

FACULDADE INTEGRADAS DE BAURU - FIB
DIREITO

Beatriz Felicio De Juli

A CARACTERIZAÇÃO DO ILÍCITO INSIDER TRADING

Bauru
2023

Beatriz Felicio De Juli

A CARACTERIZAÇÃO DO ILÍCITO INSIDER TRADING

**Monografia apresentada às
Faculdades Integradas de Bauru para
obtenção do título de Bacharel em
Direito, sob a orientação do
Professor(a) Dr ou Ms. Ari Boemer
Antunes Da Costa.**

**Bauru
2023**

FELICIO, Beatriz

A Caracterização Do Ilícito Insider Trading. Beatriz Felicio. Bauru, FIB, 2023.

41f.

Monografia, Bacharel em Direito. Faculdades Integradas de Bauru - Bauru

Orientador: Ari Boemer Antunes Da Costa.

Insider trading. Informação privilegiada. Valores mobiliários. Faculdades Integradas de Bauru.

CDD 340

Beatriz Felicio De Juli

A CARACTERIZAÇÃO DO ILÍCITO INSIDER TRADING

**Monografia apresentada às
Faculdades Integradas de Bauru para
obtenção do título de Bacharel em
Direito,**

Bauru, 16, novembro de 2023.

Banca Examinadora:

Presidente/ Orientador: Ms. Ari Boemer Antunes da Costa.

Professor 1: Ms. Rossana Teresa Curioni Mergulhão.

Professor 2: Ms. Sintia Salmeron.

**Bauru
2023**

Dedico este trabalho ao meu querido noivo Felipe Menino, cujo apoio e incentivo foram fundamentais na escolha deste tema e ao longo de toda a jornada acadêmica. Com amor e gratidão, dedico este trabalho a você.

AGRADECIMENTOS

Agradeço profundamente a todas as pessoas que contribuíram de forma significativa para a realização deste trabalho, que representa uma etapa importante em minha jornada acadêmica e profissional.

Primeiramente, gostaria de expressar minha sincera gratidão ao meu orientador, Ari Boemer, pelo seu constante apoio, orientação e paciência ao longo do desenvolvimento deste TCC. Sua dedicação foi fundamental para o sucesso deste projeto.

À minha família, que sempre esteve ao meu lado, dedico palavras de apreço. A meu noivo, Felipe Menino, agradeço por seu amor incondicional e apoio constante, que foram pilares de força durante todo o período de pesquisa e escrita. Minha tia, Elizangela, merece destaque por seu incentivo incansável a não desistir, incentivando-me a perseverar diante dos desafios.

Aos meus queridos avós, Claudete e Antônio, sou profundamente grata por tudo o que fizeram por mim ao longo de minha vida. Sua dedicação, valores e amor moldaram a pessoa que sou hoje, e este trabalho é uma homenagem a tudo o que me proporcionaram.

Não posso deixar de agradecer aos meus professores ao longo desta jornada acadêmica. Seu comprometimento em transmitir conhecimento e estimular meu aprendizado foi essencial para a minha formação.

Por fim, agradeço a todas as pessoas que, de alguma forma, contribuíram para esta pesquisa e para o meu crescimento como estudante de Direito.

Este trabalho não seria possível sem o apoio e a inspiração que recebi de todos vocês. Espero que este TCC possa contribuir de alguma forma para o avanço do conhecimento na área de Insider trading e para a promoção da justiça e da ética no mercado financeiro.

Muito obrigado a todos.

“Informação é poder, porém se tens tal domínio e não o divulgas, torna-te responsável pela ignorância alheia.”

Ivan Teorilang.

FELICIO, Beatriz. **A Caracterização Do Ilícito Insider Trading.** 2023 41f. Monografia apresentada às Faculdades Integradas de Bauru, para obtenção do título de Bacharel em Direito. Bauru, 2023.

RESUMO

Neste estudo sobre Insider trading, exploramos a ameaça que essa prática representa para a integridade dos mercados financeiros. Insider trading ocorre quando indivíduos negociam valores mobiliários com base em informações confidenciais, obtidas devido à sua posição na empresa ou através de terceiros. A caracterização do Insider trading envolve três requisitos essenciais: a informação deve ser sigilosa, alguém deve ter acesso a ela, e essa informação deve ser usada para obter vantagem pessoal ou para terceiros. A intenção de se beneficiar da informação é crucial. No Brasil, a CVM desempenha um papel importante na regulamentação e fiscalização do mercado de valores mobiliários. Foram analisadas decisões da CVM relacionadas ao Insider trading de 2018 até julho de 2023, com base em palavras-chave como "Insider trading" e "informação privilegiada". O estudo analisou 16 decisões julgadas pelo Colegiado da CVM, das quais 11 resultaram em multas pecuniárias e 5 em absolvição dos acusados. Há desafios na produção de provas, na definição de informações relevantes e na baixa quantidade de processos julgados. Este trabalho contribui para o entendimento das complexidades envolvidas na regulamentação do Insider trading e na manutenção da integridade do mercado de capitais.

Palavras-chave: Insider trading. Informação privilegiada. Decisões da CVM.

FELICIO, Beatriz. **A Caracterização Do Ilícito Insider Trading**. 2023 41f. Monografia apresentada às Faculdades Integradas de Bauru, para obtenção do título de Bacharel em Direito. Bauru, 2023.

ABSTRACT

In this study about insider trading, we explore the threat this practice poses to the integrity of financial markets. Insider trading occurs when individuals trade securities based on confidential information obtained due to their position in the company or through third parties. The characterization of insider trading involves three essential requirements: the information must be confidential, someone must have access to it, and this information must be used to obtain personal advantage or for third parties. The intention to benefit from the information is crucial. In Brazil, the CVM plays an important role in regulating and supervising the securities market. CVM decisions related to insider trading from 2018 to July 2023 were analyzed, based on keywords such as "Insider trading" and "privileged information". The study analyzed 16 decisions judged by the CVM Board, of which 11 resulted in monetary fines and 5 in the acquittal of the accused. There are challenges in producing evidence, defining relevant information and the low number of cases judged. This work contributes to understanding the complexities involved in regulating Insider trading and maintaining the integrity of the capital market.

Keywords: Insider trading. Privileged information. CVM decisions.

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	10
2	MERCADO DE CAPITAIS	12
2.1	Bolsas de Valores	14
3	COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS	16
4	INSIDER TRADING	17
4.1	Insider Primário	18
4.2	Insider Secundário	20
4.3	Requisitos para caracterização do ilícito de Insider Trading	21
4.3.1	Informação privilegiada não divulgada ao público	22
4.3.2	Acesso a essa informação	22
4.3.3	Utilização dessa informação para obter vantagem, seja para si ou para terceiros	23
5	PROCESSOS SANCIONADORES JULGADOS	25
6	CONSIDERAÇÕES FINAIS	30

1 INTRODUÇÃO

O fenômeno conhecido como informação privilegiada, ou Insider trading, representa uma séria ameaça à integridade do mercado financeiro, contrariando os princípios fundamentais de transparência e equidade que regem o ambiente de negociações. Trata-se de uma prática na qual indivíduos obtêm vantagem injusta ao negociar valores mobiliários com base em informações confidenciais e relevantes, às quais tiveram acesso por meio de sua posição em uma empresa ou, em alguns casos, através de terceiros.

O uso de informações privilegiadas e a responsabilização por negociações irregulares devem ser tratados com extrema cautela. É crucial manter um equilíbrio para não desestimular o mercado e seu desenvolvimento. Os investidores precisam de confiança para operar no mercado, e essa confiança é fundamental para sua existência.

A caracterização do Insider trading se apoia em três requisitos essenciais: a informação deve ser sigilosa e relevante, alguém deve ter acesso a essa informação e ela deve ser utilizada para obter vantagem pessoal ou para terceiros. A demonstração da intenção do Insider em se beneficiar da informação, independentemente da concretização da vantagem.

A responsabilidade de prevenir, investigar e punir casos de Insider trading recai sobre a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), por meio dos chamados Processos Administrativos Sancionadores (PAS). Esses PAS são resultado de investigações conduzidas pela CVM e são elaborados por suas áreas técnicas quando há evidências de autoria e materialidade de irregularidades relacionadas ao mercado de capitais que resultem em acusações.

A análise das decisões da CVM revela desafios significativos na produção de provas para comprovar a infração de Insider trading, bem como na definição do que constitui informação relevante. Além disso, a quantidade de processos julgados em relação ao volume crescente de negociações na Bolsa de Valores evidencia a necessidade de aprimoramento no combate a essa prática ilegal.

O problema de pesquisa deste estudo é entender como é feita a caracterização do ilícito de Insider trading, por meio de uma análise de decisões

realizadas pela CVM, com o objetivo de discutir os casos de Insider trading julgados pela CVM entre 2018 até julho de 2023.

Para isso, começaremos com a fundamentação teórica, depois uma análise dos requisitos legais do Insider trading, em seguida, discutiremos os casos julgados pela CVM relacionados a esse assunto, por fim, as conclusões da pesquisa.

É importante notar que este estudo não tem a pretensão de esgotar completamente o tema do uso indevido de informações privilegiadas, já que é um assunto complexo. No entanto, o objetivo é oferecer uma análise crítica que possa ajudar no entendimento sobre o assunto, uma compreensão dos principais obstáculos para caracterização do Insider trading e possíveis soluções e controles. Este é o caminho que seguiremos ao longo deste estudo.

Para atingir os objetivos do projeto, será realizado um estudo exploratório e descritivo por meio de pesquisa bibliográfica e documental. A pesquisa bibliográfica consistirá na busca e análise de informações em fontes públicas, como livros, revistas, jornais e outros materiais relacionados ao tema de Insider trading. O foco será na literatura especializada.

2 MERCADO DE CAPITAIS

O Mercado de Capitais ou Mercado de Valores Mobiliários é parte integrante do Sistema Financeiro. O Ministério da Fazenda traz o conceito de mercado de capitais:

O mercado de capitais é um conjunto de instituições, agentes econômicos e instrumentos legais dedicados à distribuição de valores mobiliários que viabiliza, por exemplo, a emissão de ações e debêntures pelas empresas, possibilitando a realização de investimentos e a otimização da prestação de serviços ou do processo produtivo. (BRASIL, S.D).

O mercado de capitais faz parte do sistema financeiro composto por instituições, agentes econômicos e instrumentos legais que facilitam a emissão e negociação de valores mobiliários, como ações e debêntures, permitindo que empresas obtenham financiamento e investidores aloquem recursos, contribuindo para o desenvolvimento econômico e a otimização de serviços e produção.

Valores Mobiliários, por sua vez, “são quaisquer títulos ou contratos de investimento coletivo que, quando ofertados publicamente, estabelece o direito de remuneração, participação ou parceria” (BRASIL, 2022).

Os Valores Mobiliários são negociados no Mercado de Capitais. A Lei nº 6.385/76, que dispõe sobre o Mercado de Valores Mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), em seu artigo 2º determina quais são os títulos abrangidos pelo conceito de Valores Mobiliários.

Podem ser destacados os três principais: (a) Ações - títulos/valores mobiliários emitidos por sociedades anônimas (S.A.), que representam uma fração do capital da sociedade, é possível obter lucros através de sua valorização, recompra de ações ou distribuição de proventos (refere ao pagamento de dividendos ou juros sobre capital próprio aos acionistas de uma empresa. Esses proventos representam uma parcela dos lucros da empresa que é distribuída aos investidores como retorno sobre seu investimento); (b) Debêntures - são títulos emitidos por empresas, representativo de dívida, com objetivo de dar à empresa oportunidade de crescer, pagar suas dívidas e continuar com suas operações; e (c) Bônus de Subscrição - são títulos que garantem à pessoa titular o direito de preferência no momento de adquirir novas ações. (REIS, 2022).

Assaf (2018, p. 128) leciona sobre o papel do mercado de capitais no processo de desenvolvimento econômico e sua função de ligar o investidor com aquele que necessita de investimento:

O mercado de capitais assume papel dos mais relevantes no processo de desenvolvimento econômico. É o grande unificador de recursos permanentes para a economia, em virtude da ligação que efetua entre os que têm capacidade de poupança, ou seja, os investidores, e aqueles carentes de recursos de longo prazo, ou seja, que apresentam déficit de investimento. (2018, p. 128).

O Mercado de Capitais desempenha papel importante no avanço econômico, atuando na intermediação entre aqueles que têm capacidade de poupança, ou seja, quem tem condições de investimento ou de aporte de recursos (os investidores), com aqueles que buscam recursos ou a captação de investimentos para o desenvolvimento de suas atividades. Este é o caso das empresas que buscam investimentos para expandir suas operações.

A interação ocorre de duas formas diferentes: o mercado primário e o mercado secundário. No mercado primário, os recursos investidos são direcionados diretamente para a empresa e fomentam o desenvolvimento de suas atividades. No mercado secundário, embora também envolva transações de valores, estes não são revertidos para a empresa, mas sim entre os próprios investidores.

O Portal do Investidor traz o significado de mercado de oferta primário:

O mercado primário é aquele em os valores mobiliários de uma nova emissão da companhia são negociados diretamente entre a companhia e os investidores – subscritores da emissão -, e os recursos são destinados para os projetos de investimento da empresa ou para o caixa (oferta primária) ou para a saída de eventuais sócios (oferta secundária). (BRASIL, 2022).

Portanto, no mercado primário ocorre a negociação de títulos/valores mobiliários pela primeira vez, são títulos novos, nunca negociados antes, e os recursos obtidos nas aquisições dos títulos nesse caso são revertidos para a Sociedade Anônima (S.A) Aberta. Conforme artigo 4º da Lei das Sociedades por Ações, a sociedade anônima é aberta quando os valores mobiliários de sua emissão são admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários, para tanto devem estar registradas na Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Sociedades anônimas (S.A.) fechadas, por consequência, não negociam seus títulos no Mercado de Valores Mobiliários.

E o mercado de oferta secundário:

É o local onde os investidores negociam e transferem entre si os valores mobiliários emitidos pelas companhias. Nesse mercado ocorre apenas a transferência de propriedade e de recursos entre investidores. A companhia não tem participação. Portanto, o mercado secundário oferece liquidez aos títulos emitidos no mercado primário. (BRASIL, 2022).

No mercado secundário, são negociados títulos entre os investidores, onde ocorre apenas a transferência (ou renegociação) de propriedade dos títulos adquiridos no mercado primário, os valores pelos quais as ações são negociadas não se revertem em favor da sociedade anônima.

2.1 Bolsas de Valores

Bolsa de valores do Brasil é conhecida como B3 (Brasil, Bolsa, Balcão), é a principal bolsa de valores e mercado de balcão do Brasil, oferece uma infraestrutura segura e eficiente para a negociação e liquidação de operações, é nela que ocorrem as negociações de compra e venda de diferentes ativos (valores mobiliários). Um dos principais objetivos da bolsa de valores é fornecer um ambiente seguro para a realização das negociações, (REIS, 2023). Além disso, destaca alguns dos principais objetivos da bolsa de valores:

É preocupação das Bolsas de Valores, ainda, a preservação dos valores éticos nas negociações realizadas em seu âmbito, e a divulgação rápida e eficiente dos resultados de todas as transações realizadas.

Outros objetivos da Bolsa são:

- promover uma segura e eficiente liquidação das várias negociações realizadas em seu ambiente;
- desenvolver um sistema de registro e liquidação das operações realizadas;
- desenvolver um sistema de negociação que proporcione as melhores condições de segurança e liquidez aos títulos e valores mobiliários negociados;
- fiscalizar o cumprimento, entre seus membros e as sociedades emissoras dos títulos, das diversas normas e disposições legais que disciplinam as operações em bolsa. (ASSAF, 2018, p.325).

Os objetivos da Bolsa de Valores devem sempre estar alinhados com os valores éticos, garantindo segurança e transparência aos investidores e às sociedades emissoras dos títulos. Portanto, é importante que os resultados das

negociações sejam divulgados de forma rápida e eficiente, que se desenvolvam sistemas para registrar todas as operações realizadas e que se assegure a segurança das negociações no sistema. Além disso, tanto a B3 quanto a CVM (Comissão de Valores Mobiliários) têm a responsabilidade de fiscalizar as operações realizadas na bolsa de valores. Todas as empresas listadas na bolsa precisam seguir as regras e regulamentos da Comissão de Valores Mobiliários e da B3.

Assaf traz detalhadamente como as negociações na bolsa de valores são realizadas atualmente:

As negociações em Bolsa de Valores atualmente são realizadas de forma eletrônica, o denominado pregão eletrônico. As sociedades corretoras realizam as ordens de compra e vendas dos investidores através de um programa de computador disponibilizado pela Bolsa. Ao informar que um investidor deseja comprar ou vender determinada ação, o software da Bolsa irá procurar um investidor disposto a vender ou comprar a ação. O preço da ação na bolsa é formado pelo fluxo de oferta e procura de cada papel. Os investidores, dando ordens de compra e venda às Corretoras das quais são clientes, influenciam o processo de formação do preço de mercado, fazendo com que se aproxime do “valor justo” da ação. (ASSAF, 2018, p. 325).

As negociações na Bolsa de Valores do Brasil acontecem de forma eletrônica por meio de uma plataforma autorizada, no caso a B3, que garante a transparência e a integridade das transações. Para realizar ordens de compra e venda, é necessário ter uma conta em uma corretora. Após o envio da ordem de compra ou venda de um título, o software da bolsa começa a procurar um investidor interessado em vender ou comprar a ação. É importante que haja uma contraparte disposta a negociar, uma vez que a negociação é realizada, o investidor recebe as ações ou o dinheiro correspondente em sua conta na corretora.

3 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) é uma autarquia federal vinculada ao Ministério da Fazenda. Ela possui patrimônio próprio e personalidade jurídica, com autoridade administrativa e independência de subordinação. Além disso, desfruta de autonomia financeira e orçamentária, conforme estabelecido no art. 5º da Lei 10.411/2002 (BRASIL, 2002).

De acordo com o art. 8º da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, a CVM tem as seguintes competências:

Art. 8º Compete à Comissão de Valores Mobiliários:

I - Regulamentar, com observância da política definida pelo Conselho Monetário Nacional, as matérias expressamente previstas nesta Lei e na lei de sociedades por ações;

II - Administrar os registros instituídos por esta Lei;

III - Fiscalizar permanentemente as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários, de que trata o Art. 1º, bem como a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem, e aos valores nele negociados;

IV - Propor ao Conselho Monetário Nacional a eventual fixação de limites máximos de preço, comissões, emolumentos e quaisquer outras vantagens cobradas pelos intermediários do mercado;

V - Fiscalizar e inspecionar as companhias abertas dada prioridade às que não apresentem lucro em balanço ou às que deixem de pagar o dividendo mínimo obrigatório. (BRASIL, 1976).

Dessa forma, cabe à CVM regulamentar e fiscalizar as matérias previstas na Lei do Mercado de Valores Mobiliários (Lei 6.385/1976) e na Lei das Sociedades por Ações (Lei 6.404/1976), sob a orientação do Conselho Monetário Nacional, bem como inspecionar e fiscalizar as sociedades anônimas abertas.

4 INSIDER TRADING

A Lei nº 6.385/1976, ao prever os Crimes Contra o Mercado de Capitais, trata do Uso Indevido de Informação Privilegiada, o Insider Trading (art. 27-D):

utilizar informação relevante ainda não divulgada ao mercado, de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo, capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiro, com valores mobiliários (BRASIL, 1976).

O Insider Trading refere-se à prática ilícita de negociar valores mobiliários com base em informações privilegiadas, que ainda não foram tornadas públicas e podem impactar as decisões dos investidores e os preços das negociações. Aqueles que têm acesso a essas informações devem mantê-las em sigilo. Se utilizarem essas informações para fazer negócios em benefício próprio ou de terceiros, estão cometendo Insider Trading.

Segundo Scalzilli e Spinelli (2007, p. 46), o Insider Trading ocorre quando alguém utiliza informações relevantes, obtidas devido à sua relação profissional com uma empresa, antes que essas informações sejam divulgadas ao público.

De acordo com esses autores, o Insider Trading acontece quando alguém utiliza informações relevantes que obteve devido à sua relação profissional com uma empresa. Isso significa que pessoas com acesso a informações não públicas de uma empresa estão infringindo a lei se usarem essas informações para negociar valores mobiliários antes que essas informações sejam tornadas públicas.

De acordo com o Eizirik (2008, p. 536), o Insider é alguém que, devido à sua posição na empresa, tem acesso a informações privilegiadas que ainda não foram disponibilizadas ao público.

Isso significa que os funcionários, diretores e outros envolvidos nas operações de uma empresa têm a responsabilidade de não usar essas informações para benefício pessoal ou de terceiros, evitando assim o Insider Trading.

Carvalhosa (2009, p. 311) caracteriza o Insider Trading quando uma operação é realizada imediatamente após o conhecimento da informação e antes que essa informação seja divulgada aos interessados, como investidores.

O artigo art. 157, § 4º, da Lei nº 6.404/76:

§ 4º Os administradores da companhia aberta são obrigados a comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembleia-geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou fato relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia. (BRASIL, 1976).

A Lei nº 6.404/76, em seu artigo 157, § 4º, estabelece que os administradores de uma sociedade aberta devem comunicar imediatamente à bolsa de valores e divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembleia-geral ou dos órgãos de administração da sociedade, bem como qualquer fato relevante que possa influenciar de forma significativa a decisão dos investidores no mercado de compra ou venda de valores mobiliários emitidos pela sociedade.

Fatos relevantes são informações que podem ter um impacto substancial nos valores dos títulos e, conseqüentemente, afetar a decisão dos investidores sobre a compra ou venda de ações. Insider Trading vai contra o princípio de divulgação de informações relevantes. (PARENTE, 1978, p.3).

Em resumo, o Insider Trading envolve o uso indevido de informações privilegiadas antes de serem divulgadas ao público, geralmente por pessoas com acesso a essas informações devido às suas funções profissionais. A Lei exige que as empresas comuniquem informações relevantes que possam influenciar as decisões dos investidores, garantindo a transparência no mercado de valores mobiliários.

4.1 Insider Primário

Conceito de Insider primário está definido no artigo 8º da resolução CVM nº 44, de 23 de agosto de 2021:

Os acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, e empregados da companhia, devem guardar sigilo das informações relativas a ato ou fato relevante às quais tenham acesso privilegiado em razão do cargo ou posição que ocupam, até sua divulgação ao mercado, bem como zelar para que subordinados e terceiros de sua confiança também o façam, respondendo solidariamente com estes na hipótese de descumprimento (CVM, 2021).

Portanto, o Insider primário refere-se às pessoas que ocupam funções ou cargos na sociedade, possuindo amplo acesso a informações relevantes, as quais devem ser mantidas em sigilo até sua divulgação ao público. Eles também têm a responsabilidade de garantir que seus subordinados e terceiros de confiança também mantenham sigilo. Em caso de descumprimento por parte de terceiros ou subordinados, o Insider primário é responsável solidariamente com eles.

Quando utiliza dessas informações para obter vantagem, comete Insider trading primário, ou seja, aquele que por causa da sua função na sociedade, usa informação privilegiada para adquirir lucro antes que essa informação seja divulgada aos investidores.

Conforme Assaf (2018, p. 221) o Insider primário tem acesso privilegiado a informações relevantes e confidenciais da empresa devido ao cargo que ocupa ou às atividades que desempenha para a empresa. Ele se beneficia dessa informação para obter lucros antes que ela seja divulgada aos investidores. Portanto, ele aproveita sua posição na empresa para obter informações e usá-las para ganhos ilícitos.

Para uma melhor compreensão, Eizirik (1983, p. 43) apresenta um exemplo de Insider trading primário, um diretor de uma S.A. Aberta (que tem por objetivo a prospecção de minérios) sabe que a empresa fará uma grande descoberta. Ele começa a comprar ações da empresa antes que a descoberta seja divulgada ao público. Após a divulgação, as ações da empresa sobem, e o diretor vende suas ações, obtendo lucros que são claramente resultado da informação à qual ele teve acesso devido à sua posição na empresa.

Outro exemplo: um funcionário da empresa Y possui informações de que haverá uma fusão com a empresa X, o que afetará negativamente a Y. Ele utiliza essa informação privilegiada para vender ações antes da divulgação ao público. Posteriormente, quando a fusão ocorre e a informação é divulgada, o valor das ações diminui. Com a queda, o funcionário que vendeu antecipadamente as ações da empresa obtém ganho financeiro ilícito.

4.2 Insider Secundário

A Lei nº 6.404/1976 no artigo 155, §4º, traz o conceito para Insider secundário: “§ 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.” (BRASIL, 1976).

A Instrução CVM nº44/21 com as alterações introduzidas pela resolução CVM nº60/21, dispõe no artigo 13: “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, mediante negociação de valores mobiliários.” (CVM, 2021).

O fato de a Lei nº 6.404/76 e a Instrução CVM nº 44/21 incluírem o termo "qualquer pessoa" em seus textos indica que o legislador buscou não apenas punir o Insider primário (aquele que possui vínculo com a empresa), mas também qualquer pessoa que tenha tido acesso à informação e a utilize com a finalidade de obter vantagem indevida.

O Insider é considerado secundário quando o agente que teve acesso a uma informação relevante e ainda não divulgada ao mercado não tem relação profissional com a companhia a que a informação relevante se refere; ou seja, obteve a informação de algum insider primário (ou outro secundário). (PACHECO e FILHO, 2018).

O Insider trading secundário é quando qualquer pessoa que tenha conseguido acesso a tal informação a utiliza. Diferentemente do Insider primário, o secundário não está diretamente ligado à sociedade, apenas obteve a informação por meio de outra pessoa, podendo ser um Insider primário ou secundário. O fato de se utilizar a informação obtida por terceiros caracteriza o Insider secundário.

Como exemplo, um funcionário de uma empresa X comentou com um terceiro sobre uma fusão que a empresa onde trabalha está prestes a fazer, fornecendo uma informação privilegiada que deveria ser mantida em sigilo. Essa fusão resultará em lucros significativos para a empresa. O terceiro, sabendo dessa informação, compra ações da sociedade com base em informações sigilosas. Quando a fusão é

anunciada, as ações da empresa X se valorizam. Dessa forma, o terceiro que usou a informação privilegiada obtém um ganho financeiro ilícito.

4.3 Requisitos para caracterização do ilícito de Insider Trading

Nos parágrafos do artigo 155 da Lei das Sociedades Anônimas (Lei 6.404/76), são estabelecidos alguns requisitos para a caracterização do Insider Trading:

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.

§ 2º O administrador deve zelar para que a violação do disposto no § 1º não possa ocorrer através de subordinados ou terceiros de sua confiança. (BRASIL, 1976).

No primeiro parágrafo, estabelece-se um dever de sigilo para o administrador em relação a informações ainda não divulgadas ao público. Essas informações devem ser relevantes e capazes de influenciar de maneira significativa a cotação de valores mobiliários. O administrador obtém conhecimento dessas informações devido ao cargo que ocupa na empresa. Além de manter o sigilo, ele não pode utilizar essas informações para obter vantagens, seja para si ou para terceiros.

No segundo parágrafo, estipula-se a responsabilidade do administrador em garantir que a violação do disposto no § 1º não ocorra por meio de seus subordinados ou terceiros de sua confiança.

A Lei nº 10.303/01, adicionou um novo parágrafo ao artigo 155 da Lei das S.A

§ 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. (BRASIL, 2001).

Essa alteração ampliou o requisito para a caracterização do Insider Trading. Agora, qualquer pessoa que tenha tido acesso a informações privilegiadas pode ser autora desse crime.

Conseguimos identificar nesses parágrafos pelo menos três requisitos essenciais para a configuração da prática do Insider Trading:

- Informação privilegiada não divulgada ao público;
- Acesso a essa informação;
- Utilização dessa informação para obter vantagem, seja para si ou para terceiros.

4.3.1 Informação privilegiada não divulgada ao público

As informações influenciam o mercado, principalmente nas análises realizadas pelos investidores, por isso deve ser igualitária para todos, a fim de garantir o bom funcionamento do mercado e a confiança de seus investidores.

Não é qualquer informação que caracteriza o Insider Trading, é preciso estar diante de uma informação que seja relevante e sigilosa.

Relevante, pois pode afetar significativamente o preço dos valores mobiliários. Essas informações geralmente incluem dados financeiros, planos de negócios, fusões e aquisições, resultados da empresa, entre outros.

Sigilosa, visto que ainda não foi divulgada ao mercado, a informação ainda não é pública, se tal informação não pode ser obtida por meios acessíveis ao público em geral, é considerada sigilosa.

No entanto, não adianta a informação ser sigilosa e não ser relevante, uma vez que depois de sua publicação não terá alteração no mercado, o mesmo acontece quando a informação é relevante e pública ao mercado, se já foram tornadas públicas, elas deixam de ser consideradas informações privilegiadas e o Insider trading não pode ser aplicado, para a configuração o requisito essencial é que seja informação relevante e ainda não divulgada ao público.

4.3.2 Acesso a essa informação

Este requisito traz a necessidade de haver um sujeito que possua a informação. Não basta apenas a existência da informação; é necessário que alguém

tenha acesso a essa informação e seja capaz de utilizá-la para a realização de negociações de valores mobiliários.

Proença fala sobre quem é capaz de utilizar a informação:

Com efeito, a introdução do novo parágrafo, ao nosso ver, visou, especificamente a vedar a “qualquer pessoa”, sem qualquer limitação, a utilização de informações privilegiada no mercado de capitais, até porque, a base da legislação não é mais societária, mas sim relativa a valores mobiliários, como discutido anteriormente. O dever de lealdade restringe aos administradores, mas qualquer outra pessoa sujeita se às normas repressivas da prática do Insider trading, quer as de natureza civil, quer as de ordem penal. Repise se que questão é pública, de interesse do povo, nos termos do artigo 3º, II, da CF. (PROENÇA, 2005, p. 293).

Após a inclusão do parágrafo 4 do artigo 155 da Lei das S.A pela Lei nº 10.303/01, qualquer pessoa é capaz de cometer Insider Trading. Isso inclui qualquer pessoa que tenha acesso à informação, seja por causa da função que exerce na sociedade ou por meio de terceiros. O fato de possuir a informação e utilizá-la para obter lucro indevido na compra ou venda de valores mobiliários já configura o ilícito.

Além de existir informação privilegiada não divulgada, é necessário um individuo que tenha acesso a essa informação e a possibilidade de utilizá-la.

4.3.3 Utilização dessa informação para obter vantagem, seja para si ou para terceiros

Para aperfeiçoar a prática do delito de Insider Trading, é necessário verificar a intenção de realizar negociações com o objetivo de obter vantagem, aproveitando-se da informação à qual teve acesso. Esse requisito pode ser observado no parágrafo 4 do artigo 155 da Lei das S.A, que se refere à intenção de utilizar a informação “com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem” (BRASIL, 1976).

A CVM traz seu posicionamento, em julgados, sobre à necessidade de obter a vantagem almejada:

Em segundo lugar, mesmo que os acusados não tivessem apurado lucro nas respectivas operações, como efetivamente ocorreu, já é consolidado o entendimento do Colegiado da CVM de que o lucro não é requisito necessário para a caracterização do ilícito de uso indevido de informações privilegiadas. A efetiva consecução da vantagem não integra a caracterização do insider, basta, simplesmente, a negociação por qualquer

pessoa que detenha informação privilegiada. 10 Afasto, portanto, também essa linha de defesa. (CVM, 2012, p.18).

O entendimento já consolidado pelo Colegiado da CVM é que não é necessário que haja a obtenção concreta da vantagem almejada. Não se exige materialidade do dano para a caracterização, sendo suficiente a realização da operação com a intenção de obter vantagem com base na informação. Isso é suficiente para gerar sanções disciplinares administrativas.

5 PROCESSOS SANCIONADORES JULGADOS

De acordo com a CVM processo administrativos sancionadores (PAS) são:

Derivados de uma investigação realizada por meio de processo administrativo de caráter investigatório. São elaborados em uma das áreas técnicas da CVM, caso tenham sido encontrados indícios de autoria e materialidade, relativa a alguma irregularidade ocorrida no âmbito do mercado de capitais resultando em acusação.

O processo que culminou em acusação (PAS) passa, então, pelo rito processual de intimação, recebimento das defesas e sorteio do relator para julgamento pelo Colegiado da CVM, quando, em caso de condenação, serão aplicadas as penalidades previstas no art. 11 da Lei 6.385/76. (CVM, 2020)

Decorrem de investigações realizadas por meio de procedimentos administrativos que visam apurar eventuais infrações. Se os indícios de autoria e comprovação de alguma irregularidade no mercado de capitais forem positivos, isso leva à formulação de um processo que segue o rito ordinário e é julgado pelo Colegiado da CVM.

Para trazer decisões da CVM sobre o ilícito, foi realizado uma busca na ferramenta de “consulta de processos administrativos sancionadores”, sistema disponibilizado no próprio site da CVM, conforme figura abaixo:

Figura 1 – tela de consulta de processos sancionadores julgados, site da CVM

VOCÊ ESTÁ AQUI: CVM > PROCESSOS SANCIONADORES JULGADOS



[Reuniões do Colegiado](#)

[Jurisprudência CVM](#)

NORMAS E ORIENTAÇÕES

PROCESSOS

ACESSO À INFORMAÇÃO CVM

Processos Sancionadores Julgados

Consulte processos administrativos sancionadores (PAS), instaurados pela CVM e julgados pelo Colegiado, bem como os despachos veiculados aos mesmos.

Os PAS são tramitados pelo Rito Ordinário e julgados pelo Colegiado da CVM. Os processos de Rito Sumário, julgados diretamente pelas áreas técnicas da Autarquia e apreciados em reunião com o Colegiado, podem ser acessados em [Decisões do Colegiado](#), neste portal.

As informações sobre os processos instaurados (administrativo ou sancionador) em curso na CVM, podem ser acessadas em [Andamento de Processos](#), **nos Destaques da página inicial** do Portal e **no menu principal Processos**.

Para pesquisar em todas as categorias, basta digitar, no campo “Termo”, o assunto/objeto, ementa, nome do acusado ou número do processo e clicar em “Buscar”. Caso deseje uma busca específica, escolha o “Tipo” desejado e clique em “Buscar”.

Termo:

Todos os termos Qualquer termo Expressão exata

Data/Período: a

Tipo:

Processos Sancionadores Julgados

Despachos

BUSCAR

FONTE: CVM (2023).

Foram examinadas decisões no período de 2018 a julho de 2023, utilizando o link <https://conteudo.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador.html>. Na seção "termo", foram empregadas palavras-chave como "Insider trading" e "informação privilegiada". Posteriormente, na opção "data/período", a análise foi refinada mês a mês. Em seguida, gráficos foram produzidos com informações retiradas das decisões, excluindo decisões repetidas e aquelas que não tratavam do ilícito pesquisado, resultando em um total de 16 decisões julgadas pelo Colegiado da CVM.

No gráfico 1 traz os anos de 2018 à 2023 e a quantidade de decisões julgadas em cada ano.

GRÁFICO 1

Números de casos de Insider Trading julgados pela CVM de 2018 a 2023 (BRASIL, 2023).



FONTE: elaborado pela autora (2023).

No total, são 16 (dezesesseis) decisões realizadas pela CVM, dessas decisões, 11 (onze) resultaram em condenações a multas pecuniárias, enquanto em 5 (cinco) casos, os indiciados foram absolvidos, na maioria das vezes devido à insuficiência de provas para condenação.

GRÁFICO 2

Casos que foi decidido por aplicar penalidade de multa pecuniária e casos onde ocorreu a absolvição dos indiciados.

MULTA OU ABSOLVIÇÃO

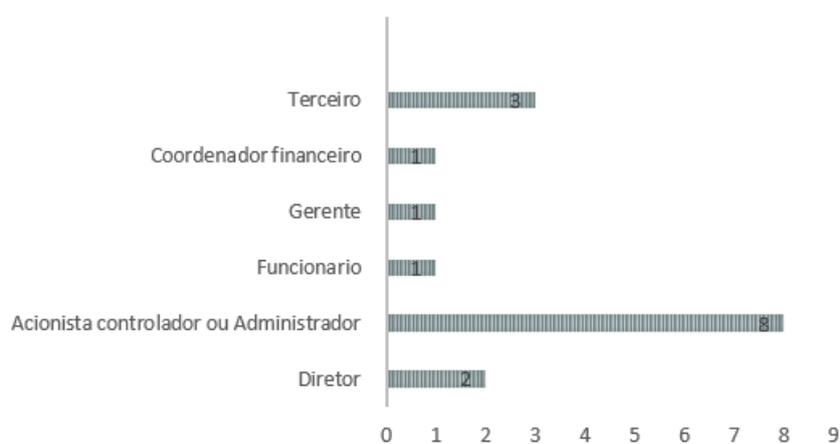


FONTE: elaborado pela autora (2023).

Abaixo esta o perfil dos indiciados:

GRÁFICO 3

INDICIADOS POR INSIDER TRADING



FONTE: elaborado pela autora (2023).

De todos os indiciados, 50% eram acionistas controladores ou administradores. O fato de ocuparem cargos de alto escalão dentro da empresa facilita o acesso à informação e a possibilidade de utilizar essa posição vantajosa para obter lucro ilícito no mercado financeiro. Dos 5 (cinco) casos em que ocorreu a absolvição dos indiciados, um era Diretor, um Terceiro, um Acionista controlador e dois Administradores. Na maioria das vezes, as provas não foram suficientes para provar a ocorrência do ilícito.

GRÁFICO 4

Principais causas de absolvição nos processos analisados

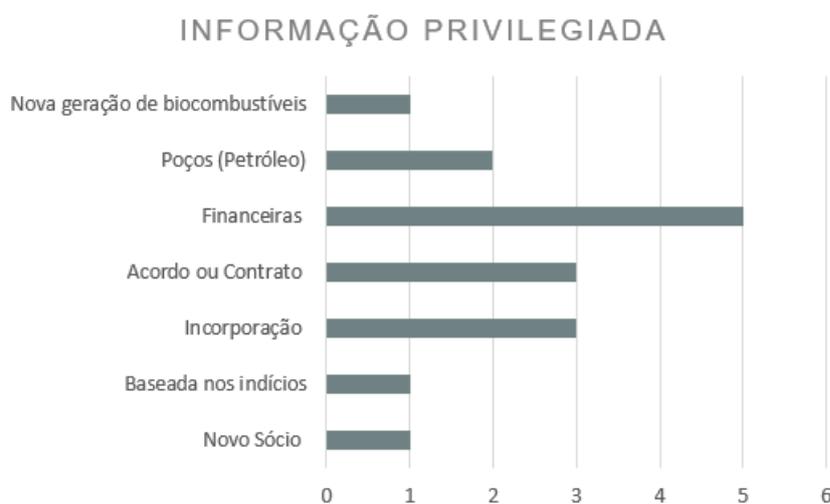


FONTE: elaborado pela autora (2023).

Um dos motivos mais comuns para absolver os acusados do ilícito de insider trading é a falta de provas suficientes para a acusação, especialmente na hora de comprovar que o insider tinha conhecimento da informação, ainda mais em casos de insider secundário, em que pode ser difícil demonstrar a intenção de obter lucro para si ou para terceiros.

GRÁFICO 5

A informação indicada como “informação privilegiada” nos processos analisados



FONTE: elaborado pela autora (2023).

A informação mais comum indicada como "informação privilegiada" nos processos analisados é relacionada a questões financeiras, como o faturamento de uma empresa, seus lucros, fluxo de caixa, entre outros. Esses dados são fundamentais para influenciar o valor das ações da empresa no mercado. Como afirmado por Torres, “O ponto que determina o desempenho das empresas são seus resultados, pelo menos no longo prazo. Isso é indiscutível. Assim, quanto maiores são os resultados, mais as ações sobem.” (TORRES, 2021) Portanto, informações financeiras ou fatos que impactem diretamente nos resultados da empresa, positiva ou negativamente, têm um grande impacto no mercado quando são divulgados.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Informação privilegiada, também conhecida como Insider trading, ocorre quando alguém negocia valores mobiliários com base em informações relevantes e confidenciais às quais teve acesso devido a sua posição na empresa ou por meio de terceiros. Podemos classificar o Insider trading em dois tipos: o Insider primário, que ocorre quando o Insider está ligado à empresa por função ou cargo e, por isso, acessa informações confidenciais; e o Insider secundário, é aquele que não possui vínculo direto com a empresa, mas obtém a informação por intermédio de terceiros, que podem ou não ter relação com a empresa.

A caracterização do Insider trading envolve três requisitos essenciais. Primeiro, a informação deve ser não divulgada ao público, ou seja, não deve estar disponível para os investidores e deve ser relevante o suficiente para impactar o mercado quando for finalmente revelada. Em segundo lugar, alguém precisa ter acesso a essa informação, não basta apenas que ela exista. E, por fim, essa informação deve ser usada com a intenção de obter vantagem pessoal ou para terceiros.

É importante destacar que não é necessário que o Insider obtenha lucro efetivamente com a informação privilegiada para que o ato seja considerado ilegal. A simples realização da operação com o objetivo de obter vantagem já configura a prática do Insider trading.

No Brasil, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) é a entidade responsável pela regulamentação e fiscalização do mercado de capitais, incluindo a prevenção e punição do Insider trading. Além disso, a legislação brasileira estabelece que as informações relevantes devem ser divulgadas de maneira igualitária e transparente para todos os investidores, garantindo assim a integridade e confiança no mercado de valores mobiliários.

Ao analisar as decisões da CVM sobre Insider trading, identifiquei algumas dificuldades importantes. Uma delas é a produção de provas para comprovar a infração, também é desafiador definir o que constitui uma informação relevante e a baixa quantidade de processos julgados. É alarmante observar que, apesar do

notável aumento no volume de negociações na Bolsa de Valores (B3) durante o primeiro trimestre de 2023, conforme os dados divulgados pela B3 “O número de investidores totalizou 17,6 milhões, já excluindo duplicidades de investidores que estão tanto na renda fixa como na renda variável.” (B3, 2023), “Cerca de 1 milhão de pessoas abriram contas nos últimos 12 meses, levando o número total de investidores a 5,3 milhões” (B3, 2023), “O montante chegou a quase R\$ 1,8 trilhão no encerramento do primeiro trimestre de 2023, alta de 42% em relação ao mesmo período do ano passado.” (B3, 2023), a quantidade de processos julgados pela CVM permanece muito reduzida. Essa baixa quantidade de processos julgados é preocupante, dada a importância de combater o Insider trading para manter a imparcialidade do mercado financeiro.

Os resultados da análise destacam que muitos casos resultaram em multas pecuniárias como forma de penalização, o que demonstra a postura rigorosa da CVM em relação ao Insider trading. No entanto, também é relevante notar que em cinco casos os indiciados foram absolvidos, muitas vezes devido à falta de provas para sustentar as acusações. Isso enfatiza a complexidade de comprovar a prática desse crime.

Além disso, ao analisar o perfil dos indiciados, descobri que muitos deles ocupavam cargos de acionistas controladores ou administradores nas empresas, o que lhes conferia acesso privilegiado a informações e, conseqüentemente, a oportunidade de obter lucro ilícito no mercado financeiro. Isso ressalta a importância de regulamentações rigorosas, fiscalizações e de organizações para evitar o uso indevido de informações privilegiadas.

Entre as principais causas de absolvição nos processos analisados, destaca-se a dificuldade em provar o conhecimento efetivo da informação privilegiada pelos indiciados e a intenção de obter lucro indevido. Esses desafios ressaltam a necessidade de aprimorar os métodos de investigação e a rigorosa coleta de evidências.

A análise das informações privilegiadas mais comuns revelou que questões financeiras, como o desempenho econômico das empresas, eram as mais frequentes. Essas informações têm um impacto direto nas flutuações do mercado de ações, o que reforça a importância de regulamentações estritas para prevenir o uso indevido desses dados sensíveis.

A análise do Insider trading é de extrema relevância para a sociedade, pois os investidores na bolsa não têm garantia de retorno em seus investimentos. A ausência de responsabilidade da B3 ou das empresas em reembolsar investimentos realça a importância da transparência e do acesso justo à informação, permitindo aos investidores tomar decisões informadas.

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) está avançando na fiscalização através do desenvolvimento de ferramentas baseadas em tecnologias inovadoras, destinadas a aprimorar a supervisão de casos de Insider trading e comportamentos atípicos em fundos de investimento, “CVM desenvolve ferramentas baseadas em novas tecnologias para modernizar e alavancar supervisão de casos de Insider trading e oscilação atípica em fundos de investimento” (CVM, 2022), o desenvolvimento de uma nova tecnologia para identificar possíveis casos de Insider trading é uma forma de garantir o bom funcionamento do mercado financeiro e mais um método de conseguir provas, estabelece João Pedro Nascimento (Presidente da CVM) "uma vez que representam iniciativas que promoverão aprimoramentos e fortalecimento do papel fiscalizador do regulador, demonstrando para a sociedade o comprometimento da CVM com o desenvolvimento íntegro do mercado de capitais brasileiro." (CVM, 2022) a CVM tem um papel indispensáveis para essas questões, pois ela faz a fiscalização e a regulamentação do mercado de valores mobiliários.

Além disso, outra solução para a fiscalização e novas maneiras de provar a prática do Insider trading para uma correta caracterização do ilícito, seria as empresas implementarem medidas internas para monitorar as atividades de negociações de seus funcionários. Uma dessas medidas é a "Chinese Wall" (Parede Chinesa), que visa criar uma separação entre diferentes equipes ou departamentos que lidam com informações sensíveis ou concorrentes dentro da mesma empresa. Destaca-se que, embora a ideia da "Chinese Wall" seja evitar conflitos de interesse, não há garantia absoluta de que informações não vazarão ou influenciarão indevidamente outras partes da organização. É um conceito que exige uma cultura organizacional forte, normas rígidas e monitoramento constante para ser eficaz, o que é uma das dificuldades enfrentadas no caso da ideia de implementar a Chinese Wall, por esse motivo implantar uma nova medida de fiscalização é essencial. (ASSAF, 2018).

Em última análise, a discussão apresentada enfatiza a importância de combater o Insider trading como um passo essencial para fortalecer a confiança dos investidores e garantir o funcionamento ético e transparente do mercado de capitais brasileiro. Os resultados desta pesquisa destacam a relevância desse combate e a necessidade contínua de aprimorar os processos de investigação, fortalecer a cultura nas empresas e garantir que as penalidades sejam aplicadas de forma justa e eficaz.

REFERENCIAS

ASSAF, Alexandre Neto. **Mercado financeiro**. 14 ed. São Paulo: Atlas, 2018.

B3, Brasil, Bolsa e Balcão. **Número de investidores na B3 cresce 34% em renda fixa e 23% em renda variável em 12 meses**. B3. 2023. Disponível em: < https://www.b3.com.br/pt_br/noticias/numero-de-investidores-na-b3-cresce-34-em-renda-fixa-e-23-em-renda-variavel-em-12-meses.htm > Acesso em: 26 de agosto de 2023.

BRASIL, **Lei nº 6.404**, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: < https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404compilada.htm >. Acesso em: 30 de abril de 2023.

BRASIL, **CVM (Comissão de Valores Mobiliários). Aspectos Jurídicos do “Insider trading”**. Disponível em: < https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/acesso_informacao/serieshistoricas/estudos/anexos/Aspectos-Juridicos-do-insider-trading-NJP.pdf >. Acesso em: 06 de abril de 2023.

BRASIL, **Lei nº 10.411**, de 26 de fevereiro de 2002. Altera e acresce dispositivos à Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: < https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/l10411.htm >. Acesso em: 13 de maio de 2023.

BRASIL, **Lei nº 10.303**, de 31 de outubro de 2001. Altera e acrescenta dispositivos na Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: < http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/leis_2001/l10303.htm >. Acesso em: 26 de maio de 2023.

BRASIL. **Lei nº. 6.385**, de 07 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: < https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm > Acesso em: 17 de março de 2023.

BRASIL. **Mercado de Capitais**. Ministério da Fazenda. S.D. Disponível em:< <https://www.gov.br/fazenda/pt-br/assuntos/politica-microeconomica/atuacao-spe/mercado-de-capitais> >. Acesso em: 08 de abril de 2023.

BRASIL. **O que são Valores Mobiliários**. Portal do Investimento (CVM). 2022. Disponível em: < <https://www.gov.br/investidor/pt-br/investir/como-investir/conheca-o->

mercado-de-capitais/o-que-sao-valores-mobiliarios >. Acesso em: 13 de maio de 2023.

BRASIL. **Mercado Primário X Mercado Secundário**. Portal do Investidor (CVM). 2022. Disponível em: < <https://www.gov.br/investidor/pt-br/investir/como-investir/como-funciona-a-bolsa/mercado-primario-x-mercado-secundario> >. Acesso em: 01 de maio de 2023.

BRASIL, Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2011/3665**, trecho do voto da Relatora Diretora Luciana Dias: Caso Aços Villares, julgado em 06 abr. 2012. Rio de Janeiro: CVM, 2012.

BRASIL, **Processo Administrativo Sancionador CVM Nº 19957.005573/2020-19**, Data do julgamento: 21/03/2023 Relatora: Diretora Flávia Perlingeiro Acusado: Paulo Cesar de Souza e Silva Ementa: Apuração de insider trading, em infração ao art. 155, §1º, da Lei nº 6.404/1976 c/c art. 13, caput, da Instrução CVM nº 358/2002. Absolvção. Disponível em: < chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2023/SEI_19957005573_2020_19.pdf > Acesso em: 19 de agosto de 2023.

BRASIL, **Processo Administrativo Sancionador CVM nº 19957.001639/2016-15 (RJ2016/2384)**, Data do julgamento: 26/11/2019 Diretor Relator: Gustavo Machado Gonzalez Acusado: Jaime Augusto da Cunha Rebelo Ementa: Manipulação de preços e uso de informação privilegiada (insider trading). Infração ao item II, letra “b”, da Instrução CVM nº 08/79. Infração ao art. 155, §4º, da Lei nº 6.404/76. Absolvção. Disponível em: < <chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2019/RJ20162384.pdf> > Acesso em: 19 de agosto de 2023.

BRASIL, **Processo Administrativo Sancionador CVM nº 19957.003780/2017-25 (RJ2017/1858)**, Data do julgamento: 03/03/2020 Diretor Relator: Henrique Balduino Machado Moreira Acusado: Aristido Richert Ementa: Uso de informação privilegiada na aquisição de ações de emissão da Triunfo Participações e Investimentos S.A. Infração ao art. 155, parágrafo 4º, da Lei nº 6.404/76, c/c o disposto no art. 13, §1º, da Instrução CVM nº 358/02. Multa. Disponível em: < <chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2020/RJ20171858.pdf> > Acesso em: 19 de agosto de 2023.

BRASIL, **Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2015/9443 (19957.002840/2015-21)**, Data do julgamento: 04/06/2019 Diretora Relatora: Flavia Martins Sant'Anna Perlingeiro Acusados: GPCP4 Fundo de Investimentos em Participações Multiestratégia Latin America Hotels LLC Ementa: utilização de

informação privilegiada na aquisição de ações de emissão da Invest Tur Brasil – Desenvolvimento Imobiliário Turístico S.A. Irregularidade quanto à comunicação de aquisição de participação relevante no capital social da INVEST TUR. Infração ao art. 116, parágrafo único, c/c o art. 155, §4º, ambos da Lei nº 6.404/76. Infração ao art. 12 da Instrução CVM nº 358/02. Absoluções e Advertência. Disponível em: < chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2018/20190604_PAS_RJ20159443.pdf > Acesso em: 19 de agosto de 2023.

BRASIL, Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/0578 (19957.000594/2015-72), Data do julgamento: 27/05/2019 Diretor Relator: Henrique Balduino Machado Moreira Acusado: Eike Fuhrken Batista Ementa: Utilização de informações privilegiadas na negociação de ações emissão da da OGX Petróleo e Gás Participações S.A. e da da OSX Brasil S.A. Manipulação de preços de ações de emissão das Companhias. Infração ao art. 155, §1º, da Lei nº 6.404/76 c/c art. 13, caput, da Instrução CVM nº 538/02. Infração ao item II, alínea "b", vedada pelo item I, da Instrução CVM nº 08/79. Multas e inabilitação temporária. Disponível em: < chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2018/RJ20140578COMPLETO.pdf > Acesso em: 19 de agosto de 2023.

BRASIL, Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2017/863 (19957.001692/2017-99), Data do julgamento: 04/12/2018 Acusado: Antônio José Ferreira Borges Ementa: Uso indevido de informação privilegiada, em infração ao art. 155, §4º, da Lei nº 6.404/76, c/c o art. 13, §1º, da Instrução CVM nº 358/202. Multa. Disponível em: < chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2018/RJ2017863__Completo.pdf > Acesso em: 19 de agosto de 2023.

BRASIL, Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/3616 (19957.003405/2015-13), Data do julgamento: 13/11/2018 Acusados: José Antonio Tornaghi Grabowsky, Michel Wurman, João Miguel Mallet Racy Ferreira, Cauê Castello Veiga Innocencio Cardoso, Frederico Marinho Carneiro da Cunha, Marcus Vinícius Medeiros Cardoso de Sá, Ementa: Negociação de valores mobiliários de emissão da PDG Realty S.A. Empreendimentos e Participações de posse de informações relevantes sobre a sociedade antes de sua divulgação ao mercado. Infração ao art. 155, §1º da Lei nº 6.404/76 c/c o art. 13 da Instrução CVM nº 358/02. Multas. Absolução. Disponível em: < chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2018/RJ20143616__COMPLETO.pdf > Acesso em: 19 de agosto de 2023.

BRASIL, Processo Administrativo Sancionador CVM nº 26/2010 Data do julgamento: 27/11/2018 Acusados: Antonio Grisi Neto, Astério Vaz Safatle, Carlos Augusto Curiati Bueno, Didier Maurice Klotz, Diego Soares de Arruda, Marcelo Macedo Távora de Castro, Ementa: Utilização de informações privilegiadas em negociações com ações da Agra Empreendimentos Imobiliários S.A. antes da divulgação dos fatos relevantes de 22.06.2008 e de 05.10.2008. Infração ao disposto no §4º do art. 155 da Lei nº 6.404/76, c/c o art. 13, e seus parágrafos, da Instrução CVM nº 358/02. Absoluções e Multas. Disponível em: < chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcgiclfndmkaj/https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2018/PAS_262010COMPLETO.pdf > Acesso em: 19 de agosto de 2023.

BRASIL, Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2015/5813 Data do julgamento: 13/07/2018 Acusados: Edair Deconto Ementa: Negociação com valores mobiliários de posse de informações relevantes ainda não divulgadas ao mercado. Multa. Disponível em: < chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcgiclfndmkaj/https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2018/RJ20155813.pdf > Acesso em: 19 de agosto de 2023.

BRASIL, Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2015/13651 Acusados: Ariovaldo da Silva Rocha Filho e Luiz Eduardo Haus Sukienik, Ementa: Uso de informação privilegiada em negociações com ações ordinárias de emissão da companhia Brasil Brokers Participações S.A. Multas. Disponível em: < chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcgiclfndmkaj/https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2018/RJ201513651_Brasil_Brokers.pdf > Acesso em: 19 de agosto de 2023.

BRASIL, Processo Administrativo Sancionador CVM nº 01/2014 Data do julgamento: 19/06/2018 Acusados: Cláudia Maria da Costa, Guilherme Soter Lopes da Silva, Henvironmenth Sistema Ambientais S/S Ltda, Rodrigo Rodrigues da Silva Ementa: Uso de informação privilegiada. Multas. Disponível em: < chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcgiclfndmkaj/https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2018/012014_arquivo_completo.pdf > Acesso em: 19 de agosto de 2023.

BRASIL, Processo Administrativo Sancionador CVM nº SP2013/094 Acusado: Iwao Jouti Ementa: Negociação de valores mobiliários de posse de informações relevantes ainda não divulgadas ao mercado. Multa. Disponível em: < chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcgiclfndmkaj/https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2017/SP2013094_Iwao_Jouti_2.pdf > Acesso em: 19 de agosto de 2023.

BRASIL, Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/577 Acusados: Eduardo de Freitas Teixeira, Márcio Rocha Mello e Milton Romeu Franke Ementa: Uso indevido de informação privilegiada. Absoluções. Disponível em: < chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcgiclfndmkaj/https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2014/RJ2014577_COMPLETO.pdf > Acesso em: 19 de agosto de 2023.

es/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2017/RJ20140577_HRT_.pdf > Acesso em: 19 de agosto de 2023.

BRASIL, **Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/1785** Acusado: Celso Brandão Knoedt, Ementa: Utilização indevida de informação privilegiada. Multa. Disponível em: < chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcgiclfndmkaj/https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2017/RJ20141785__Celso_Knoedt.pdf > Acesso em: 19 de agosto de 2023.

BRASIL, **Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/1020** Acusados: Marcelo Impellizieri de Moraes Bastos e Ricardo Bueno Saab Ementa: Negociação de ações em período vedado pelas normas da CVM – Não envio à CVM de informações sobre negociações realizadas com valores mobiliários. Multas. Disponível em: < chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcgiclfndmkaj/https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2017/RJ20141020_RJCP_Equity_1.pdf > Acesso em: 19 de agosto de 2023.

BRASIL, **Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/3401** Acusados: Marcio Rocha Mello e Wagner Peres, Ementa: Suposto uso de informação privilegiada. Absolvição. Disponível em: < chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcgiclfndmkaj/https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2017/RJ20143401_HRT_Participacoes_Salvo_Automaticamente.pdf > Acesso em: 19 de agosto de 2023.

CVM, **Comissão de Valores Mobiliários Nº 44**, de 23 de agosto de 2021 com as alterações introduzidas pela resolução CVM Nº 60/21. Dispõe sobre a divulgação de informações sobre ato ou fato relevante, a negociação de valores mobiliários na pendência de ato ou fato relevante não divulgado e a divulgação de informações sobre a negociação de valores mobiliários, e revoga as Instruções CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002, nº 369, de 11 de junho de 2002, e nº 449, de 15 de março de 2007. Disponível em: < chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcgiclfndmkaj/https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/resolucoes/anexos/001/resol044.pdf > Acesso em: 17 de março de 2023.

CVM, Comissão de Valores Mobiliários. **Processos Sancionados Julgados.**

Disponível em: < https://conteudo.cvm.gov.br/sancionadores/index.html?lastNameShow=insider+trading&lastName=insider%2520trading&filtro=todos&dataInicio=01%2F01%2F2018&dataFim=19%2F03%2F2023&categoria0=%2Fsancionadores%2Fsancionador%2F&buscado=false&contCategoriasCheck=2 > Acesso em: 19 de agosto de 2023.

CVM, Comissão de Valores Mobiliários. **CVM desenvolve ferramentas baseadas em novas tecnologias para modernizar e alavancar supervisão de casos de**

insider trading e oscilação atípica em fundos de investimento. 2022. Disponível em: < <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/cvm-desenvolve-ferramentas-baseadas-em-novas-tecnologias-para-modernizar-e-alavancar-supervisao-de-casos-de-insider-trading-e-oscilacao-atipica-em-fundos-de-investimento> > Acesso em: 26 de agosto de 2023.

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

EIZIRIK, Nelson Laks; GAAL, Adriádna B; PARENTE, Flávia, HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de capitais** – regime jurídico. 2 ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

EIZIRIK, Nelson Laks. **Insider trading e a responsabilidade de administrador de Companhia Aberta.** São Paulo: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, 1983.

PACHECO, João Marcelo G. e FILHO, Antonio Siqueira. **CVM condena quatro investidores por insider secundário.** Capital Aberto, Mercado de capitais sob novos ângulos. 2018. Disponível em: < <https://capitalaberto.com.br/canais/pinheiro-neto-jurisprudencia-mercado-de-capitais/cvm-condena-quatro-investidores-por-insider-secundario/> >. Acesso em: 01 de maio de 2023.

PARENTE, Norma Jonssen. **Aspectos Jurídicos do “Insider trading”.** CVM. Comissão de Valores Mobiliários. 1978. Disponível em: < https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/acesso_informacao/serieshistoricas/estudos/anexos/Aspectos-Juridicos-do-insider-trading-NJP.pdf >. Acesso em: 08 de abril de 2023.

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

REIS, Tiago. **Valor Mobiliário: veja como funcionam esses contratos de investimentos.** Suno artigos. 2022. Disponível em: < <https://www.suno.com.br/artigos/valor-mobiliario/> >. Acesso em: 13 de maio de 2023.

REIS, Tiago. **Tudo sobre a Bolsa de Valores: saiba como funciona a B3.** Suno artigos. 2023. Disponível em: < <https://www.suno.com.br/guias/bolsa-de-valores/> >. Acesso em: 13 de maio de 2023.

SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe. **A Racionalidade Econômica do Combate ao Insider Trading: Assimetria de Informação e Dano ao Mercado.** **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro.** São Paulo, v. 147, p. 42-55, jul/set. 2007.

TORRES, Vinicius Torres. **O que determina o preço das ações no longo prazo é o lucro!** Suno Notícias. 2021. Disponível em: <

<https://www.sunno.com.br/noticias/colunas/vinicius-torres/lucro-determina-preco-longo-prazo/> > Acesso em: 26 de agosto de 2023.