

## A CARACTERIZAÇÃO DO INSIDER TRADING NO DIREITO BRASILEIRO

### THE QUALIFICATION OF INSIDER TRADING UNDER BRAZILIAN LAW

Rodrigo Salton Rotunno Saydelles\*

#### RESUMO

O presente trabalho visa estudar quais são os requisitos que devem ser preenchidos para que ocorra a configuração da prática de *insider trading*. Assim, a partir dos dispositivos legais sobre o tema, concluiu-se haver três elementos necessários à incidência das consequências jurídicas de negociação com base em informações privilegiadas. São esses requisitos: a existência de uma informação privilegiada, o acesso a essa informação e a negociação com objetivo de auferir vantagem. Cada um desses requisitos apresenta peculiaridades próprias, que são tratadas, principalmente, com base nos julgados da CVM acerca do tema.

#### PALAVRAS-CHAVE

Insider trading. Informação privilegiada. Informação relevante. Informação sigilosa. Insider trading primário. Insider trading secundário.

#### SUMÁRIO

1. Introdução. 2. Informação Privilegiada: noções de relevância e sigilo. 3. Acesso à Informação Privilegiada: distinção entre *insiders* primários e secundários. 4. Negociar com base na informação privilegiada visando obtenção de vantagem. 5. Pontos polêmicos relacionados ao *insider trading*. 6. Conclusão. Referências.

#### ABSTRACT

*This work aims to study which requirements must be fulfilled for the insider trading practice to take place. Thus, from the legal provisions on the subject, it was concluded that there are three necessary elements for the incidence of insider trading's legal consequences. These requirements are: the existence of a privileged information, access to that information and negotiation with the objective of obtaining an advantage. Each of these requirements has its own peculiarities, which are dealt with mainly based on CVM judgments on the subject.*

#### KEYWORDS

*Insider trading. Privileged information. Relevant information. Confidential information. Primary insider trading. Secondary insider trading.*

\* Acadêmico de Direito na Universidade Federal do Rio Grande do Sul.

Recebido em: 01/06/2020

Aceito em: 16/07/2020

**REFERÊNCIA:** SAYDELLES, Rodrigo Salton Rotunno. A Caracterização do *Insider Trading* no Direito Brasileiro. *Res Severa Verum Gaudium*, v. 5, n. 1, Porto Alegre, p. 155-178, out. 2020.

## 1 INTRODUÇÃO

O *insider trading* é atualmente um dos temas fulcrais em se tratando de mercado de capitais, contudo, a sua vedação é um fenômeno relativamente recente<sup>1</sup>. A prática do *insider trading* consiste na negociação de valores mobiliários com base em informações não divulgadas ao mercado, visando obter para si ou para outrem uma vantagem indevida.

A credibilidade das operações do mercado de valores mobiliários se consubstancia na transparência das informações e na divulgação ampla de fato ou ato relevante a fim de garantir a igualdade de condições a todos os investidores de operar no mercado de capitais<sup>2</sup>. Isso se deve ao fato de que o *insider* negocia com base em preços que ainda não refletem o impacto de certas informações relevantes, que são de seu conhecimento<sup>3</sup>. É por essa razão que se diz que o bem jurídico tutelado pela repressão ao uso de informações privilegiadas é a tutela da confiança depositada pelos investidores<sup>4</sup>, e necessária ao funcionamento eficiente do mercado de capitais<sup>5</sup>.

Igualmente, a vedação ao *insider trading* tem uma razão de eficiência de mercado<sup>6</sup>, haja vista que o mercado será mais eficiente na medida em que consegue refletir todas as informações existentes acerca de determinada companhia no processo de formação do preço dos valores mobiliários negociados<sup>7</sup>. A informação, no contexto do mercado de capitais, desempenha, as-

---

<sup>1</sup> PRADO, Viviane Muller. Punição do uso de informação privilegiada no Brasil. *Revista dos Tribunais*. Vol. 957, 2015, p. 153-175.

<sup>2</sup> TRF3. Ap. Criminal n.º 0005123-26.2009.4.03.6181/SP. Des. Luiz Stefanini. J. em: 04.02.2013.

<sup>3</sup> BLOCK, Marcella. Insider Trading: o descumprimento do dever de lealdade pelo uso de informações privilegiadas. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. Vol. 55, 2012, pp. 83 e ss; LORIA, Eli; SILVA, Victor Hugo Cunha. Insider trading e provas indiciárias na CVM: uma análise qualitativa e quantitativa. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. vol. 76, 2017, pp. 289-314 (p. 3).

<sup>4</sup> TRF3. Ap. Criminal n.º 0005123-26.2009.4.03.6181/SP. Des. Luiz Stefanini. J. em: 04.02.2013; no mesmo sentido afirmam PASCHOALINI, Ana Paula; JACOMINI, Fernanda Perez; JOST, Mariana Silveira Martins; MERLUSSI, Natália Parmigiani. Utilização de Informação Privilegiada. *Revista de Direito Empresarial*, vol. 4, 2014, pp. 159-193.

<sup>5</sup> LORIA, Eli; SILVA, Victor Hugo Cunha. Insider trading e provas indiciárias na CVM: uma análise qualitativa e quantitativa. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. vol. 76, 2017, pp. 289-314 (p. 4).

<sup>6</sup> EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Vol. 2. 1ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 371.

<sup>7</sup> PITTA, André Grünspun. *O Regime e Informação das Companhias Abertas*. São Paulo: Quartier Latin, 2013, p. 67.

sim, um papel central, vez que é determinante para o processo decisório dos agentes de mercado<sup>8</sup>. Não por outra razão que se pode considerar a informação como a pedra angular do mercado de valores mobiliários<sup>9</sup>.

Dessa forma, todos os participantes do mercado são titulares do direito à equidade da informação, para o bem da eficiência econômica do mercado e para se evitar o jurídica e moralmente repudiado enriquecimento sem causa<sup>10</sup>. Assim, a adequada distribuição de informações pode ser compreendida como uma condição de existência do próprio mercado<sup>11</sup>, e que o principal objetivo da divulgação oficial de informações por parte das companhias é a diminuição, no limite do possível, das assimetrias informacionais existentes entre os agentes de mercado<sup>12</sup>.

Em termos legislativos, são três os principais dispositivos que vedam a sua prática no Brasil: (i) o artigo 155, §4º da lei n.º 6.404/76<sup>13</sup> (“Lei das Sociedades Anônimas”), (ii) o artigo 13 da Instrução CVM 358<sup>14</sup> e (iii) o artigo 27-D da Lei n.º 6.385/76<sup>15</sup> (“Lei do Mercado de Capitais”). No direito brasileiro, essa prática pode ter repercussões no campo civil, penal e administrativo<sup>16</sup>. Apesar de não haver um conceito expressamente positivado em lei, através da leitura sistemática dos dispositivos que versam sobre o tratamento jurídico dado às informações privilegiadas, pode-se extrair os elementos necessário à sua configuração<sup>17</sup>.

<sup>8</sup> PITTA, André Grünspun. *O Regime e Informação das Companhias Abertas*. São Paulo: Quartier Latin, 2013, p. 69.

<sup>9</sup> MARTINS-COSTA, Judith. *A Boa-fé no Direito Privado: Critérios para a sua Aplicação*. 2ª ed. São Paulo: Saraiva, 2018, p. 584.

<sup>10</sup> Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador CVM n.º 2002/06749. Diretor Wladimir Castelo Branco. J. em: 12.03.2003.

<sup>11</sup> MOTA, Fernando de Andrade. *O Dever de Divulgar Fato Relevante a Companhia Aberta*. São Paulo: Almedina, 2015, p. 241.

<sup>12</sup> Comissão de Valores Mobiliários. Parecer do Comitê de Termo de Compromisso. Processo Administrativo sancionador CVM n.º 19957.005419/2018-14, 01.02.2019; LORIA, Eli; SILVA, Victor Hugo Cunha. Insider trading e provas indiciárias na CVM: uma análise qualitativa e quantitativa. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. vol. 76, 2017, pp. 289-314 (p. 2).

<sup>13</sup> § 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.

<sup>14</sup> 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.

<sup>15</sup> Art. 27-D. Utilizar informação relevante de que tenha conhecimento, ainda não divulgada ao mercado, que seja capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiros, de valores mobiliários:

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

<sup>16</sup> EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Vol. 2. 1ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 374.

<sup>17</sup> Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador CVM n.º 06/2003. Diretora Norma Jonsen Parente. J. em 14.09.2005; Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador CVM n.º 04/04. Diretor Marcelo Fernandez Trindade. J. em 28.06.2006.

Nesse sentido, três requisitos devem estar preenchidos para que ocorra a configuração do *insider trading*<sup>18</sup>: (i) a existência de informação privilegiada não divulgada ao mercado, (ii) acesso à informação privilegiada e (iii) negociar com intenção de tirar proveito da informação privilegiada.

Para a configuração do *insider trading*, pouco importa se a transação ocorrer na Bolsa de Valores, no Mercado de Balcão ou mesmo em operações privadas entre as partes, bastando para a submissão ao regime legal o fato do objeto da negociação ser valores mobiliários de companhias abertas<sup>19</sup>. Importa destacar que nem todas as operações realizadas por um *insider* vão ser consideradas ilícitas, devendo preencher necessariamente os requisitos legais para a configuração do *insider trading*<sup>20</sup>. Dessa forma, passa-se a analisar o primeiro desses requisitos.

## **2 INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA: NOÇÕES DE RELEVÂNCIA E SIGILO**

A existência de uma informação privilegiada é o primeiro elemento necessário para a configuração de *insider trading*. Contudo, percebe-se que a legislação atual não utiliza a expressão “informação privilegiada”. Em termos terminológicos, é possível perceber que o artigo 13 da Instrução Normativa 358 utiliza o conceito de “ato ou fato relevante”, enquanto o artigo 27-D da Lei n.º 6.385 e o artigo 155, §1º e §4º da Lei de Sociedades Anônimas adotam o conceito de “informação relevante”. Nesse sentido, seria possível que surgissem dúvidas quanto ao escopo do suporte fático dessas normas, e se o legislador procurou estabelecer algum tipo de diferenciação entre “fato relevante” e “informação relevante”. Contudo, a melhor interpretação é a de considerar ambas expressões sinônimas<sup>21</sup>.

---

<sup>18</sup> No Processo administrativo Sancionador CVM n. 26/2010 é possível encontrar quatro requisitos: (i) existência de uma informação relevante pendente de divulgação; (ii) acesso privilegiado a tal informação; (iii) sua utilização para fins de negociação de valores mobiliários; e (iv) o objetivo de auferir vantagem para si ou para terceiros (Comissão de Valores Mobiliários. Inquérito Administrativo CVM n.º 26/2010. Diretor Henrique Balduino Machado Moreira. J. em: 07.08.2018). Essa criteriologia tetrapartite também foi seguida no PAS 2015/2666 (Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador CVM n.º 2013/8609. Diretor Roberto Tadeu Antunes Fernandes. J. em: 13.09.2016). Aqui, utiliza-se a divisão em três requisitos, tal qual proposto no Processo Administrativo Sancionador CVM 2014/0577 (Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador CVM n.º 2014/0577. Diretor Gustavo Machado Gonzalez. J. em: 11.12.2017).

<sup>19</sup> MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. A utilização desleal de informações privilegiadas – “Insider Trading” – no Brasil e nos Estados Unidos. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. Vol. 34. São Paulo: ed. RT, 1979, p. 43.

<sup>20</sup> PARENTE, Norma Jonssen. *Aspectos jurídicos do “insider trading”*. Superintendência Jurídica da Comissão de Valores Mobiliários, 1978, p. 6.

<sup>21</sup> Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador CVM n.º 06/2003. Diretora Norma Jonssen Parente. J. em 14.09.2005.

A partir daí, seria possível ter a impressão de que a mera existência de um fato relevante é suficiente para configurar uma informação privilegiada<sup>22</sup>, porém, não o é. Precisa-se estabelecer um filtro de dois níveis para que uma informação seja qualificada enquanto “privilegiada”. No âmbito do mercado de valores mobiliário há um intenso e constante fluxo de informações, e nem todas essas são consideradas relevantes<sup>23</sup>. Assim, o primeiro passo é a existência de uma informação relevante ou de um fato relevante. Porém, nem todos os fatos relevantes são “privilegiados”, sendo essa característica apenas atribuída às informações sigilosas. Portanto, “informação privilegiada é aquela que é simultaneamente relevante e sigilosa”<sup>24</sup>. Diante de uma informação privilegiada, há duas possibilidades: ou se divulga (quando possível) ou se abstém de negociar com base nela<sup>25</sup>, o que se consubstancia na máxima “*disclosure or refrain from trading*”<sup>26</sup>, também adotada pelo direito brasileiro<sup>27</sup>. Nesse sentido, para concretizar o conceito de “informação” privilegiada, passa-se a analisar individualmente os seus dois componentes: (a) a relevância e (b) o sigilo.

Relevante é a informação que possa influir de modo ponderável na cotação dos valores mobiliários<sup>28</sup>. Ao ter de definir quais informações são aptas a ensejar a prática de *insider trading*, o STJ recorreu ao artigo 2º da instrução CVM 358<sup>29</sup>. Esse também já foi o entendimento esposado pela CVM no caso Cyrella, em que se averiguava tanto a falha no dever de divulgar fato relevante quanto a prática de *insider trading*<sup>30</sup>. A decisão do colegiado foi no sentido de

<sup>22</sup> Em termos de histórico legislativo, o artigo 10 da Instrução CVM n.º 31/1984, revogada pela Instrução CVM n.º 358 de 2002, trazia a proibição do uso de “informação privilegiada”, que consistia em um ato ou fato relevante ainda não divulgado ao mercado. Posteriormente, a Lei n.º 10.303/2001 inseriu tanto o artigo 27-D na Lei n.º 6.385 quanto o §4º no artigo 155 da lei de Sociedades Anônimas, utilizando a expressão “informação relevante”. Finalmente, ao ser editada, a Instrução CVM 358 deixa de positivar a expressão “informação privilegiada”, mas mantém os mesmos elementos de caracterização presentes na Instrução CVM n.º 31: (i) um ato ou fato relevante e (ii) a sua não divulgação ao mercado. Para detalhes sobre a evolução legislativa, vide: PRADO, Viviane Muller. Punição do uso de informação privilegiada no Brasil. *Revista dos Tribunais*. Vol. 957, 2015, p. 153-175.

<sup>23</sup> Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador CVM n.º 2014/0577. Diretor Gustavo Machado Gonzalez. J. em: 11.12.2017; Comissão de Valores Mobiliários. Inquérito Administrativo CVM n.º 2013/5793. Diretora Luciana Dias. J. em: 27.01.2015; MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. *O Insider Trading no Direito Brasileiro*. Rio de Janeiro, 2015. 150 f. Dissertação (Mestrado em Direito). Fundação Getúlio Vargas do Rio de Janeiro, 2015, p. 23.

<sup>24</sup> Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador CVM n.º 06/2003. Diretora Norma Jonsen Parente. J. em 14.09.2005; LORIA, Eli; SILVA, Victor Hugo Cunha. Insider trading e provas indiciárias na CVM: uma análise qualitativa e quantitativa. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. vol. 76, 2017, pp. 289-314 (p. 10).

<sup>25</sup> MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. *O Insider Trading no Direito Brasileiro*. Rio de Janeiro, 2015. 150 f. Dissertação (Mestrado em Direito). Fundação Getúlio Vargas do Rio de Janeiro, 2015, p. 24.

<sup>26</sup> EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Vol. 2. 1ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 370.

<sup>27</sup> Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador CVM n.º 06/2003. Diretora Norma Jonsen Parente. J. em 14.09.2005.

<sup>28</sup> EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Vol. 2. 1ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 372.

<sup>29</sup> STJ. Resp 1.569.171/SP. 5ª Turma. Min: Luiz Alberto Gurgel de Faria. J. em: 16.02.2016.

<sup>30</sup> Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador CVM n.º 2008/9022. Diretor Marcos Barbosa Pinto. J. em: 09.02.2010.

absolver os acusados, vez que não haveria no caso em questão fato relevante a ser divulgado, e que a existência desse era pressuposto para ambas as acusações em questão.

De modo semelhante, no caso MMX, no voto do diretor foi elencada a tripla função desempenhada pelo conceito de “informação relevante”: (i) é o pressuposto do dever de divulgação de informação dos emissores de valores mobiliários; (ii) é o pressuposto das infrações de uso ou repasse indevido de informação privilegiada; e (iii) é medida para analisar a suficiência ou insuficiência das divulgações realizadas ao mercado<sup>31</sup>. Assim, para a configuração do *insider trading* é imprescindível que haja um fato relevante não divulgado.

O conceito legal de “fato relevante” está previsto no artigo 2º da Instrução Normativa CVM n.º 358. Consoante este dispositivo, define-se fato relevante como “qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembleia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável” na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia, na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter os valores mobiliários ou na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular dos valores mobiliários emitidos pela companhia. Nesse sentido, apesar de a referida Instrução Normativa também trazer – no parágrafo único do artigo 2º –, alguns exemplos de atos ou fatos potencialmente relevantes, percebe-se que a noção de fato relevante encampada pela legislação brasileira é flexível, devendo ser analisada à luz do caso concreto<sup>32</sup>.

Muitos fatos que não são extraordinários para a atividade de uma companhia, a depender do desenrolar no caso concreto, podem ser classificados enquanto fatos relevantes. Por exemplo, uma parada de atividade em uma linha industrial, o trânsito em julgado de uma decisão judicial impondo uma perda ou ganho significativo em relação ao patrimônio líquido da companhia ou, até mesmo, um empréstimo de valor considerável dado o porte da empresa<sup>33</sup>. Isso faz com que o administrador de companhia aberta tenha que ponderar o impacto potencial, levando em conta a magnitude do fato e a probabilidade de sua concretização, o que permite que, fatos que em determinado momento não são relevantes, passem a ser<sup>34</sup>.

---

<sup>31</sup> Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador CVM n.º 2016/7190. Diretor Gustavo Machado Gonzalez. J. em: 09.07.2019.

<sup>32</sup> EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Vol. 2. 1ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 393.

<sup>33</sup> Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador CVM n.º 2006/4776. Diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa. J. em: 17.01.2007.

<sup>34</sup> Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador CVM n.º 2006/4776. Diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa. J. em: 17.01.2007.

Ademais, não é necessário que a companhia tenha conhecimento plenamente consolidado acerca de um determinado evento para que esse passe a ser relevante, e, a depender do impacto potencial que uma informação possa ter repentinamente, o evento pode sequer ter se encerrado e já se é exigível uma manifestação por parte da companhia, inclusive para informar sobre as incertezas que ainda pendem<sup>35</sup>.

A necessidade de divulgar ou não o fato relevante não deve ser compreendido enquanto uma decisão negocial, não estando sujeita à *business judgment rule*, pois não é vinculada à condução dos negócios da companhia<sup>36</sup>. Questões relacionadas à observância de obrigações legais ou estatutária não estão sujeitas à discricionariedade do administrador, não podendo esse alegar que, mediante uma decisão informada, refletida e desinteressada, optou por descumprir o comando ao qual estava sujeito<sup>37</sup>. O que se discute no caso da divulgação de fatos relevantes é o cumprimento ou não de uma regra de transparência<sup>38</sup>. E, como já decidido pela CVM, a avaliação quanto à relevância de determinada informação é um juízo de incidência normativa, não podendo ser equiparada a uma decisão negocial<sup>39</sup>.

O dever de informar imposto por via legal aos administradores corresponde a um direito subjetivo que os investidores tem de se inteirarem de todos os atos e decisões fulcrais provenientes da administração da companhia e de todos os fatos relevantes que vêm a ocorrer em seus negócios<sup>40</sup>.

Contudo, não se deve estabelecer uma relação de sinonímia entre “fato relevante” e “informação privilegiada”. O fato relevante é um pressuposto para a existência de uma informação privilegiada, mas são conceitos distintos: a informação privilegiada é um fato relevante qualificado pelo sigilo. O caso HRT ilustra nitidamente essa distinção, pois, no caso, a CVM reconheceu que, apesar das informações terem sido divulgadas enquanto fato relevante, esses apenas abordavam fatos que já eram públicos, e, portanto, não poderiam ser qualificadas enquanto

---

<sup>35</sup> Comissão de Valores Mobiliários. Parecer do Comitê de Termo de Compromisso. Processo Administrativo sancionador CVM n.º 19957.005419/2018-14, 01.02.2019.

<sup>36</sup> Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador CVM n.º 2016/7190. Diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa. J. em: 09.07.2019.

<sup>37</sup> Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador CVM n.º 2016/7190. Diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa. J. em: 09.07.2019.

<sup>38</sup> Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador CVM n.º 09/2009. Diretora Luciana Dias. J. em: 15.07.2015.

<sup>39</sup> Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador CVM n.º 2016/7190. Diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa. J. em: 09.07.2019; Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador CVM n.º 09/2009. Diretora Luciana Dias. J. em: 15.07.2015.

<sup>40</sup> PARENTE, Norma Jonssen. *Aspectos jurídicos do “insider trading”*. Superintendência Jurídica da Comissão de Valores Mobiliários, 1978, p. 5.

informações privilegiadas<sup>41</sup>. Assim, para um “fato relevante” ser considerado uma informação privilegiada, esse fato precisa ser qualificado pelo seu sigilo.

Sigilosa é a informação ainda não divulgada ao mercado<sup>42</sup>, pois a informação que é de conhecimento público não proporciona qualquer privilégio ao seu detentor<sup>43</sup>. Haverá sigilo quando a informação não puder ser obtida por meios acessíveis ao público em geral<sup>44</sup>. Assim, não há falar de *insider trading* com base em informação revelada ao público investidor<sup>45</sup>. Nessa linha, se a informação não tiver sido divulgada pela companhia enquanto fato relevante, mas tenha vazado, isso pode bastar para afastar o cunho sigiloso<sup>46</sup>. Esse foi o entendimento da CVM no caso envolvendo o Banco BBA Creditanstalt S/A, no qual se decidiu que a informação disseminada, ainda que de forma irregular e por mais relevante que seja, já é uma informação de mercado, e que, portanto, está presumidamente refletida nas expectativas dos agentes que negociam com valores mobiliários<sup>47</sup>. Assim, uma vez divulgada, poderão ser realizadas livremente negociações com os valores mobiliários<sup>48</sup>.

Há de se destacar, contudo, que não é qualquer vazamento ou notícia que elimina o caráter reservado da informação, sendo imperiosa a análise de se o vazamento disseminou ou não a informação no mercado<sup>49</sup>. Assim, é possível que uma informação vazada continue sendo privilegiada, devendo essa avaliação ser feita à luz do caso concreto<sup>50</sup>. Nesse sentido, a CVM já entendeu que, apesar de ser comum que sites e imprensa especializada na cobertura de notícia corporativas antecipem a divulgação de informações das companhias, é possível que a assimetria informacional permaneça, pois os *insiders* terão a certeza da veracidade da informação,

---

<sup>41</sup> Comissão de Valores Mobiliários. Inquérito Administrativo CVM nº 2014/0577. Diretor Gustavo Machado Gonzalez. J. em: 11.12.2017.

<sup>42</sup> EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Vol. 2. 1ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 373.

<sup>43</sup> Comissão de Valores Mobiliários. Inquérito Administrativo CVM nº 2014/0577. Diretor Gustavo Machado Gonzalez. J. em: 11.12.2017.

<sup>44</sup> Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador CVM n.º 06/2003. Diretora Norma Jonssen Parente. J. em 14.09.2005.

<sup>45</sup> PARENTE, Norma Jonssen. *Aspectos jurídicos do “insider trading”*. Superintendência Jurídica da Comissão de Valores Mobiliários, 1978, p. 6.

<sup>46</sup> Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador CVM n.º 06/2003. Diretora Norma Jonssen Parente. J. em 14.09.2005; MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. *O Insider Trading no Direito Brasileiro*. Rio de Janeiro, 2015. 150 f. Dissertação (Mestrado em Direito). Fundação Getúlio Vargas do Rio de Janeiro, 2015, p. 28.

<sup>47</sup> Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador CVM n.º 06/2003. Diretora Norma Jonssen Parente. J. em 14.09.2005.

<sup>48</sup> EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Vol. 2. 1ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 373.

<sup>49</sup> Comissão de Valores Mobiliários. Inquérito Administrativo CVM nº 2014/0577. Diretor Gustavo Machado Gonzalez. J. em: 11.12.2017.

<sup>50</sup> Comissão de Valores Mobiliários. Inquérito Administrativo CVM nº 2013/8609. Diretor Henrique Balduino Machado Moreira. J. em: 09.05.2017.

enquanto os demais participantes do mercado ainda a perceberão no campo especulativo<sup>51</sup>. A análise de quando a informação divulgada se torna pública tem que ser feita casuisticamente, já tendo a CVM feito referência a que a informação se publiciza efetivamente de um a três dias úteis após a sua divulgação, mas pode ocorrer em apenas algumas horas nos casos das companhias cujos papéis são amplamente negociados ou que a informação recebeu grande cobertura<sup>52</sup>.

Contudo, apesar da divulgação e do conhecimento do mercado acerca de determinada informação desnaturar a prática de *insider trading*, a companhia ainda pode ser obrigada a se manifestar formalmente sobre determinado fato. Em junho de 2018, o presidente do conselho administrativo da Braskem foi preso no âmbito da Operação Lava-Jato. A companhia apenas tomou ciência formal da prisão às 15h36; contudo, a informação já circulava amplamente em diversos veículos de comunicação. Ao se manifestar sobre o caso, a CVM ressaltou que os deveres de publicidade que recaem sobre os administradores não são atendidos por informações divulgadas na mídia, e, mesmo que a companhia nada tenha a acrescentar ao noticiado, pelo menos tal fato poderia ser comunicado<sup>53</sup>.

Situação diferente é quando não há uma informação, havendo um mero boato acerca de um fato relevante. Por exemplo, no caso Agra Empreendimentos Imobiliários, a defesa da acusação de *insider trading* alegou que, desde 2006, haveria boatos acerca da realização da operação. Todavia, tal argumento foi descartado na medida em que o boato não era robusto o suficiente para que a operação fosse considerada razoavelmente certa e irresistível, o que impediu que se concluísse que a informação estivesse substancialmente dissipada no mercado e que fosse considerada pública<sup>54</sup>.

Por fim, outra situação que não caracteriza *insider trading* é a negociação de valores mobiliários entre dois *insiders*, vez que não haverá, no caso concreto, assimetria de informações, não havendo de se falar em desvantagem decorrente da operação, não sendo justificável repressão à prática<sup>55</sup>. Entretanto, a análise deve ser feita necessariamente de forma concreta: em julgado da CVM, às vésperas da divulgação de fato relevante, ocorreram transferências de ações

---

<sup>51</sup> Comissão de Valores Mobiliários. Inquérito Administrativo CVM nº 2013/8609. Diretor Henrique Balduino Machado Moreira. J. em: 09.05.2017.

<sup>52</sup> Comissão de Valores Mobiliários. Inquérito Administrativo CVM nº 2014/0577. Diretor Gustavo Machado Gonzalez. J. em: 11.12.2017.

<sup>53</sup> Comissão de Valores Mobiliários. Parecer do Comitê de Termo de Compromisso. Processo Administrativo sancionador CVM n.º 19957.005419/2018-14, 01.02.2019.

<sup>54</sup> Comissão de Valores Mobiliários. Inquérito Administrativo CVM nº 26/2010. Diretor Henrique Balduino Machado Moreira. J. em: 07.08.2018.

<sup>55</sup> MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. *O Insider Trading no Direito Brasileiro*. Rio de Janeiro, 2015. 150 f. Dissertação (Mestrado em Direito). Fundação Getúlio Vargas do Rio de Janeiro, 2015, p. 34.

de emissão da companhia cujo fato relevante seria revelado da carteira de um fundo de investimento administrado por uma instituição para a carteira de outro fundo de investimento administrado pela mesma instituição<sup>56</sup>. Nesse sentido, o argumento de defesa foi o de que não haveria assimetria informacional, vez que ambas carteiras de investimento eram administradas pela mesma instituição<sup>57</sup>. Nada obstante, a CVM não acolheu o argumento, alegando que foram os quotistas dos fundos que suportaram as perdas, e as pessoas cujos títulos estavam sendo negociados não eram as mesmas e não tinham o mesmo nível de informação<sup>58</sup>.

### **3 ACESSO À INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA: DISTINÇÃO ENTRE *INSIDERS* PRIMÁRIOS E SECUNDÁRIOS**

O segundo elemento necessário à configuração do *insider trading* é a existência de um sujeito com acesso à informação privilegiada que seja capaz de utilizá-la na negociação de valores mobiliários – é a figura do *insider*<sup>59</sup>. *Insider* é toda a pessoa que, em virtude de fatos circunstanciais, tem acesso a informações privilegiadas relativas aos negócios e à situação da companhia<sup>60</sup>. Antes das alterações introduzidas pela Lei n.º 10.303/2001, a restrição existente à negociação com base em informações privilegiadas positivada na Lei de Sociedades Anônimas apenas fazia referência ao administrador da companhia<sup>61</sup>. Atualmente, o âmbito de abrangência das normas de repressão ao *insider trading* é mais amplo, de onde surge a relevância em distinguir *insiders* primários e secundários.

*Insiders* primários ou institucionais são aqueles possuem acesso direto à informação privilegiada em razão de cargo ou função no interior da companhia<sup>62</sup>. Nesse âmbito se encontram

---

<sup>56</sup> Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador CVM n.º 33/2000. Diretor Wladimir Castelo Branco. J. em 20.12.2002.

<sup>57</sup> Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador CVM n.º 33/2000. Diretor Wladimir Castelo Branco. J. em 20.12.2002.

<sup>58</sup> Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador CVM n.º 33/2000. Diretor Wladimir Castelo Branco. J. em 20.12.2002.

<sup>59</sup> MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. *O Insider Trading no Direito Brasileiro*. Rio de Janeiro, 2015. 150 f. Dissertação (Mestrado em Direito). Fundação Getúlio Vargas do Rio de Janeiro, 2015, p. 29.

<sup>60</sup> Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador CVM n.º 06/2003. Diretora Norma Jonssen Parente. J. em 14.09.2005; PARENTE, Norma Jonssen. *Aspectos jurídicos do “insider trading”*. Superintendência Jurídica da Comissão de Valores Mobiliários, 1978, p. 3.

<sup>61</sup> Art. 155, § 1º Cumpre, ademais, ao administrador de companhia aberta, guardar sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, obtida em razão do cargo e capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários, sendo-lhe vedado valer-se da informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários.

<sup>62</sup> LORIA, Eli; SILVA, Victor Hugo Cunha. *Insider trading e provas indiciárias na CVM: uma análise qualitativa e quantitativa*. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. vol. 76, 2017, pp. 289-314 (p. 6); PAS-

os administradores, os acionistas controladores e empregados da sociedade<sup>63</sup>. Trata-se de grupos de pessoas que recebem diretamente da companhia a informação privilegiada<sup>64</sup>. Ademais, destaca-se que o artigo 13 da Instrução Normativa n.º 358 da CVM veda também a própria companhia de negociar com os valores mobiliários de sua emissão antes da divulgação de fato relevante. Esse artigo estabelece um dever de abstenção, que decorre do princípio da igualdade de acesso às informações sobre os emissores de valores mobiliários<sup>65</sup>. Note-se que o fato de uma pessoa estar vinculada a uma determinada companhia não necessariamente impede que essa negocie de forma legítima com os valores mobiliários dessa sociedade, vez que o que deve ser evitado é a contaminação do negócio pelo uso das informações privilegiadas, e nem sempre alguém ligado à companhia será efetivamente conhecedor de dados sigilosos e relevantes<sup>66</sup>.

*Insiders* secundários são outras pessoas que possam ter acesso à informação privilegiada<sup>67</sup>. Assim, não têm relação com a companhia emissora e recebem a informação privilegiada direta ou indiretamente dos *insiders* primários<sup>68</sup>. O §4º do artigo 155 traz a vedação à utilização de informação relevante não divulgada por “qualquer pessoa” a que a ela tenha tido acesso. O termo “qualquer pessoa” é objeto de divergências: enquanto autores como José Marcelo Martins Proença<sup>69</sup> sustentam que o termo “qualquer pessoa” não traz em si nenhum tipo de limitação, Modesto Carvalhosa<sup>70</sup> e Nelson Eizirik<sup>71</sup> entendem que é necessário haver um nexo profissional entre o vazamento das informações e os terceiros. O §1º do artigo 13 da Instrução Normativa n.º 358 também adota uma redação ampla, prevendo que a vedação de negociação com base à informação privilegiada também se aplica a quem quer que tenha conhecimento da

---

CHOALINI, Ana Paula; JACOMINI, Fernanda Perez; JOST, Mariana Silveira Martins; MERLUSSI, Natália Parmigiani. Utilização de Informação Privilegiada. *Revista de Direito Empresarial*, vol. 4, 2014, pp. 159-193; ROSSI, Livia Trabulsi. Fundamentos para a constituição de prova indiciária em casos de insider trading de mercado. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. Vol. 69, 2015, pp. 123-148.

<sup>63</sup> MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. *O Insider Trading no Direito Brasileiro*. Rio de Janeiro, 2015. 150 f. Dissertação (Mestrado em Direito). Fundação Getúlio Vargas do Rio de Janeiro, 2015, p. 30.

<sup>64</sup> LORIA, Eli; SILVA, Victor Hugo Cunha. Insider trading e provas indiciárias na CVM: uma análise qualitativa e quantitativa. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. vol. 76, 2017, pp. 289-314 (p. 6).

<sup>65</sup> Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador CVM n.º 17/2002. Wladimir Castelo Branco. J. em: 25.10.2005; Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador CVM n.º 2010/1666. Diretora Luciana Dias. J. em: 03.04.2012.

<sup>66</sup> Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador CVM n.º 06/2003. Diretora Norma Jonsen Parente. J. em 14.09.2005.

<sup>67</sup> ROSSI, Livia Trabulsi. Fundamentos para a constituição de prova indiciária em casos de insider trading de mercado. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. Vol. 69, 2015, pp. 123-148

<sup>68</sup> LORIA, Eli; SILVA, Victor Hugo Cunha. Insider trading e provas indiciárias na CVM: uma análise qualitativa e quantitativa. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. vol. 76, 2017, pp. 289-314 (p. 6).

<sup>69</sup> PROENÇA, José Marcelo Martins. *Insider trading: regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 293.

<sup>70</sup> CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. Vol. 3. 5ª edição. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 352.

<sup>71</sup> EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Vol. 2. 1ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 372.

informação, e afirma que essa vedação se aplica em especial àqueles que tenham relação comercial, profissional ou de confiança com a companhia<sup>72</sup>.

Segundo a posição de Carvalhosa, somente aqueles que em virtude do exercício da profissão tenham acesso às informações privilegiadas é que podem ser responsabilizados pelo uso dessas informações, abarcando advogados, consultores, promotores de negócios, intermediários, corretores, auditores, operadores de mercado, peritos, e assim por diante poderão ser considerados *tippees*<sup>73</sup>. A diferença entre o *insider* e o *tippee* é que o *insider* tem acesso a informações privilegiadas sobre a situação e os negócios da companhia, enquanto os *tippees* recebem as informações devido às dicas repassadas pelos *insiders*, que nesse caso funcionam como *tippers*<sup>74</sup>. Ainda, deve haver um nexo pessoal entre o administrador (*tipper*) e os terceiros (*tippees*) que com ele tenham algum contato de natureza profissional, fazendo com que o conhecimento ocasional da informação por razões outras que não a do exercício de alguma atividade profissional não seja punido a partir das normas sobre *insider trading*, devendo apenas o administrador ser responsabilizado por não ter mantido a reserva necessária sobre o fato relevante a ponto desse ter vazado para o âmbito meramente social<sup>75</sup>.

Ao se manifestar sobre a questão, a CVM mencionou que qualquer um que possua informação privilegiada é um potencial sujeito ativo do delito de *insider trading*<sup>76</sup>. Em outro caso em que o argumento da necessidade de haver um nexo profissional foi utilizado pela defesa, o posicionamento da CVM foi o de que, após a lei 10.303 de 2001, a vedação ao *insider trading* abarca qualquer pessoa que tenha tido acesso à informação privilegiada<sup>77</sup>.

Francisco Müssnich cogita ainda a figura do *insider* temporário enquanto uma categoria especial de *insider* primários. Esses seriam os profissionais que, embora não sejam empregados

---

<sup>72</sup> §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.

<sup>73</sup> CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. Vol. 3. 5ª edição. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 352.

<sup>74</sup> Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador CVM n.º 06/2003. Diretora Norma Jonsen Parente. J. em 14.09.2005; BLOCK, Marcella. Insider Trading: o descumprimento do dever de lealdade pelo uso de informações privilegiadas. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. Vol. 55, 2012, pp. 83 e ss

<sup>75</sup> CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. Vol. 3. 5ª edição. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 352.

<sup>76</sup> Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador CVM n.º 06/2003. Diretora Norma Jonsen Parente. J. em 14.09.2005; Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador CVM n.º 2011/3665. Diretora Luciana Dias. J. em: 03.04.2012.

<sup>77</sup> Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador CVM n.º 11/2008. Diretora Luciana Dias. J. em: 21.08.2012.

ou administradores, possuam uma relação de fidúcia com a companhia, derivada do exercício de função ou desempenho de atividade que lhes confira acesso direto às informações<sup>78</sup>. São qualificados como *insiders* primários pelo acesso direto à informação privilegiada e da especial relação de confiança estabelecida com a companhia<sup>79</sup>. Essa categoria é marcada por uma grande volatilidade, e apenas a precisa determinação do momento no qual a informação foi utilizada para a prática do ilícito poderá determinar se o agente deve ser enquadrado enquanto *insider* primário, ainda que temporário, ou secundário<sup>80</sup>.

A importância da distinção entre *insider* primário e secundário se deve ao fato de que se desenvolveu uma presunção *juris tantum* em relação aos *insiders* primários de que, dada a posição que ocupam, tiveram acesso à informação privilegiada antes de negociar<sup>81</sup>. Quando o *insider* primário é administrador ou controlador da companhia, a CVM já demonstrou entendimento de que a presunção de conhecimento da informação em relação aos administradores e aos controladores é absoluta, sendo relativa apenas no caso dos demais integrantes da empresa<sup>82</sup>. Isso está relacionado ao fato de que a própria lei societária, ao positivar o dever de diligência, impõe ao administrador o dever de conhecer a situação concreta da companhia, razão pela qual esse presumivelmente é possuidor de informações relevantes<sup>83</sup>. O fato de a pessoa ocupar posição hierárquica superior traz um natural dever de monitoramento, o que fortalece a presunção de conhecimento acerca das informações privilegiadas da companhia<sup>84</sup>. De toda sorte, essa presunção de conhecimento não é aplicada aos *insiders* secundários<sup>85</sup>.

A construção dessa presunção tem por ideia subjacente superar um dos tradicionais entraves à responsabilização pela prática de *insider trading*, qual seja: a efetiva comprovação da

<sup>78</sup> MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. *O Insider Trading no Direito Brasileiro*. Rio de Janeiro, 2015. 150 f. Dissertação (Mestrado em Direito). Fundação Getúlio Vargas do Rio de Janeiro, 2015, pp. 32-33.

<sup>79</sup> MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. *O Insider Trading no Direito Brasileiro*. Rio de Janeiro, 2015. 150 f. Dissertação (Mestrado em Direito). Fundação Getúlio Vargas do Rio de Janeiro, 2015, p. 33.

<sup>80</sup> MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. *O Insider Trading no Direito Brasileiro*. Rio de Janeiro, 2015. 150 f. Dissertação (Mestrado em Direito). Fundação Getúlio Vargas do Rio de Janeiro, 2015, p. 33.

<sup>81</sup> Comissão de Valores Mobiliários. Inquérito Administrativo CVM nº 26/2010. Diretor Henrique Balduino Machado Moreira. J. em: 07.08.2018; EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Vol. 2. 1ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 376; PASCHOALINI, Ana Paula; JACOMINI, Fernanda Perez; JOST, Mariana Silveira Martins; MERLUSSI, Natália Parmigiani. Utilização de Informação Privilegiada. *Revista de Direito Empresarial*, vol. 4, 2014, pp. 159-193; ROSSI, Livia Trabulsi. Fundamentos para a constituição de prova indiciária em casos de insider trading de mercado. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. Vol. 69, 2015, pp. 123-148.

<sup>82</sup> Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador CVM nº 2010/1666. Diretora Luciana Dias. J. em: 03.04.2012.

<sup>83</sup> Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador CVM nº 06/2003. Diretora Norma Jonssen Parente. J. em 14.09.2005.

<sup>84</sup> Comissão de Valores Mobiliários. Inquérito Administrativo CVM nº 26/2010. Diretor Henrique Balduino Machado Moreira. J. em: 07.08.2018

<sup>85</sup> Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador CVM nº 2011/3665. Diretora Luciana Dias. J. em: 03.04.2012; Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador CVM nº 2015/2666. Diretor Roberto Tadeu Antunes Fernandes. J. em: 13.09.2016.

posse da informação privilegiada<sup>86</sup>. Inclusive, a própria CVM já reconheceu que raramente os casos de *insider trading* são provados de forma cabal<sup>87</sup>. É discutível qual o efeito jurídico dessa presunção. Enquanto no caso das Lojas Renner a CVM entendeu que o efeito dessa presunção é inverter o ônus da prova, transferindo para o acusado a necessidade de demonstrar que não tinha a informação, ou que essa não era relevante ou que o negócio realizado não decorria da informação privilegiada<sup>88</sup>, no caso da LAEP, a CVM afirmou que não se poderia falar de inversão do ônus da prova, pois isso seria inaceitável no âmbito de processo administrativo sancionador, e o que haveria seria prova indireta mediante presunção judicial<sup>89</sup>.

Poderia ser debatido se essa presunção de conhecimento em relação aos administradores se aplica caso o fato relevante faça referência à sociedade controlada. No caso Bahema Equipamentos, um dos acusados alegou em sua defesa que não teria acesso às informações relevantes acerca da companhia pelo fato de ser membro do conselho de administração da Bahema<sup>90</sup>. A Bahema era acionista com participação quase totalitária no capital social da Bahema Participações, esta, por sua vez, era detentora de participação expressiva no capital social da Bahema Equipamentos, o que fazia com que a Bahema participasse indiretamente do capital social da Bahema Equipamentos<sup>91</sup>. Assim, considerando a estrutura societária e a baixa dispersão do capital social, a CVM considerou não ser plausível o argumento de defesa suscitado<sup>92</sup>.

Diferente é a configuração do *insider* secundário, que é cometido por um *tippee*. Nesses casos, não há de se falar de presunção de conhecimento da informação privilegiada<sup>93</sup>. Neles, cabe à acusação provar a posse da informação, apesar de ser possível também a utilização de prova indiciária, desde que haja um corpo de indícios que no seu conjunto sejam capazes de

---

<sup>86</sup> Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador CVM n.º 2011/3665. Diretora Luciana Dias. J. em: 03.04.2012; Comissão de Valores Mobiliários. Inquérito Administrativo CVM n.º 26/2010. Diretor Henrique Balduino Machado Moreira. J. em: 07.08.2018; MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. *O Insider Trading no Direito Brasileiro*. Rio de Janeiro, 2015. 150 f. Dissertação (Mestrado em Direito). Fundação Getúlio Vargas do Rio de Janeiro, 2015, p. 10.

<sup>87</sup> Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador CVM n.º 06/2003. Diretora Norma Jonsen Parente. J. em 14.09.2005.

<sup>88</sup> Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador CVM n.º 2010/1666. Diretora Luciana Dias. J. em: 03.04.2012.

<sup>89</sup> Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador CVM n.º 2011/3823. Diretor Pablo Renteria. J. em: 09.12.2015.

<sup>90</sup> Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador CVM n.º 24/2005. Diretor Sérgio Wegelin. J. em: 07.10.2008.

<sup>91</sup> Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador CVM n.º 24/2005. Diretor Sérgio Wegelin. J. em: 07.10.2008.

<sup>92</sup> Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador CVM n.º 24/2005. Diretor Sérgio Wegelin. J. em: 07.10.2008.

<sup>93</sup> BLOCK, Marcella. Insider Trading: o descumprimento do dever de lealdade pelo uso de informações privilegiadas. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. Vol. 55, 2012, pp. 83 e ss.

convencer o julgador<sup>94</sup>. Dentre esses indícios pode-se destacar: (i) data das operações de compra; (ii) não habitualidade das operações; (iii) interrupção de compra dos ativos; (iv) resultados obtidos; e (v) conexões pessoais e profissionais dos comitentes<sup>95</sup>.

Nesse aspecto, merece destaque a análise da existência de conexões pessoais e profissionais, como um relacionamento pessoal próximo, para a configuração do *insider* secundário. “Conexões pessoais” abarcam qualquer vínculo de amizade ou parentesco com um potencial *insider* que possa atuar enquanto *tipper* ou a familiaridade com os assuntos e corpo de funcionários da companhia<sup>96</sup>. Atualmente, é entendimento pacificado da CVM que a existência de conexões pessoais, quando isoladamente considerada, é insuficiente para provar o acesso à informação privilegiada<sup>97</sup>. Por exemplo, no caso Estácio, as relações pessoais entre os envolvidos nas operações investigadas se demonstraram o único elemento indicativo de *insider trading*. Nesse cenário, a CVM entendeu que, diante do afastamento dos demais indícios, a existência de relações pessoais entre pessoas que trabalharam juntas em algum momento e que participam do mesmo mercado era insuficiente para comprovar o repasse de informações privilegiadas<sup>98</sup>. Diferentemente, no caso Gerdau, os vínculos pessoais do acusado, por estarem amparados por outros indícios, foram utilizados para embasar o conhecimento da informação privilegiada<sup>99</sup>.

Ainda em termos de *insider* secundário, uma particularidade do direito brasileiro é a de que não é necessário que se identifique o informante ou o caminho que a informação percorreu até a utilização indevida. Basta que se demonstre que a pessoa, ao negociar as ações, tinha ciência, de alguma maneira, da informação ainda não divulgada<sup>100</sup>. Assim, ganha importância a análise das características da operação<sup>101</sup>.

---

<sup>94</sup> Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador CVM n.º 11/2008. Diretora Luciana Dias. J. em: 21.08.2012; Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador CVM n.º 24/2005. Diretor Sérgio Weguelin. J. em: 07.10.2008.

<sup>95</sup> Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador CVM n.º 11/2009. Diretora Luciana Dias. J. em: 03.04.2012.

<sup>96</sup> LORIA, Eli; SILVA, Victor Hugo Cunha. Insider trading e provas indiciárias na CVM: uma análise qualitativa e quantitativa. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. vol. 76, 2017, pp. 289-314 (p. 12).

<sup>97</sup> Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador CVM n.º 11/2008. Diretora Luciana Dias. J. em: 21.08.2012; Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador CVM n.º 2015/2666. Diretor Roberto Tadeu Antunes Fernandes. J. em: 13.09.2016.

<sup>98</sup> Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador CVM n.º 11/2009. Diretora Luciana Dias. J. em: 03.04.2012.

<sup>99</sup> Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador CVM n.º 2011/3665. Diretora Luciana Dias. J. em: 03.04.2012.

<sup>100</sup> Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador CVM n.º 11/2008. Diretora Luciana Dias. J. em: 21.08.2012; LORIA, Eli; SILVA, Victor Hugo Cunha. Insider trading e provas indiciárias na CVM: uma análise qualitativa e quantitativa. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. vol. 76, 2017, pp. 289-314 (p. 6).

<sup>101</sup> Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador CVM n.º 24/2005. Diretor Sérgio Weguelin. J. em: 07.10.2008.

Contudo, para além da existência e do acesso à informação privilegiada, é necessária a presença de um terceiro elemento para a caracterização da prática do *insider trading*: a utilização dessa informação com o objetivo de auferir vantagem.

#### **4 NEGOCIAR COM BASE NA INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA VISANDO OBTENÇÃO DE VANTAGEM**

O terceiro elemento necessário ao preenchimento do suporte fático da norma de combate ao uso de informação privilegiada visa coibir e punir a intenção do agente de auferir vantagem indevida<sup>102</sup>. A *ratio* da vedação ao *insider trading* é evitar a utilização da assimetria informacional entre os agentes de mercado para a obtenção de vantagens indevidas. A regulação do mercado de capitais não visa impedir que o investidor faça más escolhas negociais; o que se procura evitar por meio da coibição do *insider trading* é que um agente se valha de informações que os demais participantes do mercado sequer poderiam ter acesso.

A “*finalidade de auferir vantagem para si ou para outrem*” encontra-se expressa no artigo 155 da lei de sociedades anônimas. Dessa forma, a finalidade de obter vantagem pode ser entendida como o elemento subjetivo do tipo<sup>103</sup>. O núcleo do início de *insider trading* é o tirar proveito de uma informação privilegiada, não sendo toda e qualquer negociação que é vedada, mas apenas aquelas realizadas para auferir vantagem a partir de informação não divulgada<sup>104</sup>. Assim, se provado que a negociação em questão tiver ocorrido por fundamentos inteiramente diversos da informação privilegiada<sup>105</sup> ou que a obtenção de lucro não era o objetivo visado<sup>106</sup>, não há *insider trading*.

Por outro lado, o §1º do artigo 13 da Instrução Normativa CVM n.º 358 não traz explicitado tal elemento subjetivo. Daí, deriva-se uma presunção *iuris tantum* de que o *insider*, ou o

---

<sup>102</sup> Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador CVM n.º 2014/10290. Henrique Balduino Machado Moreira. J. em: 13.06.2017; BLOCK, Marcella. *Insider Trading: o descumprimento do dever de lealdade pelo uso de informações privilegiadas. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. Vol. 55, 2012, pp. 83 e ss.

<sup>103</sup> Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador CVM n.º 04/04. Diretor Marcelo Fernandez Trindade. J. em 28.06.2006.

<sup>104</sup> MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. *O Insider Trading no Direito Brasileiro*. Rio de Janeiro, 2015. 150 f. Dissertação (Mestrado em Direito). Fundação Getúlio Vargas do Rio de Janeiro, 2015, p. 90.

<sup>105</sup> MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. *O Insider Trading no Direito Brasileiro*. Rio de Janeiro, 2015. 150 f. Dissertação (Mestrado em Direito). Fundação Getúlio Vargas do Rio de Janeiro, 2015, p. 90.

<sup>106</sup> Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador CVM n.º 04/04. Diretor Marcelo Fernandez Trindade. J. em 28.06.2006; Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador CVM n.º 2010/1666. Diretora Luciana Dias. J. em: 03.04.2012.

terceiro a ele equiparado, atuam com a finalidade de obter lucro com a utilização da informação<sup>107</sup>, logo, presume-se a intenção de obter vantagem indevida por aquele que negocia valores mobiliários de companhias abertas quando em posse informações privilegiadas<sup>108</sup>. Assim, o recurso à prova indiciária explica-se pelo fato de que, no limite, é impossível adentrar no íntimo do *insider* para verificar se ele atuou ou não movido pela informação privilegiada que detinha ou por interesses alheios a essa informação<sup>109</sup>. Essa presunção, novamente, está direcionada aos *insiders* primários<sup>110</sup>.

Vale pontuar que não seria a melhor interpretação da referida instrução normativa o entendimento de que ela estabelece um regime de responsabilidade objetiva, vez que isso implicaria admitir que uma norma infralegal contrariasse norma hierarquicamente superior<sup>111</sup>. Destaca-se, em sentido contrário, a posição de Modesto Carvalhosa, para quem a prática de *insider trading* acarreta a responsabilidade objetiva do agente, sendo essa estendível aos controladores e a terceiros que se aproveitaram do vazamento de informações (*tippees*), sendo dispensável a configuração de intenção<sup>112</sup>.

Enquanto elementos que podem ser utilizados para elidir a finalidade de auferir vantagem dos *insiders* primários ou para configurar o *insider* secundário tem-se: (i) o histórico de operações do acusado; (ii) o *timing* das operações; (iii) o montante investido, especialmente diante do capital que o acusado tem disponível; e (iv) os fundamentos da operação<sup>113</sup>. Em julgado da CVM, o fato da compra dos valores mobiliários sob suspeita de *insider trading* não ter destoado do padrão de investimento dos acusados foi essencial para o colegiado decidir pela absolvição dos réus<sup>114</sup>. No caso Lojas Renner, o fator determinante para a absolvição foi o fato da compra

---

<sup>107</sup> Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador CVM n.º 04/04. Diretor Marcelo Fernandez Trindade. J. em 28.06.2006; PASCHOALINI, Ana Paula; JACOMINI, Fernanda Perez; JOST, Mariana Silveira Martins; MERLUSSI, Natália Parmigiani. Utilização de Informação Privilegiada. *Revista de Direito Empresarial*, vol. 4, 2014, pp. 159-193; ROSSI, Livia Trabulsi. Fundamentos para a constituição de prova indiciária em casos de insider trading de mercado. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. Vol. 69, 2015, pp. 123-148.

<sup>108</sup> Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador CVM n.º 17/2002. Wladimir Castelo Branco. J. em: 25.10.2005.

<sup>109</sup> Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador CVM n.º 2002/06749. Diretor Wladimir Castelo Branco. J. em: 12.03.2003.

<sup>110</sup> Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador CVM n.º 2014/10290. Diretor Henrique Balduino Machado Moreira. J. em: 13.06.2017.

<sup>111</sup> MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. *O Insider Trading no Direito Brasileiro*. Rio de Janeiro, 2015. 150 f. Dissertação (Mestrado em Direito). Fundação Getúlio Vargas do Rio de Janeiro, 2015, p. 40.

<sup>112</sup> CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. Vol. 3. 5ª edição. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 360.

<sup>113</sup> Comissão de Valores Mobiliários. Inquérito Administrativo CVM n.º 26/2010. Diretor Henrique Balduino Machado Moreira. J. em: 07.08.2018.

<sup>114</sup> Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador CVM n.º 11/2008. Diretora Luciana Dias. J. em: 21.08.2012.

de ações ter ocorrido antes do início da negociação que daria origem ao fato relevante, demonstrando a importância da análise do *timing* da negociação para que seja aferida a ocorrência de *insider trading*<sup>115</sup>.

Um outro aspecto que pode ser considerado é a existência de oscilações atípicas. Apesar de não ser prova de falta de informação, de informação defeituosa ou de *insider trading*, é indício de existência de uma anomalia de mercado<sup>116</sup>. Contudo, para fins de configuração de *insider trading* é necessário que se confirme supervenientemente a existência de uma informação relevante omitida à época, para, em seguida, averiguar se houve negociações de um *insider* em potencial quando a informação ainda era sigilosa<sup>117</sup>.

## **5 PONTOS POLÊMICOS RELACIONADOS AO *INSIDER TRADING***

Configurada a existência de uma informação relevante e sigilosa, que o agente teve acesso a essa informação e que negociou com a finalidade de auferir vantagem, preenche-se o suporte fático necessário à configuração do *insider trading*. Contudo, há três situações que merecem especial atenção envolvendo casos de *insider trading*, são estas: (i) a negociação de valores mobiliários com base em plano de investimento, (ii) a ausência de lucro na operação em que se utilizou informações privilegiadas, (iii) o *insider trading* por omissão.

Em primeiro, pode-se questionar se o fato de a operação ter sido lastreada em plano de investimento evita a configuração de *insider trading*. O posicionamento da CVM sobre esse tema é no sentido de que, mesmo que o administrador negocie valores mobiliários na pendência de divulgação de fato relevante, não haverá *insider trading* se a transação é amparada em plano de investimento aprovado pela companhia<sup>118</sup>. Na medida em que o momento da realização do negócio e o seu montante tenham sido previamente determinados no plano, já que a decisão de negociar foi previamente antevista, o fato do administrador vir a ter conhecimento de informações privilegiadas não terá influência na realização da transação<sup>119</sup>.

---

<sup>115</sup> Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador CVM n.º 2010/1666. Diretora Luciana Dias. J. em: 03.04.2012.

<sup>116</sup> Comissão de Valores Mobiliários. Inquérito Administrativo CVM n.º 22/99. Diretor Marcelo Fernandez Trindade. J. em: 16.08.2001.

<sup>117</sup> Comissão de Valores Mobiliários. Inquérito Administrativo CVM n.º 22/99. Diretor Marcelo Fernandez Trindade. J. em: 16.08.2001.

<sup>118</sup> Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador CVM n.º 2011/3823. Diretor Pablo Renteria. J. em: 09.12.2015.

<sup>119</sup> Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador CVM n.º 2011/3823. Diretor Pablo Renteria. J. em: 09.12.2015.

Em segundo, um argumento frequentemente utilizado em sede de defesa contra a prática de *insider trading* é o insucesso econômico da operação. Nesse sentido, a CVM tem entendimento consolidado no sentido de que a configuração do *insider trading* não depende da lucratividade da operação nem da efetiva obtenção da vantagem almejada<sup>120</sup>. A CVM já considerou que a obtenção de lucro é um fator que pode vir a ser indicativo do uso indevido da informação, mas não deve ser entendido como um elemento necessário à sua caracterização<sup>121</sup> e, portanto, não é elemento do suporte fático do ilícito de uso indevido de informações privilegiadas<sup>122</sup>. Todavia, embora o elemento dano não necessite estar presente para fins de responsabilidade administrativa, ele é indispensável na esfera civil<sup>123</sup>. O §3º do artigo 155 fala expressamente em “pessoa prejudicada”<sup>124</sup>, obedecendo a regra geral do dano enquanto elemento indispensável à configuração da relação jurídica de responsabilidade civil<sup>125</sup>.

Em terceiro, seria possível de se questionar se o fato de alguém se abster de negociar os valores mobiliários com base em informações privilegiadas poderia caracterizar *insider trading*, prática denominada pela doutrina internacional como *insider abstention*<sup>126</sup>, podendo ser traduzida por “*insider trading* por omissão”. Ao debater a questão à luz do direito brasileiro, Francisco Müssnich afirma que a caracterização do *insider* por omissão seria de difícil observação, pois um dos requisitos necessários à configuração do *insider trading* seria justamente a negociação com intenção de obter vantagem, ou seja, seria imperioso que houvesse uma efetiva negociação para que ocorresse o *insider trading*<sup>127</sup>. Então, conclui o autor que o *insider* por

<sup>120</sup> Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador CVM n.º 09/2012. Diretora Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes. J. em 25.11.2014; Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador CVM n.º 2011/3665. Diretora Luciana Dias. J. em: 03.04.2012; Comissão de Valores Mobiliários. Inquérito Administrativo CVM n.º 2013/8609. Diretor Henrique Balduino Machado Moreira. J. em: 09.05.2017; MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. *O Insider Trading no Direito Brasileiro*. Rio de Janeiro, 2015. 150 f. Dissertação (Mestrado em Direito). Fundação Getúlio Vargas do Rio de Janeiro, 2015, p. 35; PASCHOALINI, Ana Paula; JACOMINI, Fernanda Perez; JOST, Mariana Silveira Martins; MERLUSSI, Natália Parmigiani. Utilização de Informação Privilegiada. *Revista de Direito Empresarial*, vol. 4, 2014, pp. 159-193.

<sup>121</sup> Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador CVM n.º 06/2003. Diretora Norma Jonsen Parente. J. em 14.09.2005.

<sup>122</sup> Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador CVM n.º 2014/10290. Diretor Henrique Balduino Machado Moreira. J. em: 13.06.2017.

<sup>123</sup> MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. *O Insider Trading no Direito Brasileiro*. Rio de Janeiro, 2015. 150 f. Dissertação (Mestrado em Direito). Fundação Getúlio Vargas do Rio de Janeiro, 2015, p. 36.

<sup>124</sup> §3º A pessoa prejudicada em compra e venda de valores mobiliários, contratada com infração do disposto nos §§ 1º e 2º, tem direito de haver do infrator indenização por perdas e danos, a menos que ao contratar já conhecesse a informação.

<sup>125</sup> Art. 944. A indenização mede-se pela extensão do dano.

<sup>126</sup> FRIED, Jesse M. Insider Abstention. *The Yale Law Journal*, vol. 113, 2003, p. 455-492.

<sup>127</sup> MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. *O Insider Trading no Direito Brasileiro*. Rio de Janeiro, 2015. 150 f. Dissertação (Mestrado em Direito). Fundação Getúlio Vargas do Rio de Janeiro, 2015, p. 23.

omissão, que requer uma ausência de negociação, em princípio não encontraria campo de aplicação no Brasil<sup>128</sup>.

## 6 CONCLUSÃO

A vedação à negociação de valores mobiliários com base em informações privilegiadas se assenta na tutela da confiança do investidor no mercado. Apesar da existência de assimetrias informativas ser algo natural, o que se busca coibir é a utilização de informações que ainda não estão refletidas no preço dos valores mobiliários negociados. Assim, existe uma razão de eficiência para se coibir o *insider trading*.

Apesar de não haver um conceito legal, a leitura sistemática dos dispositivos permite que se extraia três elementos necessários a configuração desse ilícito: (i) a existência de informação privilegiada, (ii) o acesso à essa informação privilegiada e (iii) a utilização dessa informação com o intuito de obter vantagem. Ademais, percebe-se que a prática de *insider trading* pode ter repercussões simultâneas no âmbito civil, administrativo e penal.

Em relação à informação privilegiada, esta consiste em um fato relevante sigiloso. Ou seja, um ato ou fato que possa influir ponderavelmente na cotação dos valores mobiliários de uma companhia ou na decisão dos investidores de negociarem com base nesses valores mobiliários. O fato para ser relevante não precisa estar completo, podendo ser considerado fato relevante, por exemplo, as tratativas para a conclusão posterior de uma operação societária. O sigilo se refere ao fato de que a informação ainda não foi assimilada pelo mercado. Dessa forma, apesar de atos como o vazamento de uma informação ou a sua divulgação pela mídia potencialmente descaracterizarem o fato enquanto sigiloso, essa análise deve ser feita tendo em vista o caso concreto.

Em relação ao acesso à informação privilegiada, é fundamental distinguir entre *insiders* primários e *insiders* secundários. Os primeiros têm acesso direto à informação, sendo, por exemplo, acionistas controladores, administradores, ou determinados funcionários. Os segundos não têm acesso direto à informação privilegiada, sendo por isso denominados de *tippees*, ou seja, aqueles que recebem uma dica (“*tip*”) de alguém de dentro da companhia (*tipper*). A distinção é fundamental vez que incide uma presunção de conhecimento em relação aos *insiders* primários, presunção essa que, além de não ser aplicável aos *insiders* secundários, tem forças diferentes conforme o grau de acesso e posição hierárquica dentro da companhia.

---

<sup>128</sup> MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. *O Insider Trading no Direito Brasileiro*. Rio de Janeiro, 2015. 150 f. Dissertação (Mestrado em Direito). Fundação Getúlio Vargas do Rio de Janeiro, 2015, p. 24.

Em relação à utilização com vistas de obter vantagem, esse é o elemento subjetivo do tipo do *insider trading*. Contudo, há uma presunção em relação aos *insiders* primários quanto essa finalidade. No caso concreto, podem ser levados em consideração outros fatores para elidir essa presunção, ou configurar esse elemento em relação aos *insiders* secundários, tais quais (i) o histórico de operações do acusado; (ii) o *timing* das operações; (iii) o montante investido, especialmente diante do capital que o acusado tem disponível; (iv) os fundamentos da operação; e (v) as redes de relacionamento que poderiam levar a informação privilegiada ao acusado.

Esses requisitos devem estar cumulativamente preenchidos para configurar o *insider trading*. Há situações, entretanto, que autorizam a negociação de valores mobiliários mesmo que haja informações privilegiadas, como é o caso de quando há um plano prévio de compra de ações ou da negociação de valores mobiliários entre *insiders*. Assim, todos esses elementos necessitam de uma ponderação à luz do caso concreto.

Em síntese, a vedação ao uso de informações privilegiadas está associada ao correto funcionamento do mercado de capitais, tendo subjacente razões éticas e de eficiência de mercado. Coibir tal prática é essencial para assegurar a confiança dos investidores. A danosidade do *insider trading* se deve ao fato de que ela transcende a relação concretamente considerada, atingindo o mercado de capitais enquanto um todo.

## REFERÊNCIAS

BLOCK, Marcella. Insider Trading: o descumprimento do dever de lealdade pelo uso de informações privilegiadas. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. Vol. 55, 2012, pp. 83 e ss.

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. Vol. 3. 5ª edição. São Paulo: Saraiva, 2011.

EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Vol. 2. 1ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

FRIED, Jesse M. Insider Abstention. *The Yale Law Journal*, vol. 113, 2003, p. 455-492.

LORIA, Eli; SILVA, Victor Hugo Cunha. Insider trading e provas indiciárias na CVM: uma análise qualitativa e quantitativa. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. vol. 76, 2017, pp. 289-314.

MARTINS-COSTA, Judith. *A Boa-fé no Direito Privado: Critérios para a sua Aplicação*. 2ª ed. São Paulo: Saraiva, 2018, p. 584.

MOTA, Fernando de Andrade. *O Dever de Divulgar Fato Relevante a Companhia Aberta*. São Paulo: Almedina, 2015.

MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. A utilização desleal de informações privilegiadas – “Insider Trading” – no Brasil e nos Estados Unidos. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. Vol. 34. São Paulo: ed. RT, 1979.

MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. *O Insider Trading no Direito Brasileiro*. Rio de Janeiro, 2015. 150 f. Dissertação (Mestrado em Direito). Fundação Getúlio Vargas do Rio de Janeiro, 2015.

PARENTE, Norma Jonssen. *Aspectos jurídicos do “insider trading”*. Superintendência Jurídica da Comissão de Valores Mobiliários, 1978.

PASCHOALINI, Ana Paula; JACOMINI, Fernanda Perez; JOST, Mariana Silveira Martins; MERLUSSI, Natália Parmigiani. Utilização de Informação Privilegiada. *Revista de Direito Empresarial*, vol. 4, 2014, pp. 159-193.

PITTA, André Grünspun. *O Regime e Informação das Companhias Abertas*. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

PRADO, Viviane Muller. Punição do uso de informação privilegiada no Brasil. *Revista dos Tribunais*. Vol. 957, 2015, p. 153-175.

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

ROSSI, Lívia Trabulsi. Fundamentos para a constituição de prova indiciária em casos de insider trading de mercado. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. Vol. 69, 2015, pp. 123-148.

SARAIVA, Rute. *Direito dos Mercados Financeiros: apontamentos*. 2ª ed. Lisboa: AAFDL editora, 2018.

