção de lucros. Para tal forma de investimento o risco nunca é estranho, pois não há uma garantia de sucesso. Apesar disso, tal investimento pode ser extremamente rentável, seja pelas vantagens que eventualmente assegura (participação nos lucros, pagamento de juros), seja pela possibilidade de negociação no mercado com a valorização destes. Por isso, tais valores são atrativos para o público.

Sob a óptica da sociedade, o valor mobiliário é uma alternativa de crédito, ampla, rápida e flexível, indispensável para a competição no mundo moderno. São os valores mobiliários que tornam a sociedade anônima o grande instrumento do capitalismo, dada a possibilidade de reunião, por meio deles, de uma grande quantidade de capitais, imprescindível à realização de grandes empreendimentos. Sem o mecanismo possibilitado pelos valores mobiliários, a obtenção de tais recursos seria muito penosa (juros elevados, dificuldades de crédito...) ou seria até mesmo inviável.¹²

¹⁰ SICA, Ligia Paula Pires Pinto. Os Valores Mobiliários e a Oferta Pública destes no Brasil. In: ARAUJO, Danilo Borges dos Santos Gomes (organizador). *Regulação brasileira do mercado de capitais*. – São Paulo: Saraiva, 2015. – (Coleção direito desenvolvimento justiça). p 44-46.

¹¹ EIZIRIK, Nelson Laks. *Mercado de Capitais – regime jurídico*. 3. ed. revista e ampliada. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 25 e 26.

¹² TOMAZETTE, Marlon. *Curso de direito empresarial: teoria geral e direito societário* – volume 1 / Marlon Tomazette. – 9. ed – São Paulo: Saraiva Educação, 2018, p. 445.

As ações, têm natureza jurídica de valores mobiliários e, portanto, são emitidas pelas sociedades anônimas. Representam a fração mínima do capital social das empresas. Ao comprar uma ação, os investidores (poupadores) se tornam coproprietários do empreendimento, tendo direito à participação em seu resultado. São consideradas títulos de renda variável por terem valorização e benefícios que não são conhecidos no início do investimento.¹³

Minuciosamente conceitua e destrincha sobre o termo, o professor Sérgio Campinho:

A ação, à luz do Direito vigente, pode ser definida como uma unidade do capital social e, ao mesmo tempo, um título de participação societária, tradutor da titularidade de direitos, obrigações e deveres, decorrentes do status de sócio.

Revela-se como uma unidade do capital, pois a lei expressamente declara que o capital da companhia será dividido em ações. Integra, assim, a estrutura e a organização da sociedade anônima.

Essas frações de capital traduzem, por outro lado, um conjunto de direitos, obrigações e deveres para aqueles que venham a titularizá-las. Configuram-se, nesse aspecto, títulos corporativos ou de participação societária, reveladores do fundamento da condição de sócio.¹⁴

Por fim, os dividendos consistem na parcela dos lucros paga aos acionistas em dinheiro, estabelecida no estatuto da empresa (no mínimo, iguais a 25% dos lucros anuais da empresa).

Definidos os conceitos introdutórios, fica evidente que, para o investidor, o mercado de capitais é um mercado de risco, pois não há garantia de retorno do capital injetado, ficando dependente dos resultados da atividade empresarial que a companhia desenvolverá.

1.2. Mercado de capitais

Nas palavras de Nelson Eizirik, o mercado de capitais, deve ser entendido como um subsistema do mercado financeiro, que no Brasil, para fins legais, recebe o nome

¹³ TOMAZETTE, Marlon. *Curso de direito empresarial: teoria geral e direito societário* – volume 1 / Marlon Tomazette. – 9. ed – São Paulo: Saraiva Educação, 2018, p. 475.

¹⁴ CAMPINHO, Sérgio. *Curso de direito comercial: sociedade anônima / Sérgio Campinho*. – 3. ed. – São Paulo: Saraiva Educação, 2018, p. 115.

de “mercado de valores mobiliários”¹⁵. De tal forma, neste estudo, as expressões “mercado de capitais” e “mercado de valores mobiliários” serão tratadas como sinônimos.

Frente ao apresentado passa-se agora a apresentação do conceito e finalidades do mercado de capitais trazido pelo professor Sérgio Campinho:

É uma forma de financiamento direto das sociedades que conseguem, desse modo, alternativas mais baratas no que se refere ao custo do dinheiro, podendo dispor de modalidades de obtenção de recursos diversa daquelas tradicionais, como os empréstimos bancários. Com a redução do custo do capital, o mercado de capitais, ao viabilizar o financiamento das empresas exercidas pelas companhias abertas, contribui efetivamente para o fortalecimento da economia nacional, fomentando a geração de riqueza com o incremento de empregos diretos e indiretos, a elevação da arrecadação de tributos para o Estado, além da diversificação da produção e da circulação de bens e serviços em prol da comunidade.¹⁶

O Dr. Marcelo Costenaro Cavali tem entendimento semelhante quanto a conceituação e finalidades do mercado de capitais na sociedade contemporânea:

O mercado de capitais é, também, uma subespécie do mercado financeiro, caracterizada, por sua vez, por um sistema de distribuição de valores mobiliários que viabiliza, em um primeiro momento, a transferência direta, sem intermediação financeira, de recursos entre tomadores (principalmente companhias abertas) e aplicadores (investidores). Os emissores de valores mobiliários necessitam de meios financeiros para realizar investimentos, como o desenvolvimento de novos bens ou serviços, a construção de unidades industriais, a inovação tecnológica, a expansão da capacidade produtiva, a aquisição de outras empresas ou apenas o alongamento do prazo de suas dívidas; de sua parte, os investidores possuem recursos financeiros excedentes, que desejam aplicar a curto prazo, de modo especulativo, ou para que se valorizem ao longo do tempo, contribuindo para o aumento do capital investido.

As principais funções do mercado de capitais são: a) canalizar os recursos econômicos para transformá-los em atividades produtivas; b) oferecer fontes de financiamento às companhias; c) servir como alternativa de investimento para os poupadores superavitários,

¹⁵ EIZIRIK, Nelson Laks. *O papel do Estado na Regulação do Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro. Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais – IBMEC, 1977, p. 27.

¹⁶ CAMPINHO, Sérgio. *Curso de direito comercial: sociedade anônima / Sérgio Campinho*. – 3. ed. – São Paulo: Saraiva Educação, 2018, p. 59.

oferecendo-lhes ampla gama de instrumentos com diferentes rentabilidades, prazos e níveis de segurança.¹⁷

Por fim, como último exemplo, segue abaixo a visão do professor José Marcelo Martins Proença, que enxerga o mercado de capitais como instrumento de transformação:

Destarte, o mercado de capitais pode ser explicado em função de atividades de transformação, tais como:

- a) Conversão de ativos líquidos em investimentos fixos – um poupador pode desejar aplicar o seu dinheiro por um certo período (seis meses ou cinco anos), mas ele pode não estar inclinado a optar por investimento fixos e sem liquidez, a exemplo do investimento direto em uma fábrica; um mercado de capitais bem organizado permite exatamente, este tipo de intercâmbio de oportunidades de investimento;
- b) Transformação de prazos – um mercado de capitais é planejado para transformar empréstimos concedidos relativamente em curto prazo em empréstimos tomados possivelmente em longo prazo; o emprestador original pode resolver liquidar seu investimento quando assim o desejar, enquanto o tomador recebe recursos de longo prazo, aplicáveis em investimento de longo prazo, por um período de tempo definido e sob acordos fixados de retorno e reembolso;
- c) Transformação de magnitudes de capital – representadas pela transformação de pequenos e médios montantes de capital em grande montantes; isso se verifica porque, no mercado de capitais, o capital, via de regra, é acumulado gradativamente, ou seja, pequenas quantias, surgindo umas após as outras, acabam tornando-se grandes investimento, somente viáveis por meio dos serviços de captação do mercado de capitais;
- d) Transformação de riscos – o risco, ao se investir dinheiro, significa tanto o risco de retorno e reembolso, como o risco provocado pela inexistência de liquidez no caso de o investidor querer resgatar o seu investimento, ambos são, de fato, reduzidos quando se dispõe de um mercado de capitais bem organizado.¹⁸

Resta esclarecido o conceito de mercado de capitais na visão das mais nobres mente jurídicas que se dedicam ao tema. Dessa forma, passa-se à análise dos princípios que norteiam a regulação brasileira do mercado de capitais e o que se objetiva com a intervenção estatal.

¹⁷ CAVALI, Marcelo Costenaro. *Manipulação do Mercado de Capitais: Fundamentos e Limites da Repressão Penal e Administrativa*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 107.

¹⁸ PROENÇA, José Marcelo Martins – *Insider Trading – regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais* – São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 74.

1.3. Princípios e objetivos da regulação

Os princípios são a abstração mais geral de uma ciência e que a ela lhe garante validade jurídica e substância material, de forma que os princípios sofrem menos os efeitos do tempo, mudando em velocidade mais lenta, visto que são construídos com base no pensamento coletivo de determinada sociedade.

Para Miguel Reale, os princípios poderiam ser definidos como “enunciações normativas de valor genérico, que condicionam e orientam a compreensão do ordenamento jurídico, quer para a sua aplicação e integração, quer para a elaboração de novas normas”¹⁹, configurando-se, portanto, em mandamentos nucleares de um sistema.

Frente a isso, compreender e examinar os princípios que disciplinam o mercado de capitais e o que eles almejam por meio de sua regulação específica, mostra-se de suma importância para o presente trabalho, tendo que vista que é a partir destes princípios e objetivos que toda a legislação que visa coibir o *insider trading* foi redigida.

Luiz Felipe Gonçalves Cordeiro²⁰, conta que a *International Organization of Securities Commissions* (IOSCO)²¹, por meio de trabalho publicado em 1998 e atualizado em 2010, intitulado *Objectives and Principles of Securities Regulation*, elenca 3 (três) objetivos da regulação do mercado de capitais e 38 (trinta e oito) princípios que buscam implementar esses objetivos. Embora a IOSCO reconheça as peculiaridades do ordenamento jurídico de cada país, a organização acredita que alguns objetivos são universais, de forma que formariam o eixo de sustentação de uma regulação eficiente dos mercados de capitais, sendo os três objetivos: (i) proteção dos investidores; (ii)

¹⁹ REALE, Miguel. Lições preliminares de Direito. 27. ed. São Paulo: Saraiva, 2010, p. 304.

²⁰ CORDEIRO, Luiz Felipe Gonçalves, *Insider Trading e o Mercado de Capitais: tratamento legal, casos concretos e a ineficiência econômica de seu combate*. Rio de Janeiro: PUC-RJ, 2013, p. 50-51.

²¹ A IOSCO consiste no conjunto das entidades supervisoras dos mercados de valores mobiliários de 115 (cento e quinze) países, entre eles, o Brasil. A organização é notoriamente reconhecida como a responsável pela formulação dos padrões internacionais para o mercado de capitais. Curioso ressaltar que a IOSCO foi criada e opera-se sem qualquer vínculo estabelecido por meio de tratado internacional, de maneira que não sofre ingerências diretas por chefes de Estado, ministros das relações exteriores ou representantes diplomáticos, sendo “guiada” pelas agências governamentais. Outro ponto que merece destaque é a observação de que a IOSCO não cria direito internacional, mas os princípios e objetivos por ela traçados são levados muito a sério por órgãos como o Banco Mundial e o Fundo Monetário Internacional quando avaliam o mercado de capitais de determinados países que possam precisar de recursos.

assegurar mercados equitativos, eficientes e transparentes; e (iii) redução do risco sistêmico.²²

O professor Nelson Eizirik, também elenca alguns princípios que em sua visão, deverão servir de bússola para a regulação dos mercados. São eles: (i) proteção aos investidores; (ii) eficiência dos mercados; (iii) criação e manutenção de instituições confiáveis e competitivas; (iv) evitar a concentração do poder econômico; e (v) impedir a criação de situações de conflitos de interesses.²³ E afirma:

A regulação deve promover a confiança dos investidores nas entidades que emitem publicamente seus valores mobiliários, assim como naquelas que os intermedeiam ou propiciam os locais ou mecanismos de negociações, de custódia, compensação e liquidação das operações. Ou seja, os investidores devem poder acreditar que seus retornos em aplicações no mercado estarão razoavelmente relacionados aos riscos dos investimentos; que as instituições atuantes apresentam integridade financeira; e que as informações providas pelas emissoras de valores mobiliários são verazes e fidedignas.²⁴

Como o intuito deste material é o estudo dos contornos jurídicos do *insider trading*, serão trabalhados os dois primeiros princípios elencados por Eizirik, que culminam nos três objetivos traçados pelo IOSCO, de forma que, juntos, embasam o princípio do *full and fair disclosure*.

1.3.1. Sistema de *disclosure*

O sistema de *disclosure* é o pilar que sustenta toda a regulação do mercado de capitais, partindo da premissa que a informação é o bem jurídico tutelado por esta regulação específica e que o mercado de capitais é entendido como um mercado de informações valiosíssimas.

Tal sistema constitui uma “ficção jurídica”, em que há a presunção de que os poupadores (investidores) tomarão as melhores e mais vantajosas decisões de

²² IOSCO (2010). *Objectives and Principles of Securities Regulation*. p. 12. Disponível em www.iosco.org/library/pubdocs/IOSCOPD323.pdf.

²³ EIZIRIK, Nelson Laks; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUE, Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais – regime jurídico*. 2. ed. (revisada e atualizada). Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p.18.

²⁴ EIZIRIK, Nelson Laks. *Mercado de Capitais – regime jurídico*. 3. ed., rev. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 20-21.

investimento atentando-se para as informações divulgadas, de maneira que assim, promoverão a mais eficiente alocação dos recursos aportados no mercado.²⁵

Dito isso, impõe-se na regulação a obrigação dos administradores das companhias de divulgarem ao mercado periodicamente uma gama de informações, referentes aos resultados da empresa, demonstrando seus ativos e passivos, bem como a emissão de relatórios com uma série de balanços contábeis.

Portanto, o sistema do *disclosure* é compreendido como uma obrigação legal referente à divulgação de resultados das sociedades anônimas de capital aberto, para que permita aos poupadores, que estarão munidos de informações relevantes, analisar o desempenho das companhias e investirem nas melhores ações e demais valores mobiliários.

Contudo, na prática, nada no mundo do mercado de capitais é tão trivial quanto o apresentado na teoria. Para que o sistema de *disclosure* alcance seus objetivos, as informações devem ser divulgadas da forma mais rica possível, sendo disseminadas entre os investidores, permitindo o acesso à novas informações em tempo hábil. A partir disso, pode-se falar em *full disclosure* (divulgação ampla e completa das informações). Como bem observa Leonardo Alonso:

Pelo princípio do *disclosure* objetiva-se que o investidor esteja munido de informações que lhes possibilitem uma adequada tomada de decisão quanto ao destino de seus investimentos.

Só assim os investidores conhecerão os riscos e as oportunidades a que estão expostos.

Cumpra também importante papel a fim de se buscar a igualdade de condições entre os participantes de tais mercados; propiciando, dessa forma, um ambiente de concorrência leal, motivo pelo qual a divulgação das informações deverá ocorrer de forma eficiente, rápida, e com a maior difusão possível.²⁶

Além disso, as informações devem ser verdadeiras e claras, não podendo encobrir nenhum fato relevante que deva ser divulgado. É deste pressuposto que nasce o *fair disclosure*, que juntamente com o primeiro, forma o princípio do *full and fair disclosure*,

²⁵ EIZIRIK, Nelson Laks. *O papel do Estado na Regulação do mercado de Capitais*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1977, p. 120.

²⁶ ALONSO, Leonardo, *Crimes contra o Mercado de Capitais*. São Paulo: USP, 2009, p. 30-31.

consistente em um mecanismo de divulgação ampla, irrestrita e completa de informações.²⁷

O princípio do *full and fair disclosure*, relaciona-se com a eficiência dos mercados na medida que a divulgação ampla e completa de informações verdadeiras e claras consubstancia-se em componente relevante na correta formação dos preços dos valores mobiliários, de maneira que um mercado só se torna alocativamente eficiente quando a cotação dos valores mobiliários sofre reflexos imediatos advindos das informações disponíveis sobre as companhias emissoras e dos demais fatos externos que nelas possam influir. Quanto mais rápido é o reflexo, mais eficiente é o mercado.²⁸

A eficiência dos mercados está intrinsecamente ligada ao combate do uso de indevido de informações privilegiadas, na medida em que, como já comentado, o mercado eficiente é aquele no qual os preços refletem precisamente as informações disponíveis, buscando-se alcançar um estado de concorrência perfeita.

O professor José Marcelo Martins Proença destaca a necessidade de se estabelecerem precondições para que haja o desenvolvimento do mercado de capitais. Observa ele que algumas medidas político-institucionais precisam ser tomadas para que o mercado tenha condições mínimas de operar livremente sob padrões legais e éticos, além de se ter uma estabilidade social e política justa, com estabilidade monetária.²⁹

O mercado organizado e estruturado depende de uma regulação que coloque em prática o princípio do *full and fair disclosure*, para assim alcançar os objetivos cirurgicamente sintetizados pelo professor Danilo Borges dos Santos Gomes de Araujo:

Pretende-se que os objetivos da regulação do mercado de capitais brasileiro sejam aqueles de atendimento do interesse público, que deveria ser o norteador dessa particular disciplina, orientando-se para a proteção dos investidores, ampla divulgação de informações, eficiência do mercado, criação e manutenção de instituições confiáveis e competitivas, impedimento de situações de conflito de interesses, evitar a concentração de poder econômico.

(...) nota-se estar sempre presente a sugestão de que há uma íntima vinculação entre o desenvolvimento econômico-social do país e o

²⁷ CORDEIRO, Luiz Felipe Gonçalves, *Insider Trading e o Mercado de Capitais: tratamento legal, casos concretos e a ineficiência econômica de seu combate*. Rio de Janeiro: PUC-RJ, 2013, p. 54-70.

²⁸ CORDEIRO, Luiz Felipe Gonçalves, *Insider Trading e o Mercado de Capitais: tratamento legal, casos concretos e a ineficiência econômica de seu combate*. Rio de Janeiro: PUC-RJ, 2013, p. 54-70.

²⁹ PROENÇA, José Marcelo Martins – *Insider Trading – regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais* – São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 75.

desenvolvimento do mercado de capitais, ora a regulação parecendo querer ser a promotora desse desenvolvimento, ou ao menos a sua não impedidora, ora a regulação parecendo vir a reboque desse desenvolvimento.³⁰

Das últimas linhas do trecho acima, extrai-se ideia do mercado de capitais como propulsor do desenvolvimento econômico. Tal pensamento configura-se ne premissa básica de que não se atinge qualquer grau de desenvolvimento econômico sem investimento, e o investimento se torna muito dispendioso sem um mercado de capitais organizado e estruturado, facilitando a formação de poupança e tornando o processo de financiamento das companhias muito mais célere.

Por fim, o Dr. Marcelo Costenaro Cavali:

A regulação é necessária, por outro lado, para estabelecer a obrigatoriedade de publicação de informações padronizadas para atender às necessidades informacionais dos investidores.³¹

Portanto, conclui-se que o princípio do *full and fair disclosure* objetiva a ampla e total divulgação de informações claras e verdadeiras ao mercado, para que este se torne eficiente e sirva de combustível ao desenvolvimento econômico do país.

Dito isso, passa-se ao estudo da entidade supervisora e reguladora do mercado de capitais.

³⁰ ARAUJO, Danilo Borges dos Santos Gomes. Mercado de Capitais: Definição, Funções, Objetivos e Histórico da Regulação Brasileira. In: ARAUJO, Danilo Borges dos Santos Gomes (organizador). *Regulação brasileira do mercado de capitais*. – São Paulo: Saraiva, 2015. – (Coleção direito desenvolvimento justiça). p 40-41.

³¹ CAVALI, Marcelo Costenaro. *Manipulação do Mercado de Capitais: Fundamentos e Limites da Repressão Penal e Administrativa*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 122.

2. Comissão de Valores Mobiliários

A Comissão de Valores Mobiliários é a entidade supervisora do mercado de capitais brasileiro, sendo competente em matéria de fiscalização, regulamentação, autorização e também exerce função consultiva e punitiva por meio da aplicação de sanções.

2.1. Da natureza jurídica

O professor Sérgio Campinho chama a atenção para a redação do art. 5º, LMVM que afirma que a CVM “é uma entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda. Tem personalidade jurídica e patrimônio próprios. É dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, além de dispor de autonomia financeira e orçamentária.”³²

Completa:

É a Comissão de Valores Mobiliários órgão regulador autônomo, munido de independência hierárquica, financeira e decisória, com poderes de normatizar as operações com valores mobiliários, autorizando a sua emissão e negociação, bem como de fiscalizar as sociedades anônimas abertas e aqueles que operam no mercado de capitais por ela regulado, aplicando sanções administrativas aos transgressores.³³

2.2. Da composição

O professor Marlon Tomazette discorre sobre sua composição:

Ela é composta de um presidente e quatro diretores, escolhidos pelo Presidente da República, com a necessidade de aprovação da escolha pelo Senado Federal, similar ao que ocorre com as demais agências reguladoras. O mandato dos seus membros é de cinco anos, vedada a recondução, devendo a cada ano ser substituído um membro. Esses

³² CAMPINHO, Sérgio. *Curso de direito comercial: sociedade anônima / Sérgio Campinho*. – 3. ed. – São Paulo: Saraiva Educação, 2018. p. 63.

³³ CAMPINHO, Sérgio. *Curso de direito comercial: sociedade anônima / Sérgio Campinho*. – 3. ed. – São Paulo: Saraiva Educação, 2018. p. 63.

dirigentes têm estabilidade no cargo, a qual é essencial ao bom desempenho de suas funções, pois afasta ingerências políticas, privilegiando o mercado.³⁴

2.3. Das funções

2.3.1. Da função fiscalizadora

Pela redação do art. 8º, LMVM, extrai-se a função fiscalizadora da CVM, que deve ser exercida de forma permanente, englobando todos serviços e atividades relacionados ao mercado de capitais, com ênfase no desempenho das empresas e na prestação de informações, visando coibir fraudes.³⁵

2.3.2. Da função regulamentar

Quanto à sua função regulamentar ou normativa, esclarece Angela Donaggio:

No que se refere à sua atuação normativa do mercado de capitais, a CVM pode expedir os seguintes atos nos termos da Deliberação n. 1/78: deliberações, instruções normativas, pareceres, notas explicativas, portarias e atos declaratórios. Por meio de seus atos, a autarquia disciplina, por exemplo, matérias relativas a: organização, funcionamento e operações das bolsas de valores; negociação e intermediação no mercado de valores mobiliários; práticas irregulares de administradores de companhias abertas e investidores; procedimentos para imposição de sanção, entre outros.

(...)

Quanto à regulação específica das sociedades anônimas abertas, compete à autarquia, expedir normas referentes à precisão, periodicidade e padronização das informações das companhias a serem divulgadas. São exemplos de informações requeridas: demonstrações financeiras, negociação de ações, relatórios da administração, fatos relevantes, oferta pública de aquisição, permuta ou venda de ações, entre outras informações, visto que a

³⁴ TOMAZETTE, Marlon. *Curso de direito empresarial: teoria geral e direito societário* – volume 1 / Marlon Tomazette. – 9. ed – São Paulo: Saraiva Educação, 2018, p. 448

³⁵ O inciso V do art. 8 prevê expressamente a prioridade de se fiscalizar e inspecionar companhias que não apresentem lucros em seus balanços, bem como as que não pagam os dividendos obrigatórios.

CVM tem o dever de zelar pela regularidade e confiabilidade das informações prestadas pelas companhias e demais agentes.³⁶

Importante a ressalva de que a CVM tem o poder legítimo de regulamentar matérias previstas na LMVM e LSA, mas não pode “extrapolar os limites da mera regulamentação, isto é, a CVM não tem competência para criar direito novo, mas apenas para regulamentar as leis emanadas do poder legislativo, alcançando sua finalidade primordial, que é a de tutelar o mercado de capitais”.³⁷

Brilhantemente completa o Dr. Marcelo Costenaro Cavali ao dispor que:

A competência normativa das agências reguladoras justifica-se pela complexidade técnica e pela dinamicidade do setor regulado, características que demandam conhecimento especializado e rapidez nas alterações para acompanhamento do mercado. Tal competência, contudo, é por vezes criticada pela doutrina, sob o argumento de ofensa ao princípio da separação dos poderes. Em verdade, as normas que estabelecem as prerrogativas e as obrigações dos participantes do mercado devem continuar a ser estabelecidas em lei, embora o espaço deferido à regulação infralegal da CVM se mostre bastante mais alargado do que a tradicional atividade de regulamentação executiva. Daí que se distinga entre a mera regulamentação normativa, que tem por fim apenas dar fiel execução às leis, e a regulação normativa, a qual representa uma competência mais alargada, desde que coerente com o marco legal pertinente.³⁸

2.3.3. Da função registrária

A função registrária, também chamada de autorizadora, encontra respaldo nos arts. 16 e 21, LMVM, que “legitima a constituição de sociedades anônimas abertas, efetuando seu registro; autoriza a emissão e distribuição de valores mobiliários, determina a autuação de agentes ligados ao mercado, tais como bolsas de valores,

³⁶ DONAGGIO, Angela. Regulação e Autorregulação do Mercado de Capitais Brasileiro. In: ARAUJO, Danilo Borges dos Santos Gomes (organizador). *Regulação brasileira do mercado de capitais*. – São Paulo: Saraiva, 2015. – (Coleção direito desenvolvimento justiça). p 166-168.

³⁷ TOMAZETTE, Marlon. *Curso de direito empresarial: teoria geral e direito societário* – volume 1 / Marlon Tomazette. – 9. ed – São Paulo: Saraiva Educação, 2018, p. 450.

³⁸ CAVALI, Marcelo Costenaro. *Manipulação do Mercado de Capitais: Fundamentos e Limites da Repressão Penal e Administrativa*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 126-127.

autoriza o credenciamento de administradores de carteiras de valores mobiliários e auditores independentes.”³⁹

2.3.4. Da função consultiva

A função consultiva, consiste na emissão de “pareceres de orientação aos participantes do mercado, atendendo a consultas formuladas por eles nas matérias de sua competência.”⁴⁰

2.3.5. Da função punitiva

A função punitiva ou sancionadora, prevista no art. 11, LMVM, assegura a competência da CVM para apuração, julgamento, e punição de irregularidades que venham a ser realizadas no mercado de capitais. Dentre as penalidades que poderão ser impostas isoladas ou cumulativamente, tem-se a possibilidade de aplicação de advertência, multa, suspensão, inabilitações e proibições de autorizações e registro de serviços e atividades relacionadas ao mercado de capitais por vários anos.

A antiga redação dos incisos do parágrafo único do art. 11, garantia que o valor da multa não excederia R\$500.000,00 (quinhentos mil reais); não excederia cinquenta por cento do valor da emissão ou operação irregular; nem excederia três vezes o montante da vantagem econômico obtida ou da perda evitada em decorrência do ilícito.

Contudo, como se verá no capítulo seguinte, em razão de o país passar por um momento de elevada crise moral em que cidadãos comuns e membros dos Três Poderes são constantemente centro dos noticiários por indícios de corrupção, um vexame político veio a favorecer a edição da Lei 13.506/17 que reforçou o poder de *enforcement* da CVM.

Com a edição da Lei 13.506/17, nova redação foi dada ao art. 11 da LMVM. A atual redação adverte que a aplicação da multa deverá observar os princípios da razoabilidade e proporcionalidade, assim como a capacidade econômica do agente e as

³⁹ DONAGGIO, Angela. Regulação e Autorregulação do Mercado de Capitais Brasileiro. In: ARAUJO, Danilo Borges dos Santos Gomes (organizador). *Regulação brasileira do mercado de capitais*. – São Paulo: Saraiva, 2015. – (Coleção direito desenvolvimento justiça). p 168.

⁴⁰ TOMAZETTE, Marlon. *Curso de direito empresarial: teoria geral e direito societário* – volume 1 / Marlon Tomazette. – 9. ed – São Paulo: Saraiva Educação, 2018, p. 449.

razões que justifiquem a imposição da penalidade, não podendo exceder os valores de R\$50.000.000,00 (cinquenta milhões de reais); ou o dobro do valor da emissão da operação irregular; três vezes o montante da vantagem econômica obtida ou da perda evitada em decorrência do ilícito; nem o dobro do prejuízo causado os investidores em decorrência do ilícito.

A nova redação dada ao §2º possibilita que a multa aplicada seja de até o triplo dos valores citados caso o agente seja reincidente.

2.3.6. Da função de fomento e *amicus curiae*

Embora seja pouco comentado, alguns doutrinadores reconhecem a função de fomento e de *amicus curiae* da CVM. A função de fomento extrai-se dos incisos I e II do art. 4º, LMVM que preveem o fim de estimular a formação de poupanças e a sua aplicação em valores mobiliários, além de promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações, estimulando aplicações permanentes em ações do capital social de companhias abertas sob controle de capitais privados nacionais.

Já a função de *amicus curiae* está positivada no art. 31, LMVM, no qual determina que nos processos judiciais que tenham por objetivo matéria incluída na competência da CVM, a agência deverá ser intimada, caso queira, oferecer parecer os prestar esclarecimentos.⁴¹

Apresentado a natureza jurídica, composição e funções da CVM, o próximo capítulo focará em apresentar a evolução histórica do regime jurídico do uso indevido de informação privilegiada, apontando as inovações trazidas por alguns diplomas legais para que se chegue cada vez mais perto na plena efetivação do princípio do *full and fair disclosure*.

⁴¹ DONAGGIO, Angela. Regulação e Autorregulação do Mercado de Capitais Brasileiro. In: ARAUJO, Danilo Borges dos Santos Gomes (organizador). *Regulação brasileira do mercado de capitais*. – São Paulo: Saraiva, 2015. – (Coleção direito desenvolvimento justiça). p 174.

3. Evolução histórica do tratamento do *insider trading* na legislação pátria

3.1. Lei n. 4.728/65

O primeiro comando jurídico que tratou do assunto no Brasil foi o art. 3º, inciso X, da Lei n. 4.728/65, que ao disciplinar o rol de atribuições do Banco Central do Brasil, estabeleceu que o órgão deveria “fiscalizar a utilização de informações não divulgadas ao público em benefício próprio ou de terceiros, por acionistas ou pessoas que, por força de cargos que exerçam, a elas tenham acesso”.

Como se observa, tal dispositivo foi editado mesmo antes da criação da CVM, que se deu em 1976, de maneira que consistia na única instrução que regulava a matéria, sem qualquer produção de resultado efetivo, vindo a ser uma competência fiscalizatória que não encontrava qualquer outro comando que disciplinasse o tema, muito menos um conjunto de sanções que garantissem a contenção do feito. Como salienta Francisco Müssnich:

Apesar de a norma sinalizar um primeiro esforço do legislador no combate ao *insider trading*, é flagrante sua deficiência, ou simplesmente sua insuficiência para fazer frente a tão importante questão. Essa regra, até então isolada no sistema jurídico brasileiro, não tornava crime, nem ato ilícito, o uso indevido de informação privilegiada. De redação, pode-se dizer, até simples, o dispositivo também não oferecia qualquer parâmetro para a caracterização do *insider trading*.⁴²

3.2. Lei n. 6.404/76 – LSA

Houve uma evolução no tratamento da matéria com a chegada da LSA em 1976, que reconheceu o dever de lealdade do administrador de companhia aberta no art. 155 e procurou estabelecer vedações ao *insider trading* em seus parágrafos:

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

⁴² MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. *O insider trading no direito brasileiro* / Francisco Antunes Maciel Müssnich. São Paulo: Saraiva, 2017. p. 23-24.

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

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

§3º A pessoa prejudicada em compra e venda de valores mobiliários, contratada com infração no disposto dos §§1º e 2º, tem direito de haver do infrator indenização por perdas e danos, a menos que ao contratar já conhecesse da informação.

Pela redação do dispositivo acima, é possível visualizar que o regime jurídico do uso indevido de informação privilegiada começava a ganhar corpo, tendo que em vista o retrato do instituto e possibilidade de indenizar os prejuízos suportados.

O primeiro parágrafo introduz o dever de sigilo ao administrador. Enquanto o parágrafo segundo consagra hipótese em que há responsabilidade por omissão, e o parágrafo terceiro introduz os pressupostos da responsabilidade civil para reparação de danos.

3.3. Lei n. 10.303/01 e Lei n. 6385/76 – LMVM

Em 2001 várias inovações foram criadas pela Lei n. 10.303/01⁴³, batizada de Reforma Societária, que entre os vários pontos positivos introduziu um novo parágrafo ao art. 155, LSA:

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

A importância de tal comando reside na ampliação do “campo subjetivo de incidência da vedação ao *insider trading*, passando a vincular qualquer pessoa que tenha

⁴³ Tal lei também tipificou penalmente a conduta, no entanto, o presente trabalho busca tratar do ilícito apenas na esfera administrativa.

tido acesso à informação relevante. Como se percebe, alargou-se de forma expressiva a possibilidade de responsabilização pelo ilícito de *insider*.”⁴⁴

Outra ponto de destaque que tal diploma legal trouxe foi a inserção da alínea “c”, no inciso IV, do art. 4º da LMVM, estabelecendo que a CVM exerça suas atribuições para o fim de proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários.

3.4. Instrução Normativa n. 358/02

Em 2002 a CVM publicou a Instrução Normativa 358, que definiu o *insider trading* em seu artigo 13:

Art. 13. Antes da divulgação ao mercado de ato ou fato relevante ocorrido nos negócios da companhia, é vedada a negociação com valores mobiliários de sua emissão, ou a eles referenciados, pela própria companhia aberta, pelos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, ou por quem quer que, em virtude de seu cargo, função ou posição na companhia aberta, sua controladora, suas controladas ou coligadas, tenha conhecimento da informação relativa ao ato ou fato relevante.

§1º A mesma vedação aplica-se a quem quer que tenha conhecimento de informação referente a ato ou fato relevante, sabendo que se trata de informação ainda não divulgada ao mercado, em especial àqueles que tenham relação comercial, profissional ou de confiança com a companhia, tais como auditores independentes, analistas de valores mobiliários, consultores e instituições integrantes do sistema de distribuição, aos quais compete verificar a respeito da divulgação da informação antes de negociar com valores mobiliários de emissão da companhia ou a eles referenciados.

A Instrução 358/02, em seu art. 2º, também definiu critérios para a definição de quais informações seriam relevantes e através do parágrafo único do dispositivo, estabeleceu um rol exemplificativo:

Art. 2º Considera-se relevante, para os efeitos desta Instrução, qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembleia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou

⁴⁴ MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. *O insider trading no direito brasileiro* / Francisco Antunes Maciel Müssnich. São Paulo: Saraiva, 2017. p. 25.

fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável:

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

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

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

Parágrafo único. Observada a definição do *caput*, são exemplos de ato ou fato potencialmente relevante, dentre outros, os seguintes:

I – assinatura de acordo ou contrato de transferência do controle acionário sob condição suspensiva ou resolutiva;

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

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

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

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

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

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

VIII – transformação ou dissolução da companhia;

IX – mudança na composição do patrimônio da companhia;

X – mudança de critérios contábeis;

XI – renegociação de dívidas;

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

XIII – alteração nos direitos e vantagens de valores mobiliários emitidos pela companhia;

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

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

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

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

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

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

XX – descoberta, mudança ou desenvolvimento de tecnologia ou de recursos da companhia;

XXI – modificação de projeções divulgadas pela companhia;

XXII – pedido de recuperação judicial ou extrajudicial, requerimento de falência ou propositura de ação judicial, de procedimento administrativo ou

arbitral que possa vir a afetar a situação econômico-financeira da companhia.

Quando se busca tutelar juridicamente a informação, ou melhor, a divulgação ampla, total, eficiente, clara e verdadeira de informações aos mercados, fica evidente o valor do dispositivo legal apresentado acima.

A publicação da IN 358/02 não só serve de exemplo da função normativa da CVM, mas também da função consultiva, pois demonstra que a entidade “joga no mesmo time” dos investidores e companhias honestas, esclarecendo quais informações devem ser comunicadas como fato relevante.

Por mais que o comando legal sirva de bússola para os operadores de mercado, fundamental é a visão dos doutrinadores sobre o tema, já que a Instrução é um marco legal no combate ao uso indevido de informações privilegiadas.

O professor Nelson Eizirik⁴⁵, a partir da leitura e raciocínio extraído do dispositivo, procurou elencar alguns caracteres que são inerentes à informação privilegiada, ao passo que para ser privilegiada, a informação deverá atender aos quatro elementos seguintes, cumulativamente: “(i) caráter razoavelmente preciso, ou seja, relacionada a fatos e não boatos, apresentando, pois, um mínimo de materialidade; (ii) não está disponível para o público; (iii) é tido como *price sensitive*, isto é, poderia, caso divulgada, afetar a cotação dos títulos; e (iv) refere-se a valores mobiliários ou a seus emissores.”⁴⁶

A própria CVM editou material que visava esclarecer alguns pontos sobre o uso indevido de informações privilegiadas, considerando que para ser privilegiada a informação deve ser revestida de dois atributos, quais seja, confidencialidade e materialidade. Por confidencialidade deve se entender que a informação não foi tornada pública, levando-se em conta os procedimentos adequados, divulgando-a em sua integralidade por meio de um portal de notícias na internet ou em jornais de grande

⁴⁵ EIZIRIK, Nelson Laks. *Mercado de Capitais – regime jurídico*. 3. ed. revista e ampliada. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 373.

⁴⁶ MILANEZI, Arthur Motta. *Insider Trading: uma análise da jurisprudência da Comissão de Valores Mobiliários*. Ribeirão Preto: USP, 2015. p. 43.

circulação. Já a materialidade consiste na relevância da informação, estando apta a influir de modo ponderável em uma das três opções dada pelo art. 2, IN 358/02.⁴⁷

3.5. Lei n. 13.506/17

Por fim, em maio de 2017, em uma investigação derivada de uma das infinitas “filhas” da provavelmente interminável Operação Lava Jato, o Chefe do Poder Executivo Federal, Presidente Michel Temer, teve seu sigilo telefônico quebrado para averiguar um esquema de corrupção envolvendo a holding J&F, proprietária da rede de frigoríficos JBS, com o BNDES.⁴⁸

O acionista majoritário do grupo, Joesley Batista, e seu sócio e irmão, Wesley Batista, depuseram perante a Procuradoria Geral da República, vindo a causar enorme instabilidade política, insegurança jurídica e prejuízos econômicos à bolsa de valores, devido ao potencial destrutivo das declarações prestadas.

Frente a situação, os irmãos Batista valeram de suas posições e negociaram ações de suas empresas buscando mitigar os prejuízos e comprando moedas estrangeiras visando obterem vantagem econômica ilícita.

Ou seja, os irmãos Batista incorreram na prática de *insider trading*, uma vez que estavam presentes todos os caracteres para a caracterização da prática extraídos dos parágrafos do art. 155 LSA e do art. 13 IN 358/02, quais sejam: (i) existia informação privilegiada que não foi divulgada ao mercado; (ii) eles tinham acesso a essa informação; (iii) negociaram com intenção de tirar proveito da informação.⁴⁹

Diante do escândalo de proporções internacionais, percebeu-se que as normas que regulavam o ilícito do uso indevido de informações privilegiadas ainda se mostravam pouco efetivas, de modo que com o advento da Lei 13.506/17, foram realizadas

⁴⁷ *Uso Indevido de Informação Privilegiada (Insider Trading)* / Comissão de Valores Mobiliários. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2016. 45p. (Cadernos CVM,11) p. 9-11. Versão digital disponível em: www.investidor.gov.br.

⁴⁸ UOL. Com trechos inaudíveis, fala de Temer a Joesley sobre Cunha é inconclusiva. UOL, São Paulo, mai. 2017. Disponível em: <https://noticias.uol.com.br/politica/ultimas-noticias/2017/05/18/trecho-sobre-cunha-de-dialogo-entre-temer-e-joesley-e-inconclusivo.htm>. Acesso em: 27 jun. 2019.

⁴⁹ VIEIRA, André Guilherme. Justiça aceita denúncia e irmãos batista são réus por *insider trading*. Valor, São Paulo, out. 2017. Disponível em: <https://www.valor.com.br/politica/5157622/justica-aceita-denuncia-e-irmaos-batista-sao-reus-por-insider-trading.htm>. Acesso em: 27 jun. 2019.

alterações na LMVM que deram nova redação à conduta típica penal do *insider trading*, e como já visto no capítulo anterior, asseverou drasticamente a pena de multa.⁵⁰

⁵⁰ SIMÕES, Pedro. *Insider trading* e crime de manipulação de mercado: reflexos da nova lei. JOTA, Brasília, jan. 2018. Disponível em: https://www.jota.info/paywall?redirect_to=//www.jota.info/opinioe-analise/artigos/insider-trading-e-crime-de-manipulacao-de-mercado-reflexos-da-nova-lei-27012018.htm. Acesso em: 27 jun. 2019.

CONCLUSÕES

Após o estudo da maior parte da doutrina jurídica especializada no assunto, bem como pela análise dos diplomas legais que regem a regulação do mercado de capitais e o *insider trading* no âmbito da Comissão de Valores Mobiliários, é possível chegar a síntese das conclusões que se seguem.

A primeira conclusão é de que o desenvolvimento da saúde do mercado de capitais é essencial, levando em consideração que é um mecanismo vital para o desenvolvimento econômico do país. Tal conclusão se embasa no fato do mercado de capitais consistir em uma excelente alternativa de financiamento e obtenção de recursos para as companhias; viabiliza a dispersão dos riscos; fomenta a geração de empregos e arrecadação de receitas fiscais; garante inovação tecnológica e maior circulação de produtos e serviços; e tem o condão de proporcionar a transformação de magnitude do capital investido.

Reconhecida a importância do mercado, constata-se que para que ele se mantenha saudável é necessário que haja intervenção estatal no sentido de potencializar seus benefícios e inibir condutas prejudiciais, como a de uso indevido de informações privilegiadas.

A intervenção deve ser pautada em princípios que protejam e garantam a confiança dos investidores, assegurem a eficiência, integridade e transparência do mercado, e reduzam os riscos a ele inerentes.

Os valores acima elencados devem ser dirigidos à tutela da informação, bem jurídico que deve ser objeto de regulação dos mercados, em observância ao princípio do *full and fair disclosure*.

Portanto, a segunda conclusão é que para o desenvolvimento do mercado de capitais, devem ser adotadas medidas que garantam o desenvolvimento do sistema do *full and fair disclosure*, de maneira que através dele haverá um ambiente de maior igualdade de condições, divulgação e difusão de informação da forma mais completa, rica, verdadeira, clara, irrestrita e ampla possível, proporcionando as decisões mais vantajosas de investimento, maior eficiência na alocação de recursos e impedindo a criação artificial de preços dos valores mobiliários.

Para a implementação da política do *full and fair disclosure* seria necessário a criação de um órgão com a finalidade de coibir manobras fraudulentas no âmbito do mercado de capitais, o que leva a terceira conclusão deste estudo, abaixo trabalhada.

A Comissão de Valores Mobiliários foi pensada e estruturada de forma a garantir a correta evolução do sistema do *full and fair disclosure* no Brasil e assim assegurar a higidez do mercado. Só com autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, autonomia financeira e orçamentária, estabilidade de seus dirigentes e processo de seleção rígido baseado em reconhecimento de conhecimento técnico é que se pode esperar que a entidade exerça suas funções em prol da divulgação de informações no mercado.

Quanto às funções exercidas pela CVM, conclui-se que todas aliam-se aos ideais do *full and fair disclosure*. Não poderia se esperar evolução do sistema sem que houvesse fiscalização perrimamente; poder de regulamentar normas, em razão da especificidade técnica necessária; a discricão de autorizar a atuação dos operadores; a obrigação de fomentar o crescimento dos mercados em prol do desenvolvimento econômico, bem como a obrigação de esclarecer dúvidas quando solicitada para tanto e comparecer em juízo quando achar relevante. Por último, destaca-se a evolução da função sancionadora da CVM, que encontra um vasto leque de punições disponíveis, aplicando-as observando critérios humanísticos de dosimetria da pena, e o reconhecimento recente de um *enforcement* mais vigoroso quanto às penalidades pecuniárias.

Em razão das conclusões trabalhadas fica evidente que ao se realizar um balanço histórico dos regulamentos que repudiam o *insider trading* no direito brasileiro, o resultado não poderia ser divergir de que há sim muita evolução na aplicação do princípio do *full and fair disclosure* em normas que visam proibir o uso indevido de informações privilegiadas.

Há quase 55 anos o Brasil vem gradativamente trabalhando para aprimorar a regulação e aplicação do princípio do *full and fair disclosure*, buscando blindar o mercado de práticas ilícitas, como o *insider trading*.

Ficou constatado que os dispositivos legais que versam sobre a regulação do tema evoluíram da total ineficiência para o estabelecimento de obrigação de sigilo por

parte daqueles que em razão da função de administradores detinham informações que ainda não eram de domínio do mercado. Além da responsabilização em causa de omissão e possibilidade de reparação civil de danos.

A partir de então a evolução da tutela da informação nos mercados foi ganhando mais prestígio, com a ampliação do campo subjetivo de responsabilização por *insider trading*, seguido de um esforço tanto por parte dos estudiosos do tema, tanto pela CVM para definir quais os critérios que constroem o grau de especialidade da informação para ser definida como relevante e privilegiada, facilitando as práticas equitativas de mercado e oportunizando a política do *full and fair disclosure*.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALONSO, Leonardo, *Crimes contra o Mercado de Capitais*. São Paulo: USP, 2009.

ANDREZO, Andréa Fernandes; LIMA, Iran Siqueira. *Mercado Financeiro: Aspectos Históricos e Conceituais*. 3ª ed. rev. e ampl. São Paulo: Thompson, 2007.

ARAUJO, Danilo Borges dos Santos Gomes (organizador). *Regulação brasileira do mercado de capitais*. – São Paulo: Saraiva, 2015. – (Coleção direito desenvolvimento justiça).

BRASIL. Instrução CVM nº 358, 3 de janeiro de 2002. Dispõe sobre a divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas, disciplina a divulgação de informações na negociação de valores mobiliários e na aquisição de lote significativo de ações de emissão de companhia aberta, estabelece vedações e condições para a negociação de ações de companhia aberta na pendência de fato relevante não divulgado ao mercado e dá outras providências. Rio de Janeiro, 2002.

BRASIL. Instrução CVM nº 607, 17 de junho de 2019. Dispõe sobre o rito dos procedimentos relativos à atuação sancionadora no âmbito da Comissão de Valores Mobiliários. Rio de Janeiro, 2002.

BRASIL. Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965. Disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento. Brasília, 1965.

BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Brasília, 1976.

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. Brasília, 1976.

CAMPINHO, Sérgio. *Curso de direito comercial: sociedade anônima / Sérgio Campinho*. – 3. ed. – São Paulo: Saraiva Educação, 2018.

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei das sociedades anônimas*. São Paulo: Saraiva, 1997, v.1.

CAVALI, Marcelo Costenaro. *Manipulação do Mercado de Capitais: Fundamentos e Limites da Repressão Penal e Administrativa*. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

CORDEIRO, Luiz Felipe Gonçalves, *Insider Trading e o Mercado de Capitais: tratamento legal, casos concretos e a ineficiência econômica de seu combate*. Rio de Janeiro: PUC-RJ, 2013.

EIZIRIK, Nelson Laks. *O papel do Estado na Regulação do mercado de Capitais*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1977.

EIZIRIK, Nelson Laks; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUE, Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais – regime jurídico*. 2. ed. (revisada e atualizada). Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

EIZIRIK, Nelson Laks. *Mercado de Capitais – regime jurídico*. 3. ed. revista e ampliada. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

MILANEZI, Arthur Motta. *Insider Trading: uma análise da jurisprudência da Comissão de Valores Mobiliários*. Ribeirão Preto: USP, 2015.

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

NETO, Alexandre Assaf. *Mercado Financeiro*. 7 ed. São Paulo: Editora Atlas, 2006.

PROENÇA, José Marcelo Martins – *Insider Trading – regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais* – São Paulo: Quartier Latin, 2005.

PROENÇA, José Marcelo Martins. *Repúdio ao Insider Trading*. In: *Direito, gestão e prática: mercado de capitais / Francisco Satiro de Souza Júnior, coordenador*. – São Paulo: Saraiva, 2013. – (Série GVlaw).

REALE, Miguel. *Lições preliminares de Direito*. 27. ed. São Paulo: Saraiva, 2010.

TOMAZETTE, Marlon. *Curso de direito empresarial: teoria geral e direito societário – volume 1 / Marlon Tomazette*. – 9. ed – São Paulo: Saraiva Educação, 2018.